

La structuration juridique de la fusion entre Vivalis et Intercell

L'exemple d'une fusion transfrontalière à parité variable réussie

Mémoire sous la direction de Maître Dominique Bompont

Pauline MORIER

03/06/2015

SOMMAIRE

Remerciements	3
Introduction	4
Partie 1 : Une fusion transfrontalière, le nécessaire respect des droits politiques des actionnaires	8
TITRE 1 : UNE FUSION ENTRE SOCIETES SANS LIEN CAPITALISTIQUE SOUS L'EGIDE DU REGLEMENT EUROPEEN N° 2157/2001.....	8
I- L'UTILISATION DU REGLEMENT EUROPEEN N° 2157/2001	8
A- Une possible fusion transfrontalière avec ou sans création de SE	8
B- L'utilisation encore rare de la SE en France	10
C- Les avantages de l'utilisation du statut de la société européenne	11
II- LA NAISSANCE D'UNE SOCIETE EUROPEENNE COTEE A STRUCTURE DUALISTE	13
A- Un calendrier strict à respecter pour la création d'une société européenne cotée	13
B- Le choix d'une gouvernance dualiste	16
TITRE 2 : LE RESPECT DES DROITS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES DE LA SOCIETE ABSORBEE : LE DROIT DE RETRAIT	17
I- DES REGLES NATIONALES DE PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES DIVERGENTES	18
A- La protection des actionnaires minoritaires, une option levée ou non par les Etats membres	18
B- Un possible retrait des actionnaires minoritaires dans les sociétés cotées laissé à l'appréciation de l'AMF	19
C- Un droit de retrait des actionnaires minoritaires reconnu en France en cas de transfert du siège d'une SE	20
II- UNE FUSION CONDITIONNEE AU DROIT DE RETRAIT DES ACTIONNAIRES AUTRICHIENS	21
A- Les conditions d'exercice du droit de retrait	21
B- La limite à la compensation financière	22
C- Le paiement de la compensation financière et le sort des actions allouées aux actionnaires retoyants	23
TITRE 3 : L'EQUILIBRE DES DROITS DE VOTE ENTRE LES ACTIONNAIRES	24
I- LE SORT DU DROIT DE VOTE DOUBLE	24
A- Le droit de vote double en France	24
B- La suppression, puis la réintroduction du droit de vote double	26
II- LE PLAFONNEMENT DES DROITS DE VOTE PENDANT CINQ ANS	28
A- L'insertion d'une clause statutaire de plafonnement des voix.....	29
B- La philosophie de ce plafonnement	32

Partie 2 : Une fusion à parité variable, l'utilisation originale d'actions de préférence comme composante de la rémunération de la fusion.....	35
TITRE I : L'EVALUATION INCERTAINE DE LA SOCIETE ABSORBEE.....	35
I- L'UTILISATION DE METHODES D'EVALUATION CLASSIQUES.....	36
A- L'importance de l'évaluation des sociétés participant à la fusion	36
B- L'utilisation d'une approche multicritères	37
II- UNE PARITE D'ECHANGE VARIABLE, CONSEQUENCE DE L'INCERTITUDE DU SUCCES DU VACCIN PSEUDOMONAS.....	39
A- Une réussite incertaine du vaccin contre le Pseudomonas	39
B- Une parité d'échange variable.....	41
TITRE 2 : L'UTILISATION D' ACTIONS DE PREFERENCE COMME SOLUTION A CETTE INCERTITUDE	43
I- L'OPPORTUNITE DE L'UTILISATION D' ACTIONS DE PREFERENCE	43
A- Les actions de préférence en droit français	43
B- Des alternatives aux actions de préférence ?.....	46
II- LES CARACTERISTIQUES DES ACTIONS DE PREFERENCE DURANT LEUR EXISTENCE	48
A- Des actions privées de droit de vote	49
B- Des actions privées de droit préférentiel de souscription	50
TITRE 3 : UNE FUSION A GEOMETRIE VARIABLE SUR LE LONG TERME.....	53
I- UNE EVENTUELLE REMUNERATION DES APPORTS EN DEUX TEMPS.....	53
A- La conversion éventuelle des actions de préférence en actions ordinaires	54
B- L'éventuel rachat des actions de préférence	55
C- L'annulation des actions de préférence non converties ou rachetées	57
II- UNE EVENTUELLE CONVERSION DES ACTIONS DE PREFERENCE EN ACTIONS ORDINAIRES SELON UN RATIO DE CONVERSION AJUSTABLE ET AJUSTE	58
A- Les conditions de conversion des actions de préférence en actions ordinaires	58
B- Un taux de conversion ajustable et ajusté	60
Conclusion	63
Bibliographie.....	66
Annexes	71
Glossaire.....	72

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier chaleureusement Maître Dominique Bompont pour sa disponibilité et ses conseils tout au long de l'élaboration de ce mémoire.

Je remercie par ailleurs Maîtres Sibylle Renard-Payen et Guillemette Burgala pour les précieux éclairages qu'elles m'ont apportés.

INTRODUCTION

Selon Maître Jean-Marc Franceschi¹, la fusion entre Vivalis SA et Intercell AG « *présentait un faisceau de particularités qui prises isolément n'étaient pas inconnues de la Place mais qui, à notre connaissance, n'avaient jamais été réunies lors d'une opération* », à savoir son caractère transfrontalier, la cotation des deux sociétés participantes et l'utilisation d'actions de préférence comme composante de rémunération de la fusion.

La fusion est l'opération par laquelle deux ou plusieurs sociétés se réunissent pour n'en former qu'une seule. Elle résulte soit de la création d'une société nouvelle par plusieurs sociétés existantes, soit de l'absorption d'une société par une autre. Les éléments caractéristiques de toute fusion sont une transmission universelle du patrimoine de la société absorbée vers la société absorbante, la dissolution sans liquidation de la société absorbée et un échange de titres sociaux. La fusion de Vivalis SA et d'Intercell AG a été réalisée sous la technique de la fusion-absorption, la société absorbante, Vivalis, prenant simultanément la forme de société européenne (SE) à la date d'immatriculation le 28 mai 2013 et changeant sa dénomination pour Valneva SE. L'opération représente en France la première fusion transfrontalière avec création de société européenne réalisée entre sociétés sans lien capitalistique². Sur la base du capital-actions émis de chaque société, les anciens actionnaires de Vivalis détenaient au lendemain de la fusion approximativement 55 % du capital-actions émis de Valneva et les anciens actionnaires d'Intercell environ 45 %.

Cette fusion s'inscrivait dans le cadre d'une opération plus globale, avec une filialisation des activités d'Intercell AG, une cotation *a posteriori* de la société européenne sur les bourses parisienne et viennoise et une augmentation de capital. Ainsi, Intercell AG a apporté son activité opérationnelle et sa participation dans Intercell USA Inc. et Intercell Biomedical Ltd à Intercell Austria AG, une société par actions de droit autrichien, spécialement créée à cet effet et intégralement détenue par Intercell. A la veille de la fusion, Intercell AG n'était donc plus qu'une holding³, ce qui a permis de simplifier, notamment, le volet social de la fusion avec

¹ J.-M. Franceschi, *La préférence plutôt que le choix de Sophie*, Le Magazine des Affaires, n° 79, mars 2013, p. 42-43. Maître Jean-Marc Franceschi est avocat associé chez Hogan Lovells, conseil corporate de Vivalis dans le cadre de cette fusion.

² C. Cathiard, *Fusion transfrontalière avec création de S.E. : l'exemple de Valneva SE*, Fusions & Acquisitions magazine, n° 274, sept.-oct. 2013, p. 46-51

³ Voir annexe 1 : Organigramme simplifié de la répartition du capital de Valneva après Fusion

création de SE. En aval de la réalisation de la fusion, il était prévu une augmentation de capital de 40 millions d'euros avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires de Valneva, accompagnée d'un engagement du Fonds Stratégique d'Investissement (FSI) de souscrire jusqu'à 25 millions d'euros lors de cette levée de fond.

Le rationnel de ce rapprochement entre deux groupes de nationalités différentes était de contribuer à la création d'un leader européen des vaccins ainsi que des anticorps monoclonaux en cancérologie et maladies infectieuses. En effet, la société absorbée autrichienne Intercell AG avait pour objet principal la recherche et le développement dans les domaines de la biomédecine et la pharmacologie. Intercell disposait d'une forte expertise en matière de développement de vaccins, avec plusieurs projets en partenariat avec Novartis⁴, dont l'un était en phase II/III sur le *Pseudomonas*. Nous verrons que l'évaluation de ce projet a été source de nombreuses difficultés pour déterminer la parité d'échange et a justifié la création d'actions de préférence. La société absorbante française Vivalis était une entreprise biopharmaceutique commercialisant des solutions cellulaires innovantes pour la production de vaccins et de protéines thérapeutiques. Les actions des deux sociétés étaient admises sur un marché réglementé, Nyse Euronext Paris pour Vivalis et la Bourse de Vienne pour Intercell. Ainsi le rapprochement de ces deux sociétés permettait d'atteindre une masse critique et une solide expérience dans les biotechnologies. Les deux équipes dirigeantes avaient à cœur de travailler conjointement pour diriger une société hautement spécialisée, capable de poursuivre ses activités de recherche et de développement, point fort d'Intercell, et d'étendre celles d'industrialisation et de commercialisation, points forts de Vivalis⁵.

Cependant, profiter des synergies de cette fusion nécessitait au préalable de surmonter les différents obstacles à la réussite de cette opération. La structuration juridique appropriée d'une fusion est une condition *sine qua non* de la réussite opérationnelle de ce rapprochement.

Or, cette fusion-absorption, loin d'être classique, présentait de nombreuses particularités. En effet, les deux sociétés, chacune cotée sur un marché réglementé, étaient de nationalités différentes et sans lien capitalistique. La fusion était ainsi conditionnée à

⁴ Suite à l'acquisition de l'activité vaccins de Novartis par GlaxoSmithKline (GSK) le 2 mars 2015, GSK devient un partenaire-clé stratégique pour Valneva et remplace Novartis dans l'accord de développement clinique du candidat-vaccin de Valneva contre le *Pseudomonas*.

⁵ Rapport du commissaire français à la fusion sur la rémunération des apports, Grant Thornton, 22 janv. 2013

l'approbation par l'Autorité des marchés financiers (AMF) du document E et surtout soumise à des droits des sociétés nationaux différents. L'utilisation du règlement n° 2157/2001 du 8 octobre 2001 relatif au statut de la Société Européenne ne signifie pas une harmonisation des règles applicables à la création de société européenne, les renvois aux règles internes aux Etats membres étant nombreux. Les droits autrichien et français comportent certaines différences notoires qui auraient pu être un obstacle à la concrétisation de ce rapprochement. Ainsi, contrairement à la France, l'Autriche a choisi de lever l'option prévue par le règlement relatif au statut de la société européenne permettant d'accorder un droit de retrait aux actionnaires minoritaires de la société absorbée. En outre, le droit français prévoit la possibilité d'un droit de vote double, alors que le droit autrichien ne connaît pas cette prérogative. La structuration juridique de cette opération a donc dû prendre en considération ces divergences dues à l'aspect transfrontalier de cette fusion.

Les deux sociétés évoluant dans le domaine des biotechnologies, leur valorisation, et donc la détermination de la parité d'échange de la fusion, a posé des difficultés aux professionnels financiers travaillant sur l'opération. En effet, la valorisation d'Intercell dépendait en grande partie de la réussite ou non de son projet de vaccin destiné à combattre le *Pseudomonas*. Or, le développement d'un vaccin est un processus long et, en 2013, les recherches sur ce vaccin ne permettaient pas de savoir si ce serait un échec ou un succès. Les dirigeants des deux sociétés étaient donc face à un choix cornélien : considérer ou non ce vaccin comme un actif d'Intercell, et ainsi, faire varier significativement la parité d'échange, en faveur des actionnaires d'Intercell ou au contraire de ceux de Vivalis. Un tel déséquilibre structurel apparaissait incompatible avec l'esprit fusionnel que les parties avaient décidé d'adopter. La structuration juridique de l'opération devait permettre un équilibre dans les droits financiers des actionnaires des deux sociétés. Aucune des deux alternatives ne paraissait donc satisfaisante ; la parité de la fusion ne pouvait être que variable selon le succès du vaccin contre le *Pseudomonas*.

Par conséquent, la clé de la réussite de la fusion entre Vivalis SA et Intercell AG impliquait de trouver des mécanismes capables de permettre l'équilibre des droits politiques et financiers entre les actionnaires de deux sociétés.

D'une part, nous étudierons comment le caractère transfrontalier de cette fusion a été surmonté (Partie 1). En effet, malgré l'application de droits nationaux différents, l'équilibre des droits politiques des actionnaires a été atteint en utilisant le règlement européen relatif au statut de la SE, en accordant un droit de retrait aux actionnaires minoritaires d'Intercell et, enfin, en supprimant, puis en réintroduisant le droit de vote double. D'autre part, nous approfondirons les composantes de la rémunération de la fusion, réponse à une évaluation incertaine des actifs d'Intercell et solution pour aboutir à terme à l'équilibre des droits financiers des actionnaires (Partie 2). Ainsi, les difficultés rencontrées lors de la valorisation d'Intercell AG du fait du vaccin contre le Pseudomonas ont été jugulées par l'utilisation originale d'actions de préférence dont la caractéristique principale est leur éventuelle conversion en actions ordinaires en cas d'autorisation de mise sur le marché de ce vaccin.

PARTIE 1 : UNE FUSION TRANSFRONTALIERE, LE NECESSAIRE RESPECT DES DROITS POLITIQUES DES ACTIONNAIRES

Cette opération concernait deux sociétés à capitaux régies par des droits des sociétés différents. Malgré l'utilisation du règlement SE (Titre 1), ces droits ont eu vocation à être confrontés durant cette fusion, notamment concernant le respect des droits des actionnaires minoritaires (Titre 2) et la question des droits de vote des actionnaires (Titre 3). Le caractère transfrontalier de la fusion a été surmonté par une structuration juridique qui a permis d'atteindre un équilibre entre les droits politiques des actionnaires.

TITRE 1 : UNE FUSION ENTRE SOCIETES SANS LIEN CAPITALISTIQUE SOUS L'EGIDE DU REGLEMENT EUROPEEN N° 2157/2001

La fusion entre Vivalis SA et Intercell AG s'est faite sous l'égide du règlement européen n° 2157/2001, dit règlement SE. Son utilisation offre un cadre juridique à la fusion et a permis de donner naissance à une société européenne qui, dans sa structure, reflète « *l'égalité antérieure* » entre les deux sociétés parties à la fusion par un équilibre entre leurs deux managements.

I- L'UTILISATION DU REGLEMENT EUROPEEN N° 2157/2001

Une alternative se présentait à l'utilisation du règlement SE : la directive 2005/56/CE du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières de sociétés de capitaux. Cependant, Vivalis et Intercell, après une analyse des inconvénients et des avantages de ce règlement, ont fait le choix d'une fusion avec création de SE.

A- Une possible fusion transfrontalière avec ou sans création de SE

Dans le cadre européen, les fusions entre sociétés de capitaux de droits nationaux différents peuvent être réalisées en utilisant, soit le règlement européen de 2001 avec création

de société européenne, soit la directive de 2005 sur les fusions transfrontalières⁶. Ces deux textes européens permettent de bénéficier d'un cadre juridique assurant la transmission universelle et transfrontalière du patrimoine de la société absorbée lors de la fusion et d'opérer la fusion selon des principes communs aux Etats membres. Le contenu du projet de fusion est identique dans les deux textes⁷.

En revanche, la directive de 2005 est plus souple sur certains aspects que le règlement de 2001. Ainsi, le volet social, dans la directive de 2005, est limité aux droits de participation et permet dans certains cas d'éviter la mise en place d'un groupe spécial de négociation (GSN), alors que l'utilisation du règlement implique la création d'un GSN et la fixation des droits d'information, de consultation et de participation des salariés⁸. La directive de 2005 s'applique à toutes les sociétés de capitaux, et donc également aux sociétés par actions simplifiée, et non comme le règlement aux seules sociétés anonymes⁹. De même, les sociétés participantes à la fusion, même si la société absorbante ne détient pas 100% de la société absorbée, peuvent renoncer à la désignation d'un expert indépendant. Cependant, pour ne citer que ces différences, elles n'avaient pas à s'appliquer lors de notre opération, puisque les deux entités sont des sociétés anonymes et que la nomination d'un expert indépendant fut plus que nécessaire pour déterminer la parité de la fusion.

Dans la pratique, la réalisation de la fusion peut ne pas s'avérer plus souple en utilisant le régime de la directive de 2005 et il conviendra toujours de se poser la question de l'opportunité ou non de créer une SE à cette occasion. Lors de leur fusion en 2014, les sociétés danoise et française, Topotarget et BioAlliance Pharma, ont fait le choix d'utiliser la directive de 2005. La société anonyme française Onxeo, fruit de cette opération, serait ainsi la première fusion transfrontalière de sociétés cotées soumises à la directive de 2005 sur les fusions transfrontalières¹⁰. Opter pour la fusion par création de SE, comme l'a fait Vivalis et Intercell, peut s'avérer cependant opportun lorsque la fusion concerne uniquement des sociétés anonymes

⁶ Directive 2005/56/CE du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières de sociétés de capitaux

⁷ Règl. 2157/2001 art. 20 vs. Dir. 2005/56 art. 5

⁸ Règl. 2157/2001 art. 12 et Dir. 2001/86 art. 1 et 2 vs Dir. 2005/56 Art 6

⁹ Règl. 2157/2001 Art 2 vs. Dir. 2005/56 Art 1 à 3

¹⁰ J. N. Soret, F. Pouchot, *Fusion transfrontalière des sociétés cotées : quand l'Europe des entreprises devient une réalité*, Option Finance, n°1282, 1^{er} sept. 2014, p. 28-30

ayant leur siège statutaire et leur administration centrale dans la Communauté¹¹ qui souhaitent donner une image paneuropéenne au groupe.

B- L'utilisation encore rare de la SE en France

Début 2013, lors de la réalisation de cette fusion, plusieurs créations de SE par voie de fusions transfrontalières avaient déjà été réalisées en France. Cependant, il s'agissait uniquement de fusions intragroupe, et notamment au sein du groupe Scor en 2007 pour permettre une réorganisation de l'organigramme du groupe. Valneva serait donc en France le premier exemple d'utilisation de la société européenne dans le cadre du rapprochement de deux groupes de nationalités différentes sans lien capitalistique entre eux¹² Les textes relatifs à la SE ont été incorporés dans la législation française avec retard¹³ et ne régissent actuellement qu'une trentaine de SE françaises.

En France, la société européenne est victime d'une certaine méconnaissance et est souvent associée à une idée de complexité et de lourdeur. La SE souffre en effet d'un certain nombre d'*a priori* négatifs : « *réservée aux grandes entreprises* », « *trop chère* », « *trop complexe* », « *sans avantage fiscal* » et les règles d'implication des salariés dans la SE issues de la directive n° 2001/86/CE (le volet social) « *font peur* »¹⁴. Oui, effectivement, la constitution d'une SE est soumise à certaines contraintes juridiques, comme un capital social minimum de 120.000 euros, une potentielle opposition des autorités publiques ou la non-dissociation du siège et de l'administration centrale. Cependant, elles sont anticipables. La principale contrainte demeure le volet social obligatoire lors de la constitution d'une SE.

Cependant, les enjeux du volet social attachés à la constitution d'une SE sont très différents d'un groupe à l'autre, selon les droits des salariés existant dans les sociétés participantes et selon l'organisation de la fusion. Du fait de la création de la filiale Intercell Austria AG, tous les salariés d'Intercell AG ont été transférés dans cette filiale. Par conséquent,

¹¹ C. Cathiard, P. Thourot, *La Société Européenne : bilan, perspectives et retour d'expérience*, Actes prat. Ing. Sociétaire, nov-déc. 2008, p. 3-15

¹² C. Cathiard, *Fusion transfrontalière avec création de S.E. : l'exemple de Valneva SE*, Fusions & Acquisitions magazine, septembre-octobre 2013, p. 46-51

¹³ Incorporés en droit français par les articles 11 et 12 de la loi « Breton » n° 2005-842 du 26 juillet 2005 relative à la confiance et à la modernisation de l'économie, complétée par le décret n° 2006- 448 du 14 avril 2006 relatif aux aspects de droit des sociétés et le décret n° 2006-1360 du 9 novembre 2006 relatif à l'implication des salariés.

¹⁴ C. Cathiard, *La société européenne en France*, RLDA, n° 71, mai 2012, p. 125

aucun des 238 salariés d'Intercell n'a été transféré à Vivalis du fait de la fusion¹⁵, et donc menacé par une perte de droits. L'article 3 de la directive n° 2001/86/CE¹⁶ impose la création d'un groupe spécial de négociation sur les modalités relatives à l'implication des travailleurs dans la SE. Le GSN, devant permettre la représentation des travailleurs de chacun des Etats membres où se trouvent des travailleurs des sociétés qui fusionnent, était composé de salariés français, autrichiens et britanniques. En outre, les sociétés européennes ont tiré des avantages de la négociation et de la mise en place d'un organe de représentation des salariés européens au sein de la SE : fédérer les salariés européens autour d'un projet commun, faciliter l'information et la consultation transnationale, ou encore, améliorer le climat social et la prise de décisions au sein de la SE et du groupe en général.¹⁷

L'utilisation du règlement peut également être complexe du fait de l'absence d'harmonisation totale des règles relatives à la fusion transfrontalière avec création de SE. Ce règlement est le fruit d'un compromis avec une base commune et des renvois aux droits nationaux des sociétés anonymes. L'article 18 du règlement renvoie ainsi pour les points non traités aux dispositions applicables aux fusions de sociétés anonymes en vigueur dans l'Etat membre dont relève chaque société participant à l'opération. De même, des articles spécifiques, comme le 24§1 sur la protection des créanciers, prévoient l'application du droit national sur les fusions. Identifier les différences significatives entre les lois nationales des sociétés participantes et les modifications statutaires impératives à prévoir est une étape préliminaire primordiale, comme nous le verrons concernant le droit de retrait des actionnaires minoritaires ou le droit de vote double.

C- Les avantages de l'utilisation du statut de la société européenne

En pratique, des bénéfices réels résultent de l'utilisation de la société européenne pour des groupes internationaux, notamment pour faciliter l'implantation de sociétés françaises dans d'autres Etats membres ou pour faciliter les restructurations transfrontalières au sein de l'Europe. Il existe également des avantages propres à certains secteurs. Par exemple, pour les banques et les entreprises d'assurance, comme Allianz ou encore Scor dans le secteur de

¹⁵ Rapport du directoire à l'assemblée générale mixte en date du 4 mars 2013, Vivalis, p. 19

¹⁶ Directive n° 2001/86/CE du 8 octobre 2001, complétant le statut de la société européenne pour ce qui concerne l'implication des travailleurs

¹⁷ C. Cathiard, *Regain d'intérêt pour la société européenne en France*, Fusions & Acquisitions Magazine, n°266-267, sept.-oct. 2012, p. 29-32

l'assurance, la SE permet d'alléger le contrôle prudentiel au niveau communautaire grâce, notamment, à la succursalisation des filiales absorbées par fusion transfrontalière¹⁸. Plus encore, la SE présente des avantages pour toutes les sociétés, quelle que soit leur taille, dès qu'elles ont un projet dans plusieurs Etats membres. Elle est un atout pour développer une activité européenne. Lors de la fusion transfrontalière entre Intercell et Vivalis, la transformation en SE a permis de donner une image paneuropéenne à l'entreprise, un atout particulièrement intéressant.

Le règlement SE permet également de transférer le siège au sein du territoire européen sans perte de la personnalité morale et sans nécessité de l'unanimité des actionnaires, une décision de l'assemblée générale extraordinaire étant suffisante. Réaliser une telle opération est beaucoup plus difficile, voire impossible pour une société anonyme, qui non seulement devra obtenir une décision unanime des actionnaires pour procéder à un transfert transfrontalier de son siège mais aussi pourra se heurter à l'impossibilité de s'immatriculer dans le pays d'accueil sans préalablement s'être radiée de France, ce qui reviendrait à lui faire perdre la personnalité morale. La société Schneider Electric, transformée en SE depuis le 19 juin 2014, a ainsi fait craindre une possible délocalisation de son siège social. Cependant, « *si une SE peut alors très facilement transférer son siège social dans un autre pays de l'Union européenne, elle ne le fait pas nécessairement*¹⁹ ». Néanmoins, au 1^{er} semestre 2012, deux SE françaises, Eurofins Scientific et Sword Group SE ont profité de cette forme sociale pour transférer leur siège au Luxembourg. Le transfert de siège peut également être en direction de la France, comme Pierre & Vacances ou Foncière LFPI l'ont fait en 2011. A ce jour, Valneva SE n'a pas profité de cette mobilité au sein de l'espace européen facilitée par la forme sociale européenne et maintient son siège social à Lyon.

Un autre atout de la SE consiste en une plus grande liberté statutaire que la société anonyme, notamment concernant la majorité requise pour l'adoption des décisions de l'assemblée. Ainsi, en assemblée générale, la majorité requise est calculée non pas en fonction des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés comme c'est le cas dans la SA, mais en fonction des « *voix exprimées* ». L'article 58 du règlement n° 2157/2001, et également

¹⁸ C. Cathiard, A. Lecourt, *Les structures européennes : principales caractéristiques et intérêts pour les entreprises*, Droit des sociétés, août-sept. 2011, p. 10

¹⁹ J.-M. Franceschi, in B. de Roulhac, *Les entreprises ont peu d'appétit pour le statut de société européenne*, L'AGEFI Quotidien – Edition de 7H, 19 déc. 2013

l'article 32 des statuts de Valneva précisent que les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote ou s'est abstenu ou a voté blanc ou nul. Une société cotée française verra dans l'application de cette disposition un avantage significatif pour faciliter la prise des décisions en assemblée générale puisque l'abstention ou le vote blanc ou nul n'équivaut pas à un vote de rejet de la résolution²⁰.

Ainsi, les équipes dirigeantes de Vivalis et Intercell ont opté pour une société européenne cotée à structure dualiste.

II- LA NAISSANCE D'UNE SOCIÉTÉ EUROPÉENNE COTÉE À STRUCTURE DUALISTE

La naissance de Valneva SE n'a été possible qu'en respectant un calendrier strict jalonné de nombreuses formalités à remplir dont certaines sont étudiées dans ce paragraphe. L'esprit fusionnel cher aux deux équipes dirigeantes a permis de franchir toutes les étapes requises pour la naissance d'une société européenne cotée à structure dualiste.

A- Un calendrier strict à respecter pour la création d'une société européenne cotée

Les dirigeants de Vivalis et d'Intercell devaient respecter de nombreux délais notamment pour la production de certains documents. Ainsi, l'article 20 §1 du règlement prévoit que les organes de direction et d'administration des sociétés doivent établir un projet commun de fusion et un rapport aux actionnaires qui doit expliquer et justifier de manière détaillée ses aspects juridiques et économiques. Le projet de traité de fusion « *Mont Blanc* » a été réalisé par un acte du 16 décembre 2012, modifié par un avenant du 18 janvier 2013. Ce projet de fusion a fait l'objet d'un avis publié dans le bulletin national en France et en Autriche et des autres formalités de publicité requises par ces droits nationaux un mois au moins avant l'assemblée générale de chaque société partie à la fusion²¹.

²⁰ C. Cathiard, *Regain d'intérêt pour la société européenne en France*, Fusions & Acquisitions, sept.-oct. 2012, p. 29-32

²¹ Le traité de fusion a été déposé au greffe du tribunal de commerce d'Angers (pour Vivalis) et sur la base électronique officielle des Cours de Justice autrichiennes (pour Intercell) le 25 janvier 2013. Un avis a été inséré dans des journaux d'annonces légales, le 25 janvier 2013 pour Intercell et le 28 janvier 2013 pour Vivalis, au bulletin des annonces légales obligatoires (BALO) le 28 janvier 2013, au bulletin officiel des annonces civiles et commerciales (BODACC) le 6 février 2013. Un avis a également été inséré en continu sur les sites internet de

S'agissant de sociétés cotées, l'information du public devait être également assurée par la publication d'un prospectus dont le contenu respectait les dispositions de la « *directive prospectus* » telles que transposées dans les Etats membres concernés, soit en France les règles définies par l'article 212-34 du règlement général de l'AMF et son instruction 2005-11 du 13 décembre 2005. L'information devait également respecter les normes équivalentes applicables en Autriche. Il fut ainsi mis à la disposition du public le 23 janvier 2013 en France un document de référence approuvé par l'AMF (document E 12-003) contenant des informations normées et très détaillées.

Pour chaque société, un commissaire à la fusion, Grant Thornton, a été nommé²² afin d'apprécier les modalités de la fusion et la valeur des apports en nature et des avantages particuliers. Il est intéressant de noter qu'en complément du commissaire à la fusion, un expert indépendant a été nommé le 19 décembre 2012 afin de déterminer si l'émission d'actions de préférence au bénéfice des actionnaires historiques d'Intercell était équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Vivalis.

La fusion était soumise à approbation par les actionnaires de Vivalis et d'Intercell et à l'obtention des autorisations réglementaires appropriées. En vertu de l'article 23 §1 du règlement, la décision de fusion transfrontalière donnant naissance à une SE est prise dans les mêmes conditions de quorum et de majorité qu'une simple fusion interne. C'est donc l'assemblée générale extraordinaire des deux sociétés qui statue sur la fusion²³. Pour une société anonyme, cela équivaut à obtenir un quorum sur première convocation d'un quart des actionnaires de la société, et une majorité des deux tiers des actionnaires présents ou représentés. Préalablement à ces assemblées générales, Vivalis et Intercell avaient reçu un engagement irrévocable de la part de leurs actionnaires principaux de voter en faveur des résolutions permettant la mise en œuvre de la fusion²⁴. Ainsi, les actionnaires d'Intercell ont,

Vivalis depuis le 30 janvier 2013 et sur le site d'Intercell depuis le 25 janvier 2013 et ce jusqu'à l'assemblée générale du 7 mars 2013.

²² Grant Thornton a été nommé en France, par une ordonnance du 18 décembre 2012 du président du tribunal de commerce d'Angers.

²³ Droit international des sociétés, M. Menjucq, Montchrestien, 3^e édition, La création de la SE par fusion transfrontalière, p. 226-229

²⁴ Vivalis avait reçu un engagement irrévocable de la part du Groupe Grimaud (51,47 % du capital de Vivalis) et d'autres actionnaires de Vivalis représentant 68,5% des droits de vote des actions en circulation de Vivalis de voter en faveur des résolutions permettant la mise en œuvre de la fusion.

par une assemblée générale du 27 février 2013, adopté le projet de fusion avec création de SE à 97,4% des voix exprimées, tout comme les actionnaires de Vivalis l'ont fait aussi le 7 mars 2013 à 99,12%. Lors de l'assemblée générale de Vivalis, les actionnaires ont approuvé le traité de fusion, le rapport du directoire comportant en annexe le document E enregistré auprès de l'AMF le 23 janvier 2013, mais aussi, la transformation en SE, le changement de dénomination sociale, le transfert de siège social à Lyon, ou encore, l'adoption de nouveaux statuts.

La disparition de la société absorbée posait également la question de la protection des créanciers. L'article 24§1 du règlement prévoit que le droit national sur les fusions des sociétés anonymes s'applique au droit des créanciers. Or, en France, selon l'article L. 236-14 du Code de commerce, les créanciers des sociétés qui fusionnent peuvent former opposition au projet de fusion dans le mois qui suit la publication du projet de fusion. Ainsi, le 7 mars 2013, le greffe du tribunal de commerce d'Angers a délivré un certificat de non-opposition des créanciers de Vivalis. En revanche, en droit autrichien, les créanciers disposent d'un mois à compter de l'assemblée générale pour demander des garanties. L'application cumulative des droits obligeait à être d'une rigueur extrême dans le respect du calendrier.

L'opération était également soumise à un double contrôle de légalité. Un contrôle de conformité de la procédure de fusion doit en effet être réalisé dans l'Etat membre de chaque entité qui fusionne. Ainsi, en amont de la réalisation de la fusion, un certificat de conformité attestant de l'accomplissement des actes et formalités préalables à la fusion a été délivré par le greffier du tribunal de commerce d'Angers à la société Vivalis le 3 avril 2013 et par la Cour de Vienne à la société Intercell le 12 avril 2013. Ensuite, un second contrôle de légalité de la réalisation de la fusion et de la constitution de la SE doit être effectué uniquement au niveau de la société absorbante. Il fut délivré à Vivalis par un notaire le 17 avril 2013²⁵.

A l'issue de ces nombreuses étapes et formalités nécessaires à la constitution d'une société européenne cotée par voie de fusion, Valneva SE a pu être immatriculée le 28 mai 2013 au registre du commerce et des sociétés lyonnais.

De la même manière, Intercell avait reçu un engagement irrévocable de son principal actionnaire, représentant environ 15% des droits de vote des actions en circulation d'Intercell, de voter en faveur des résolutions permettant la mise en œuvre de la fusion.

²⁵ BALO 17 mai 2013

B- Le choix d'une gouvernance dualiste

Certains auteurs²⁶ parlent de fusion « *entre égaux* » pour qualifier cette opération. Or, « *la fusion entre égaux n'existe pas en droit. Ce n'est qu'un concept marketing, un discours de dirigeant. Aucune société n'a envie de dire qu'elle est absorbée. Alors, pour mieux convaincre les actionnaires, elle dit qu'elle a réalisé une fusion entre égaux avec un concurrent*²⁷ ». Elle ne serait donc qu'une illusion. Cependant, force est de constater que lors de la structuration juridique de cette fusion, tout a été pensé pour assurer une égalité entre les deux sociétés, avec une double-cotation des actions en France et en Autriche, la création d'une société européenne²⁸ et la composition de la gouvernance de Valneva. De plus, nous le verrons dans notre seconde partie, le poids des actionnaires historiques d'Intercell et de Vivalis dans Valneva est relativement similaire, s'élevant à 45% et 55% respectivement, à l'issue de la fusion, mais pouvant, en cas de succès du Pseudomonas, ressortir en 2016 à 54,8% et 45,2% respectivement²⁹.

L'utilisation de la SE, lors de cette fusion, a ainsi permis de partiellement gommer l'aspect psychologique d'une prise de contrôle par un acteur étranger, loin d'être négligeable³⁰. En effet, lorsque deux groupes se rapprochent, la question de savoir quelle nationalité donner à la structure issue de la fusion se pose. Même si la SE est toujours immatriculée dans un Etat membre, adopter cette forme sociale neutralise la nationalité de chacun des partenaires puisque la société n'adopte pas la nationalité de l'Etat dans lequel elle a son siège statutaire. De même, le choix de Lyon comme siège social s'est fait dans un souci de neutralité, le siège social de Vivalis étant préalablement situé en Anjou.

La structure de gouvernance de la SE offre la possibilité, quel que soit l'Etat membre d'immatriculation, de recourir à une forme de direction moniste, avec conseil d'administration,

²⁶ Notamment C. Cathiard, *Fusion transfrontalière avec création de S.E. : l'exemple de Valneva SE*, Fusions & Acquisitions magazine, sept.-oct. 2013, p. 46-51

²⁷ H. Segain, in L. Boisseau, *La fusion entre égaux est souvent une illusion*, Les Echos, 23 mars 2015

²⁸ Les avocats travaillant sur cette fusion ont adopté « *une approche marketing* » en procédant à la création d'une SE et à la double-cotation des titres (entretien téléphonique du 2 juin 2015 avec Maîtres Sibylle Renard-Payen et Guillemette Burgala, avocates chez Freshfields Bruckhaus Deringer, conseil corporate d'Intercell lors de cette fusion).

²⁹ Rapport du commissaire français à la fusion sur la rémunération des apports, Grant Thornton, 22 janv. 2013

³⁰ J.-M. Franceschi, in B. de Roulhac, *Les entreprises ont peu d'appétit pour le statut de société européenne*, L'AGEFI Quotidien – Edition de 7H, 19 déc. 2013

ou dualiste, avec directoire et conseil de surveillance. Valneva a choisi le mode de gouvernance dualiste³¹ permettant ainsi de positionner dans ces deux organes les anciens dirigeants des deux sociétés ayant fusionné. Les nouveaux mariés aspirant à être placés sur un pied d'égalité, l'assemblée générale de Vivalis du 7 mai 2013 a décidé de la composition du conseil de surveillance avec trois membres, dont le président, nommés par Vivalis, trois par InterCell et un par le Fonds Stratégique d'Investissement³². De même, dans le cadre de la fusion, le conseil de surveillance a nommé trois personnes pour former le directoire de Valneva : l'ancien directeur général d'InterCell, Thomas Lingelbach, l'ancien directeur général et président du directoire de Vivalis, Franck Grimaud et l'ancien directeur financier et membre du directoire d'InterCell, Reinhard Kandra. A fin mai 2015, cette répartition entre les sept membres du conseil de surveillance et les trois membres du directoire est toujours respectée.

Cet esprit fusionnel se retrouve dans la devise de Valneva « *Unir nos forces pour créer un leader européen de la biotechnologie dans le domaine des vaccins*³³ », et surtout dans le fait que les directoires des deux sociétés ont cherché à s'assurer, lors de la préparation de l'opération, que les termes et conditions proposés à leurs actionnaires respectifs soient équilibrés.

TITRE 2 : LE RESPECT DES DROITS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES DE LA SOCIETE ABSORBEE : LE DROIT DE RETRAIT

Le règlement SE reste donc silencieux sur certains aspects de la création d'une société européenne, notamment sur l'éventuel droit de retrait accordé aux minoritaires. Afin d'assurer le respect des droits politiques des actionnaires de la société absorbée et d'être en conformité avec la législation autrichienne, la prise en compte des droits accordés aux minoritaires par la législation autrichienne était essentielle puisque la fusion-absorption a pour conséquence la disparition de la société absorbée. En effet, cette dernière accorde une protection aux actionnaires minoritaires non prévue par le droit français. Ce problème était d'autant plus

³¹ Vivalis SA et InterCell AG avaient également un mode de gouvernance dualiste.

³² Le FSI est rentré au capital de Valneva lors de l'augmentation de capital de juin 2013, augmentation prévue dans le cadre de l'opération globale de fusion. Le FSI est depuis devenu Bpifrance Participations SA.

³³ Site internet de Valneva

important que le flottant d'Intercell AG était très large³⁴. Ainsi, la fusion était réalisée sous condition suspensive de l'exercice de ce droit de retrait par un nombre d'actionnaires d'Intercell détenant moins de 7,5% du capital social de cette société.

I- DES REGLES NATIONALES DE PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES DIVERGENTES

L'article 24§2 du règlement SE prévoit une option pour les Etats membres : « *Un Etat membre peut adopter, en ce qui concerne les sociétés qui fusionnent et qui relèvent de son droit, des dispositions destinées à assurer une protection appropriée aux actionnaires minoritaires qui se sont prononcés contre la fusion.* » Le règlement laisse donc le soin aux Etats membres d'adopter des dispositions spécifiques concernant la protection des membres minoritaires d'une société qui se sont prononcés contre la fusion transfrontalière. L'Autriche et la France ont choisi des approches différentes.

A- La protection des actionnaires minoritaires, une option levée ou non par les Etats membres

Le législateur autrichien comme le législateur allemand a prévu la nécessité de proposer aux minoritaires la possibilité d'exiger une contrepartie financière en espèce, en lieu et place d'actions de la société absorbante et leur reconnaît le droit de challenger le ratio d'échange. Cette protection maximale est rare au sein des États membres³⁵. Par exemple, le Royaume-Uni ne prévoit pas de protection des actionnaires minoritaires en cas de transfert de siège ou de fusion transfrontalière.

Le législateur français s'est pour sa part quelque peu désintéressé du sort des minoritaires et n'a pas choisi de lever cette option du règlement SE. Il s'agit d'une mesure favorable à la fusion puisque le rachat des actions des minoritaires est évité, diminuant ainsi le

³⁴ Au 14 décembre 2012, le flottant représentait environ 84,3% de la totalité du capital social d'Intercell, selon le rapport du directoire à l'assemblée générale mixte des actionnaires de Vivalis du 4 mars 2013.

³⁵ N. Lenoir, P.-P. Bruneau et M. Menjucq, *Les enjeux de la localisation de la SE dans l'espace européen*, Droit & Patrimoine, n° 163, oct. 2007.

coût de l'opération. Néanmoins, cela empêche les actionnaires majoritaires de profiter de la fusion pour faire sortir des actionnaires minoritaires encombrants.³⁶

Le législateur n'a pas jugé nécessaire de prévoir une quelconque disposition ou obligation spécifique pour protéger les actionnaires minoritaires d'une société non cotée. S'agissant des actionnaires d'une société cotée appelée à être absorbée, il a choisi de déléguer à l'Autorité des marchés financiers ses pouvoirs³⁷. Cette dernière peut, en s'appuyant sur les dispositions de son règlement général, notamment l'article 236-6, décider, le cas échéant, la mise en œuvre d'une offre publique de retrait (OPR) préalable à la fusion. Pour cela, il faut que la situation de la société française permette d'appréhender un actionnaire de référence qui serait le débiteur de l'obligation de déposer une telle offre. L'AMF apprécie les conséquences de l'opération au regard des droits et des intérêts des minoritaires.

B- Un possible retrait des actionnaires minoritaires dans les sociétés cotées laissé à l'appréciation de l'AMF

A titre d'exemple, lors du dépôt en février 2007 par Allianz d'un projet d'offre simplifiée sur les titres de sa filiale AGF, la note d'information indiquait qu'au cas où Allianz recueillerait 95% du capital et des droits de vote - ce qui lui permettrait de pratiquer un retrait obligatoire - elle procéderait à une fusion. Or, la parité serait moins favorable aux minoritaires car calculée selon les termes comptables allemands. Les conditions d'échange des actions peuvent en effet être défavorables aux minoritaires³⁸. Ainsi, 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. En pratique, cela signifiait qu'Allianz serait tenue de mettre en œuvre une offre publique de retrait en préalable à la fusion, OPR dont la conformité serait bien entendu appréciée au regard de la méthode d'évaluation

³⁶ Droit international des sociétés, M.Menjuq, Montchrestien, 3^e édition, §209 Inexistence d'un droit de retrait des minoritaires, p. 229

³⁷ Art. L.433-4, I, 3^o C. mon. fin.

³⁸ B. de la Bastide, *Les risques nés de la présence de minoritaires dans les opérations de restructuration*, LPA 20 nov. 1996, n^o 140, p. 6.

multicritères incluant au premier chef les modalités de l'offre précédente. Ainsi les minoritaires se trouvaient protégés d'une fusion « *au rabais* »³⁹.

Au contraire, en mai 2009, dans le cas de l'opération de fusion transfrontalière entre Italcementi et sa filiale détenue à plus de 80% Ciments français, l'AMF a décidé que la mise en œuvre d'une OPR au sens de l'article 236-6 de son règlement général visant les actions Ciments Français ne serait pas requise⁴⁰. Pour cela, l'Autorité a procédé à une analyse approfondie des conséquences de la fusion envisagée sur la situation des droits et intérêts des actionnaires minoritaires de Ciments Français, en examinant notamment les caractéristiques des titres remis en échange et des actions d'épargne privées de droit de vote au sein du capital d'Italcementi. L'AMF a donc porté un jugement de valeur sur un droit étranger afin de reconnaître ou non aux actionnaires français un droit de retrait. Malgré une des conditions suspensives à l'opération remplie par cette décision de l'AMF, ce projet de fusion fut abandonné fin juin 2009. Force est de constater que ces deux exemples d'appréciation par l'AMF de l'opportunité de prévoir une OPR concernaient une fusion entre sociétés avec des liens capitalistiques importants.

Ainsi, même si l'utilisation de l'offre publique de retrait 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 celles-ci peuvent porter atteinte 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.

C- Un droit de retrait des actionnaires minoritaires reconnu en France en cas de transfert du siège d'une SE

Le législateur français ne reconnaît de droit de retrait aux actionnaires minoritaires qu'en cas de transfert de siège de la SE. En effet, en vertu de l'article L. 229-2, alinéa 3 du Code de commerce, les actionnaires de la SE qui s'opposent au transfert peuvent obtenir le rachat de leurs actions. Cette possibilité de rachat prévue en cas d'opposition à l'opération a été adoptée en application de l'article 8 §5 du Règlement SE, qui autorise le législateur à « *assurer une*

³⁹ M. Menjucq, *Les nouveaux outils de la mobilité des entreprises en Europe : Fusions transfrontalières, SE, SPE* - Colloque du 2 juin 2008 – Chambre de commerce et d'industrie de Paris, RLDA 2009

⁴⁰ Décision Ciments Français / AMF 209C0678 du 15 mai 2009

protection appropriée aux actionnaires minoritaires qui se sont prononcés contre le transfert » lors de l'assemblée.

Cependant, cette différence de traitement instituée par le législateur français entre le transfert de siège et la fusion transfrontalière est difficilement explicable puisque ces opérations ont des effets similaires avec un changement de lois nationales applicables ainsi que de la localisation du siège de la société. En effet, dans une fusion constitutive de SE, la société absorbée disparaissant, le siège de la nouvelle entreprise à laquelle adhèrent les actionnaires minoritaires de l'absorbée par échange d'actions est localisé dans l'Etat membre de la société absorbante. Si, juridiquement, il n'y a pas de transfert de siège, dans les faits, la situation est semblable. Cette différence de traitement pourrait s'expliquer par le fait que les fusions sont perçues par le législateur français comme bénéfiques, contrairement au transfert de siège social, considéré avec suspicion.⁴¹

Bien que les procédures de protection des minoritaires ne soient pas connues du droit français, leur application lors d'une fusion transfrontalière est permise à la condition que les associés de la société ignorant la procédure approuvent lors de l'assemblée générale par une résolution spéciale leur mise en œuvre, ce qui fut le cas lors de l'assemblée générale mixte de Vivalis du 7 mars 2013.

II- UNE FUSION CONDITIONNEE AU DROIT DE RETRAIT DES ACTIONNAIRES AUTRICHIENS

La société absorbée, étant autrichienne, les actionnaires minoritaires devaient bénéficier de ce droit de retrait et de ce droit de challenger la parité d'échange.

A- Les conditions d'exercice du droit de retrait

La disparition de la société absorbée Intercell AG entraîne des conséquences sur le droit des minoritaires. Ainsi, lors de l'assemblée générale extraordinaire (AGE) des actionnaires d'Intercell en date du 27 février 2013, les actionnaires qui votaient contre la fusion disposaient d'un droit de retrait assorti d'une compensation financière en échange de leurs actions Intercell.

⁴¹ N. Lenoir, P.-P. Bruneau et M. Menjucq, *Les enjeux de la localisation de la SE dans l'espace européen*, in *Droit & Patrimoine*, n° 163, oct. 2007.

Une telle opposition à la résolution relative à l'approbation de la fusion devait être notée dans le procès-verbal de l'assemblée. Le montant net de la compensation financière s'élevait à 1,69 euros pour chaque action d'Intercell et correspondait au cours de bourse moyen pondéré des volumes d'Intercell sur la bourse de Vienne le mois précédant la signature du traité de fusion. L'adéquation de la compensation financière offerte aux actionnaires souhaitant exercer leur droit de retrait a été appréciée par le commissaire à la fusion autrichien dans le cadre de sa mission.

B- La limite à la compensation financière

Cette compensation financière n'était cependant pas illimitée. Elle était plafonnée pour éviter que l'exercice de ce droit ne rende la fusion trop onéreuse. En effet, si le nombre d'actions d'Intercell détenues par les actionnaires exerçant leur droit de retrait représentait plus de 4.138.000 actions Intercell, soit plus de 7,5% du capital social d'Intercell à la date du document E⁴², la fusion ne serait pas réalisée. Ainsi, le droit de retrait des minoritaires autrichiens était une condition suspensive de la fusion. De même, le droit à la compensation financière était subordonné à l'enregistrement de la fusion. Certains auteurs⁴³ s'interrogent sur la pertinence d'une telle disposition dans les sociétés cotées où les actionnaires sont libres de vendre à tout moment leurs actions sur le marché.

Ce droit qui, en théorie, aurait pu être source de blocage de la fusion puisqu'il fait peser sur les entreprises un risque important de devoir dégager des liquidités et ce, postérieurement à la décision de l'assemblée générale, fut, en pratique, peu exercé par les actionnaires d'Intercell. En effet, lors de l'AGE des actionnaires d'Intercell, 97,4% des voix exprimées ont approuvé le projet de fusion avec Vivalis SA et décidé ainsi que la société absorbée sera dissoute de plein droit à compter de la réalisation définitive de la fusion. Lors de la fusion précitée entre la société absorbée danoise Topotarget et la société absorbante française Bioalliance Pharma, les actionnaires de l'absorbée disposaient également d'un droit de retrait avec compensation financière⁴⁴. De même, l'exercice de ce droit était une condition suspensive de cette fusion qui a donné naissance à Onxeo⁴⁵. Cependant, l'option de la directive de 2005 sur les fusions

⁴² Document E 12-003, AMF, 23 janvier 2013, p. 37

⁴³ Notamment C. Cathiard, *Avec ou sans création de SE, les fusions transfrontalières de sociétés cotées se multiplient*, Option Finance, n° 1290, 27 oct. 2014, p. 28-30

⁴⁴ Procès-verbal de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 30 juin 2014, Bioalliance Pharma

⁴⁵ Les actionnaires exerçant leur droit de retrait ne devaient pas représenter plus de 10% de la totalité du capital social en circulation de Topotarget à la date du traité de fusion.

transfrontalières de sociétés de capitaux levée par le Danemark n'a été exercée par aucun des 8.000 actionnaires de Topotarget⁴⁶.

C- Le paiement de la compensation financière et le sort des actions allouées aux actionnaires retrayants

Suite à l'assemblée générale d'Intercell, l'approbation de Vivalis de la possibilité offerte aux actionnaires minoritaires d'Intercell était nécessaire. Cette procédure non prévue en droit français, comme toutes les résolutions relatives à la fusion, a été approuvée à 99,12% des voix exprimées lors de l'assemblée générale des actionnaires de Vivalis SA du 7 mars 2013. La cinquième résolution sur laquelle l'assemblée générale mixte était appelée à voter⁴⁷ autorisait ainsi le principe du droit de retrait, le montant de la compensation financière et l'existence de la condition suspensive à la réalisation de la fusion susmentionnée. En outre, cette résolution prévoyait le sort des actions ordinaires et de préférence auxquelles ces actionnaires d'Intercell AG auraient eu droit. Ces actions seraient remises à un séquestre puis rachetées par la Société Valneva SE, conformément aux dispositions de l'article L. 225-209 du Code de commerce. L'assemblée générale déléguait tout pouvoir au directoire pour la réduction du capital social par l'annulation de ces actions auto-détenues.

Le paiement de la compensation financière accordée aux actionnaires retrayants était effectué par Valneva et garanti par une garantie bancaire inconditionnelle et à première demande émise par une banque de réputation internationale au profit du séquestre⁴⁸. Les actionnaires d'Intercell ayant exercé leur droit de retrait étaient également en droit de demander au tribunal de commerce de Vienne de réviser judiciairement le montant de la compensation financière. De manière plus générale, tous les actionnaires d'Intercell disposaient également d'un droit de recours devant le tribunal de commerce de Vienne afin de demander la révision de la parité d'échange prévue dans le traité de fusion⁴⁹. Ces droits de révision du rapport d'échange et du montant de la compensation financière ont été reconnus par les actionnaires de Vivalis, afin d'être en conformité avec la loi autrichienne relative au statut de la SE et l'article 25.3 du règlement SE.

⁴⁶ C. Cathiard, *Avec ou sans création de SE, les fusions transfrontalières de sociétés cotées se multiplient*, Option Finance, n° 1290, 27 oct. 2014, p. 28-30

⁴⁷ Texte des résolutions, AGM mixte du 7 mars 2013, Vivalis, 5^{ème} résolution et s.

⁴⁸ Rapport du directoire à l'AGM mixte du 7 mars 2013, Vivalis, §10

⁴⁹ Rapport du directoire à l'AGM mixte du 7 mars 2013, Vivalis, §11

Ainsi, la prise en compte du droit autrichien, et de ses particularités au regard de la législation française concernant le respect des droits des actionnaires minoritaires n'a pas été source de blocage. Cependant, afin que l'équilibre des droits politiques des actionnaires soit effectif, la structuration juridique de la fusion devait également prendre en compte les particularités du droit français, notamment celles concernant les droits de vote conférés aux actionnaires.

TITRE 3 : L'EQUILIBRE DES DROITS DE VOTE ENTRE LES ACTIONNAIRES

Le caractère transfrontalier de la fusion a été un obstacle à surmonter pour permettre l'équilibre des droits de vote des actionnaires. En effet, la législation autrichienne ne connaît pas le droit de vote double, alors que cette possibilité offerte par le droit français était accordée aux actionnaires de Vivalis. Afin de ne pas rompre l'égalité entre les actionnaires des sociétés absorbée et absorbante, il a été choisi de supprimer les droits de vote double, puis de les réintroduire. Les statuts prévoient également une clause de plafonnement des droits de vote pour limiter l'influence de la famille Grimaud sur les décisions de Valneva.

I- LE SORT DU DROIT DE VOTE DOUBLE

A- Le droit de vote double en France

En vertu de la législation française, les statuts de Vivalis prévoyaient des actions à droit de vote double⁵⁰. Néanmoins, le principe général en droit français formalisé à l'article L. 225-122 du Code de commerce est que *« le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins »*. L'expression *« au moins »* permet aux sociétés d'accorder,

⁵⁰ L'article 14 des statuts de Vivalis stipulait qu' *« un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité du capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire. Ce droit est conféré également dès leur émission en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie déjà de ce droit. »*

à condition que certaines exigences soient satisfaites, un droit de vote double pour leurs actions. En vertu de l'article L. 225-123 du Code de commerce, les actions doivent être entièrement libérées et détenues au nominatif depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire. Le recours à l'adverbe « *au moins* » dans la loi permet de prévoir dans les statuts une durée supérieure à deux ans⁵¹. Le délai de deux ans ne s'applique qu'à la forme nominative des actions, et non à leur libération intégrale⁵². Le droit de vote double a un caractère précaire. Par exemple, si les actions passent au porteur, ce droit cesse automatiquement⁵³.

Avant la loi du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, dite loi Florange, l'attribution de droits de vote double dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé n'était pas automatique. Depuis cette loi, le droit de vote double s'applique immédiatement sauf clause contraire des statuts adoptés postérieurement à la promulgation de la loi. De plus, ces droits de vote ne peuvent plus être réservés qu'aux Européens. L'ancien alinéa 3 de l'article L. 225-13 du Code de commerce permettait, en effet, de réserver le droit de vote double aux actionnaires de nationalité française et aux ressortissants d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen. Néanmoins, ni Vivalis, ni Valneva SE n'avaient décidé de conserver cette possibilité légale de limiter les droits de vote double aux actionnaires français ou européens.

Conformément aux dispositions de l'alinéa 2 de l'article L. 225-123 du Code de commerce, les statuts de Valneva SE prévoient que le droit de vote double est conféré, dès leur émission, aux actions ordinaires nominatives attribuées gratuitement aux actionnaires en raison d'actions ordinaires anciennes qui bénéficient déjà de ce droit, lors d'une augmentation du capital social par incorporation des réserves, bénéfices ou primes d'émission. En revanche, les autres modalités d'augmentation du capital social n'entrent pas dans les prévisions du législateur et ne sauraient donc entraîner la création d'actions à vote double⁵⁴. Ainsi, si les actions de préférence sont converties en actions ordinaires, ces dernières ne bénéficieront pas d'un droit de vote double immédiat lors de la conversion.

⁵¹ Rép.Min. n° 5482, JOAN 5 déc. 1973, in Répertoire droit des sociétés, Action, Jean-François ARTZ, Dalloz, n° 244

⁵² Mémento Lefebvre Sociétés commerciales 2015, n° 47721 et s.

⁵³ Art. L. 225-124, al. 1, C.Com

⁵⁴ Répertoire droit des sociétés, Action, J.-F. Artz, n° 244, juin 2002, Dalloz, section 6 – Actions à vote double et à vote plural, n° 245

L'alinéa 2 de l'article L. 225-124 du Code de commerce prévoit que la fusion est sans effet sur le droit de vote double qui peut être exercé au sein de la ou des sociétés bénéficiaires, si celles-ci en bénéficient. Cette disposition vise à protéger les actionnaires de la société absorbée qui possèdent des actions disposant du droit de vote double et leur permet d'exercer leur droit immédiatement au sein de la société absorbante.

Cependant, que se passe-t-il dans le cas où seulement une des sociétés, l'absorbante, prévoit un droit de vote double ? Les actionnaires de la société absorbée qui remplissent les conditions fixées dans les statuts de la société absorbante ne pourront pas automatiquement bénéficier d'un droit de vote double immédiatement après la réalisation de la fusion. Pour bénéficier de ce droit de vote double immédiat, une résolution instituant un droit de vote double dans la société absorbée devra être votée lors de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de cette société appelée à statuer sur la fusion. A défaut, ils devront attendre l'expiration du délai de détention des titres prévu par les statuts de la société absorbante. Cette résolution ne pouvait pas être adoptée par l'assemblée générale des actionnaires d'Intercell AG, le droit autrichien ne connaissant pas ce mécanisme.

B- La suppression, puis la réintroduction du droit de vote double

Les actionnaires d'Intercell ne pouvaient donc pas bénéficier d'un droit de vote double lors de leur entrée au capital de Valneva, ni faire valoir une antériorité de détention au nominatif de leurs actions depuis deux ans au moins. Par conséquent, au moment de la fusion, dans un souci d'égalité des actionnaires en matière de droit de vote⁵⁵, a donc été décidée la suppression du droit de vote double. Concomitamment à cette suppression, un nouveau dispositif de droit de vote double attaché à chaque action ordinaire a été institué. Il prévoit que l'acquisition des droits de vote double aura lieu après deux ans au moins d'inscription nominative au nom du même actionnaire à compter de la réalisation de la fusion⁵⁶. Ainsi, les actionnaires de Valneva, qui respectent les conditions susmentionnées peuvent disposer de droits de vote double à partir du 28 mai 2015. Selon la composition de l'actionnariat disponible sur le site internet de Valneva, seulement 29,19% des actions sont inscrites au nominatif au 12 mai 2015.

⁵⁵ Rapport du directoire à l'assemblée générale spéciale des actionnaires titulaires d'actions à droit de vote double du 7 mars 2013, Vivalis, p. 2

⁵⁶ L'article 13 des statuts de Valneva reprend la même formule mot pour mot que celle de l'ancien article 14 des statuts de Vivalis en précisant que le délai de deux ans court à compter de l'immatriculation de la société sous la forme de société européenne.

En pratique, cette suppression et réinsertion des droits de vote double a nécessité deux assemblées générales. Conformément à l'article 23 des statuts de Vivalis, les assemblées spéciales réunissent les titulaires d'actions d'une catégorie déterminée pour statuer sur une modification des droits des actions de cette catégorie.

Ainsi, une première assemblée, dite assemblée spéciale des actionnaires titulaires d'actions à vote double a décidé de la suppression du droit de vote double aux conditions de quorum et de majorité requises⁵⁷.

Ensuite, une seconde assemblée générale extraordinaire, puisqu'elle entraîne des modifications statutaires, a voté la suppression du droit de vote double actuellement existant sur les actions ordinaires de Vivalis et l'institution d'un nouveau droit de vote double attaché à chaque action ordinaire entièrement libérée pour laquelle il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins à compter de l'immatriculation de la Société sous la forme de société européenne, au nom du même actionnaire.

L'alinéa 2 de l'article L. 225-99 fixe la compétence des assemblées spéciales en disposant que : « *La décision d'une assemblée générale de modifier les droits relatifs à une catégorie d'actions n'est définitive qu'après approbation par l'assemblée spéciale des actionnaires de cette catégorie.* » De ce texte ressortent deux conditions pour justifier la réunion d'une assemblée spéciale. Il faut qu'il existe une catégorie d'actions jouissant de droits particuliers par rapport aux autres actions et que ces droits fassent l'objet d'une modification. Or, le législateur n'a pas donné de définition de la notion de « *catégorie* » d'actions. La doctrine majoritaire reconnaît que ce terme désigne l'ensemble des titres jouissant des mêmes droits et source d'obligations similaires pour leurs titulaires⁵⁸. Des actions forment une catégorie lorsqu'elles ont des éléments distinctifs par rapport aux autres, éléments qui peuvent être modifiés. Bien que toutes les actions aient vocation au droit de vote double, seules certaines d'entre elles remplissent les conditions requises et en sont donc pourvues. Les actions à droit de vote double formeraient donc une catégorie distincte d'actions, et, ainsi, l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires ne pourrait supprimer le droit de vote double qu'avec l'autorisation d'une assemblée spéciale des titulaires de ce droit⁵⁹.

⁵⁷ Texte des résolutions de l'assemblée spéciale du 7 mars 2013

⁵⁸ Memento Lefebvre, Sociétés Commerciales 2015, n° 48720 et s.

⁵⁹ Memento Lefebvre, Sociétés Commerciales 2015, n° 47726 et n° 48730

Cependant, une assemblée spéciale des titulaires d'actions à droit de vote double n'est pas toujours réunie, parfois pour des raisons purement contingentes⁶⁰, mais aussi parce que certains auteurs considèrent que les actions à droit de vote double ne forment pas une catégorie d'actions. Le mécanisme d'attribution du droit de vote double ne serait pas une caractéristique de l'action puisque susceptible de profiter à toutes les actions nominatives et intransmissibles à titre onéreux⁶¹. En convoquant une assemblée spéciale des porteurs d'actions à droit de vote double, certain d'un vote positif de leur part, le directoire de Vivalis a adopté une attitude prudente au vu d'une doctrine partagée.

Cette mesure de suppression, puis de réintroduction d'un droit de vote double visait donc à placer les anciens actionnaires d'InterCell, après réalisation de la fusion, dans une égalité de situation avec les anciens actionnaires de Vivalis.

II- LE PLAFONNEMENT DES DROITS DE VOTE PENDANT CINQ ANS

La mise en place d'un plafonnement des droits de vote est une autre dérogation légale à la règle « *une action, une voix* » de l'article L. 225-122 du Code de commerce. Étudions la validité de cette clause statutaire, ainsi que les raisons de son insertion.

⁶⁰ C'est le cas lorsque les actionnaires majoritaires de la société sont titulaires de droit de vote double. Le vote de l'assemblée spéciale des porteurs d'actions à droits de vote double, préalable à celui de l'assemblée générale extraordinaire devient une simple formalité.

⁶¹ D. Martin, H. Le Nabasque, R. Mortier, C. Fallet et A. Pietrancosta, *Les actions de préférence* : Actes prat. Ing. Sociétaire 2012, dossier 6, n° 43 ; J.-P. Valuet et A. Lienhard, *Code des sociétés et des marchés financiers* : Dalloz, commentaire sous l'article L. 225-123 : « A notre sens, les actions ayant le droit de vote double, qui acquièrent et perdent cette faculté en fonction des acquisitions et des cessions de tout actionnaire sans discrimination, ne constituent pas une « catégorie d'actions » ».

A- L'insertion d'une clause statutaire de plafonnement des voix

Contrairement aux statuts de Vivalis⁶², ceux de Valneva prévoient un plafonnement des voix à 29,9% pour tout actionnaire titulaire d'actions ordinaires agissant seul ou de concert⁶³. Cette limitation, introduite par l'assemblée générale extraordinaire de Vivalis du 7 mars 2013, s'appliquera pendant cinq ans⁶⁴ à compter de la réalisation de la fusion, soit jusqu'au 28 mai 2018. Malgré le silence de l'article L. 225-125 du Code de commerce, elle peut être introduite dans les statuts au cours de la vie sociale par décision des actionnaires décidant en assemblée générale extraordinaire aux conditions de quorum et de majorité requises pour procéder à des modifications statutaires⁶⁵. Il est, en effet, admis que ce qui peut être inséré dans les statuts, sans autre précision, peut l'être non seulement à l'occasion de leur rédaction initiale mais aussi lors de leur modification éventuelle⁶⁶.

L'alinéa 1 de l'article L. 225-125 du Code de commerce autorise la limitation dans les statuts du nombre de voix dont peut disposer chaque actionnaire. Cette clause permet de limiter l'influence des gros porteurs d'actions aux assemblées. La loi n'imposant aucun chiffre, la clause limitative doit fixer le nombre maximal de voix dont jouissent les actionnaires. Les modalités pratiques de ce plafonnement sont donc multiples⁶⁷. Les statuts peuvent limiter les voix à un nombre déterminé ou à un pourcentage déterminé du nombre total des droits de vote, accorder aux actionnaires un nombre de voix proportionnellement décroissant ou encore n'appliquer ce plafonnement qu'à certaines assemblées ou résolutions. Les statuts de Valneva prévoient ainsi un pourcentage maximum de 29,9% de droits de vote applicable à toutes les assemblées générales.

⁶² Article 14 des statuts de Vivalis au 17/01/2013 (Droits et obligations attachés aux actions) :

« 4- Sauf dans les cas où la loi en dispose autrement, et sauf le droit de vote double prévu ci-après, chaque actionnaire a autant de droits de vote et exprime en assemblée autant de voix qu'il possède d'actions libérées des versements exigibles. A égalité de valeur nominale, chaque action de capital ou de jouissance donne droit à une voix. »

⁶³ Article 13.2.5 des statuts de Valneva au 25/02/2015 (Droits et obligations attachées aux actions) :

« Quel que soit le nombre d'Actions Ordinaires possédées par lui, directement ou indirectement, un actionnaire, agissant seul ou de concert, ne pourra exprimer, au titre des votes qu'il émet tant en son nom personnel que comme mandataire au cours d'une Assemblée Générale, plus de 29,9 % des voix attachées aux Actions Ordinaires émises et ayant droit de vote à la date de cette Assemblée Générale. »

⁶⁴ Ce délai de 5 ans est le fruit des négociations et n'a pas aucun lien avec la conversion des actions de préférence.

⁶⁵ Sur le débat portant sur la compétence de l'assemblée générale extraordinaire en cours de vie sociale pour introduire une clause de plafonnement des voix, voir : R. Kaddouch, *La clause de plafonnement des voix*, JCP E, n° 620, 2005, §9-10

⁶⁶ Memento Lefebvre Assemblées générales 2014-2015, n° 57480

⁶⁷ Jurisclasseur commercial, fasc. 1484 : SOCIETES ANONYMES – Droits des actionnaires, n° 30

La liberté statutaire est très importante mais est, cependant, soumise à une limite prévue également à l'alinéa 1 de l'article L. 225-125 du Code de commerce ; le plafonnement doit être imposé à toutes les actions sans distinction de catégories. Les actions de préférence jouissant d'avantages particuliers sont donc visées par ce texte. Cette disposition est également applicable si des actions de valeurs nominales différentes ont été créées par la société. Cependant, les actions de préférence émises par Valneva étant privées de droits de vote, elles ne sont donc certainement pas concernées par ce plafonnement.

Le Code de commerce a mis en place un plafonnement des droits de vote actionnaire par actionnaire. Au contraire, dans les statuts de Valneva, on les comptabilise par groupe s'ils agissent de concert. Malgré l'absence de référence à l'action de concert dans l'article L. 225-125, cette option est admise depuis une décision de la Commission des opérations de bourse de 1985⁶⁸. Cependant, cette faculté n'emporte pas l'adhésion⁶⁹. Ainsi, dans le cas où des actionnaires de Valneva agissent de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, il sera fait masse du nombre de voix dont ils disposent. Si le plafonnement vient à s'appliquer à un ou plusieurs actionnaires, les règles de quorum et de majorité seront déterminées à chaque assemblée générale en tenant compte du nombre de voix que peuvent valablement y exprimer le ou les actionnaires concernés.

L'article 13 des statuts de Valneva prévoit également que le calcul des voix pour déterminer s'il y a limitation des voix d'un actionnaire tient compte des votes « *qu'il émet tant en son nom personnel que comme mandataire* ». De même, les sociétés cotées au CAC 40 qui ont introduit une clause de limitation des droits de vote ont également étendu le plafonnement aux droits de vote exercés par un actionnaire en tant que représentant d'un autre actionnaire. Cependant, une jurisprudence ancienne refuse d'assimiler les suffrages émis par un actionnaire en son nom personnel et en qualité de mandataire⁷⁰. En effet, le mandat est régi par un principe de transparence : c'est le mandant qui est réputé avoir voté. Si on admet le cumul prévu dans

⁶⁸ Bull. COB mai 1985, p. 3

⁶⁹ Contra : Memento Lefebvre Assemblée générales 2014-2015, n° 57550 : « *doit à notre avis, être réputée non écrite, toute clause prévoyant, par exemple, que si des actions appartiennent à des personnes faisant partie d'un même groupe ou agissant de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, il sera fait masse de toutes ces actions, lesquelles seront, pour la limitation du nombre de voix, réputées appartenir à un seul actionnaire.* » ; F. Mansuy, Jurisclasseur Sociétés, fasc. 136-35 : ASSEMBLÉES D'ACTIONNAIRES – Règles communes à toutes les assemblées – Tenue de l'assemblée, n° 131 ; D. Schmidt, *Plafonnement du droit de vote et OPA*, RD bancaire et bourse 1994, p. 151

⁷⁰ CA Paris, 23 févr. 1957 : D. 1958, p. 135, note F. Goré, in R. Kaddouch, *La clause de plafonnement des voix*, JCP E, n° 620, 2005, §15

les statuts de Valneva, alors l'exercice du droit de vote du mandant serait subordonné au nombre d'actions détenues par son représentant. Le mandant serait ainsi privé de la faculté de se faire représenter par l'actionnaire de son choix, comme le permet l'article L. 225-106, I du Code de commerce. En outre, l'article L. 225-125 fait référence à l'actionnaire, et non au membre de l'assemblée. Or, un mandataire n'est que membre de l'assemblée.

Par conséquent, la limitation des voix ne pourrait concerner que celles émises par l'actionnaire au titre de ses propres actions⁷¹. Par suite, lorsqu'un actionnaire vote en son nom personnel et comme mandataire, il conviendrait d'ajouter au nombre maximal de voix dont il dispose à titre personnel le nombre maximal des voix de chaque actionnaire qu'il représente⁷². Ainsi, si le mandataire ne peut disposer, soit par lui-même, soit pour chacun de ses mandats, d'un nombre de voix dépassant le maximum prévu, il peut cependant, en cumulant les voix afférentes à des actionnaires différents, disposer d'un nombre de voix supérieur à ce maximum.

Constituant une dérogation au principe d'ordre public selon lequel le droit de vote attaché aux actions est obligatoirement proportionnel à la quotité du capital, l'article L. 225-125 du Code de commerce devrait donc être interprété strictement, et ainsi ne pas permettre ce cumul des voix exprimés par un actionnaire en son nom personnel et en tant que mandataire afin d'apprécier le plafonnement des droits de vote. Or, Valneva, ainsi que de nombreuses autres sociétés cotées, n'ont pas hésité à fixer dans leurs statuts un maximum de voix dont peut disposer un actionnaire tant par lui-même qu'en qualité de mandataire. L'ancien article L. 225-106 du Code de commerce disposait que « *tout actionnaire peut recevoir les pouvoirs émis par d'autres actionnaires en vue d'être représentés à une autre assemblée, sans autres limites que celles résultant des dispositions légales ou statutaires fixant le nombre maximal des voix dont peut disposer une même personne, tant en son nom personnel que comme mandataire* ». Par conséquent, ce texte autorisait implicitement les statuts à tenir compte des voix émises en qualité de mandataire. L'actuel article L. 225-106 issu de l'ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010 ne reprenant pas cette formulation, il est permis de s'interroger sur la valeur de ce cumul des voix introduit dans l'article 13 des statuts de Valneva. Cependant, nous constatons que ce cumul n'a jamais été remis en cause.

⁷¹ R. Kaddouch, *La clause de plafonnement des voix*, JCP E, n° 620, 2005, §15

⁷² En ce sens, notamment : Memento Lefebvre Assemblée générales 2014-2015, n° 57530 ; A. Couret, *Le plafonnement du droit de vote dans les sociétés anonymes*, Dr. et patrimoine févr. 1993 p. 50

B- La philosophie de ce plafonnement

Initialement conçue pour renforcer l'*affectio societatis* et « l'égalité arithmétique » entre les actionnaires, cette faculté offerte aux sociétés est davantage utilisée comme un moyen de défense anti-OPA⁷³. En effet, l'initiateur de l'offre ne pourra jamais exercer plus de voix que le maximum statutaire, quel que soit le nombre de titres acquis. La stipulation voit son efficacité renforcée par la possible prise en compte des actions détenues de concert par les actionnaires et par le contestable cumul des voix exercés par un actionnaire en son nom propre et en tant que mandataire. Ainsi, un actionnaire de Valneva ou un groupe d'actionnaires agissant de concert ne pourront jamais exprimer plus de 29,9% des voix en assemblée jusqu'au 28 mai 2018. Quand un actionnaire dépasse le seuil de 30% des titres du capital ou des droits de vote, la personne morale doit, à son initiative, en informer immédiatement l'AMF et déposer un projet d'offre publique d'achat (OPA) visant la totalité des titres de capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de cette société⁷⁴. Ainsi, si un actionnaire de Valneva agissant seul ou de concert venait à détenir directement ou indirectement 30% des droits de vote, effectivement ses voix en assemblée seraient plafonnées à 29,9%, mais il serait surtout soumis à l'obligation de déposer une OPA. Immédiatement après la fusion et avant l'augmentation de capital de 40 millions d'euros, 29,30% du capital de Valneva était détenu par le groupe familial Grimaud⁷⁵ (Groupe Grimaud La Corbière, Financière Grand Champ et autres famille Grimaud).

Par ailleurs, depuis la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006, les dispositions statutaires restreignant l'exercice du droit de vote peuvent être privées d'effet dans le cadre d'une offre publique. En effet, l'alinéa 2 de l'article L. 225-125 dispose que les effets de cette limitation prévue dans les statuts d'une société qui fait l'objet d'une offre publique et dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, sont suspendus lors de la première assemblée générale qui suit la clôture de l'offre lorsque l'auteur de l'offre, agissant seul ou de concert, vient à détenir une fraction du capital ou des droits de vote de la société visée par l'offre supérieure à une quotité fixée par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, au moins égale à celle requise pour modifier les statuts, et dans la limite des trois quarts. L'article 231-54 du règlement général de l'AMF a retenu le seuil de 66,66 %. Si l'auteur d'une offre

⁷³ R. Kaddouch, *La clause de plafonnement des voix*, JCP E, n° 620, 2005, §10 et s.

⁷⁴ Art. L. 433-3 CMF

⁷⁵ Tableau d'évolution de l'actionnariat de Valneva, rapport de l'expert indépendant, Bellot Mullenbach & Associés, 22 janvier 2013. Voir annexe 1 : organigramme simplifié de la répartition du capital de Valneva après Fusion

n'atteint pas ces seuils, il verra son poids en assemblée limité à 29,9% des voix, peu importe sa participation détenue dans le capital de Valneva.

La clause de plafonnement des droits de vote permet également de contrebalancer l'effet que produit l'attribution du droit de vote double au profit des actionnaires stables, en offrant une contrepartie aux actionnaires exclus du dispositif car détenant leurs titres au porteur ou pour une durée insuffisante pour se voir attribuer un tel droit⁷⁶. Ainsi, préalablement à l'adoption de la loi Florange, certaines sociétés du CAC 40, telles Danone, Lafarge, Pernod Ricard, Schneider Electric, Société Générale, ou encore Total avaient inscrit dans leurs statuts un droit de vote double tout en prévoyant le plafonnement des droits de vote pouvant être exercés par leurs actionnaires⁷⁷. Cette clause de plafonnement permet de prévenir le risque de prise de contrôle rampante⁷⁸. Ainsi, l'article 18§5 des statuts de Total prévoit un droit de vote double. Cet article 18 stipule également qu' « *en assemblée générale aucun actionnaire ne peut exprimer, par lui-même et par mandataire, au titre des droits de vote simple attachés aux actions qu'il détient directement ou indirectement et aux pouvoirs qui lui sont donnés, plus de 10% du nombre total des droits de vote attachés aux actions de la Société. S'il dispose des droits de vote double, cette limite pourra être dépassée sans cependant excéder 20%.* » Depuis la « loi Florange », le plafonnement des droits de vote peut donc constituer une alternative pour les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé à la suppression pure et simple du droit de vote double.

Valneva ne prévoit pas de plafonnement différent selon que le droit de vote exercé par l'actionnaire ou le groupe d'actionnaires soit simple ou double. Au 12 mai 2015, le Groupe Grimaud La Corbière, premier actionnaire de Valneva et actionnaire historique de Vivalis, détenait directement environ 16% du capital⁷⁹. A cette date, GSK, acquéreur des titres de Novartis, détenait seulement environ 5% du capital de Valneva. Depuis le 28 mai 2015, le Groupe Grimaud peut éventuellement disposer de droits de vote double qui, s'ils sont tous demandés lui feraient dépasser les seuils de 29,9% du plafonnement des voix et de 30% de

⁷⁶ S. Torck, *L'attribution automatique du droit de vote double*, Droit des sociétés n° 7, juill. 2014, dossier 7

⁷⁷ O. de Villemorin, A. Berdou, *Suppression du droit de vote double dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé*, Droit des sociétés n° 7, juill. 2014, form. 7

⁷⁸ D. Martin, K. Angel, *L'instauration d'un droit de vote double automatique. – Une ambition à la Pyrrhus ?*, JCP E, 1044, 2014

⁷⁹ Voir annexe 2 : tableau de répartition du capital de Valneva au 12 mai 2015. Ce pourcentage ne tient pas compte de sa participation indirecte au capital.

déclenchement d'une OPA. Il ne pourra donc prétendre à des droits de vote double sur l'intégralité de sa participation.

Dans notre cas particulier, la clause de plafonnement est le fruit de négociations entre les dirigeants d'Intercell et de Vivalis, afin de tenir compte de la différence structurelle de la composition de l'actionnariat des deux sociétés. En effet, immédiatement après la fusion, Novartis, l'actionnaire principal d'Intercell, détenait 6,8% du capital de Valneva, alors que, le groupe familial Grimaud, l'actionnaire principal de Vivalis, en possédait 29,30%⁸⁰. La philosophie de la mise en place de ce plafonnement n'était pas tant d'être une mesure anti-OPA, mais plutôt de limiter le nombre de voix exprimées par le groupe familial Grimaud et ainsi d'assurer un équilibre entre les actionnaires de Vivalis et d'Intercell.

La création d'une société européenne à gouvernance dualiste et la prise en compte des différences entre les droits autrichien et français, notamment concernant la protection des minoritaires et le droit de vote double ont permis de surmonter le caractère transfrontalier de la fusion et d'atteindre un équilibre des droits politiques des actionnaires. Restait à trouver une structuration juridique capable d'assurer un équilibre financier entre les actionnaires.

⁸⁰ Rapport de l'expert indépendant, Bellot Mullenbach & Associés, 22 janvier 2013. Ces pourcentages ne tiennent pas compte de l'augmentation de capital post fusion.

PARTIE 2 : UNE FUSION A PARITE VARIABLE, L'UTILISATION ORIGINALE D' ACTIONS DE PREFERENCE COMME COMPOSANTE DE LA REMUNERATION DE LA FUSION

Cette opération de fusion a été réellement innovante non pas parce que les sociétés parties à la fusion étaient cotées ou de nationalités différentes, mais plutôt par le fait que ces deux sociétés œuvraient dans le domaine des biotechnologies, ce qui posait le problème de l'évaluation et de la rémunération des apports (Titre 1). Cette difficulté a été surmontée par l'utilisation originale d'actions de préférence cotées comme composante de la rémunération de la fusion (Titre 2). Sous certaines conditions, ces actions seront convertibles en actions ordinaires ou, à défaut, rachetables par la société Valneva SE à l'issue d'un délai de sept ans à compter de la réalisation de l'opération. Ainsi, cette fusion est, en réalité, à parité variable sur le long terme (Titre 3).

TITRE I : L'EVALUATION INCERTAINE DE LA SOCIETE ABSORBEE

L'utilisation de méthodes d'évaluation classiques n'a pas permis de déterminer une valorisation définitive d'Intercell AG. Du fait de la filialisation des activités opérationnelles d'Intercell, les actifs apportés par Intercell étaient composés essentiellement de sa participation dans le capital d'Intercell Austria AG. Afin de valoriser ces titres, les actifs des filiales d'Intercell devaient être évalués. Or, les actifs d'Intercell Austria AG étaient principalement composés d'un vaccin en cours de développement, le Pseudomonas. Une parité d'échange fixe n'aurait pas permis de respecter l'équilibre des droits pécuniaires des actionnaires. Elle aurait lésé soit les actionnaires de la société absorbante, soit ceux de la société absorbée. Ainsi, les managements des deux sociétés ont opté pour une variabilité de la parité d'échange en fonction de la réussite ou de l'échec de ce vaccin.

I- L'UTILISATION DE METHODES D'EVALUATION CLASSIQUES

A- L'importance de l'évaluation des sociétés participant à la fusion

L'évaluation de chacune des sociétés intéressées est faite dans la perspective de déterminer la parité d'échange dès lors que le prix proposé dans une fusion n'est autre qu'un rapport de valeur entre l'une et l'autre des sociétés. Les travaux de valorisation sont fondamentaux pour convaincre les actionnaires de part et d'autre du bien-fondé et de l'équilibre de l'opération. Aucun des deux groupes d'actionnaires ne doit se sentir lésé. Les émetteurs en France, par un document E enregistré à l'AMF, sont ainsi tenus de donner l'information nécessaire aux actionnaires sur la rémunération de la fusion et sur la démarche suivie quant à la détermination de cette parité d'échange afin de leur permettre de choisir ou non l'approbation de l'opération par leur vote en assemblée générale⁸¹. La fusion entraînant la disparition de la société absorbée et, donc de ses titres, ses actionnaires vont recevoir des titres de la société absorbante. La question est alors de définir combien de titres de la société absorbante devront être remis aux anciens actionnaires de l'absorbée. La valorisation des sociétés participantes est le préalable nécessaire afin de déterminer ce rapport d'échange et vise à déterminer la valeur réelle de chacune des parties.

La fusion entre Vivalis SA et Intercell AG faisant intervenir des sociétés sans aucun lien capitalistique, les apports d'Intercell AG devaient être enregistrés à leur valeur réelle dans les comptes de Vivalis, et non à leur valeur comptable, en vertu du règlement n° 2004-01 du Comité de Règlementation Comptable. A la date du traité de fusion, le capital social d'Intercell était fixé à 55.183.961 euros, divisé par autant d'actions sans valeur nominale⁸² avec un montant notionnel d'1 euro chacune, tandis que celui de Vivalis s'élevait à 3.201.413,55 euros, divisé en 21.342.757 actions d'une valeur nominale de 0,15 euro chacune, entièrement libérées. Le nominal des actions n'est donc pas pertinent pour obtenir la parité d'échange. En revanche, le nombre d'actions composant le capital social permet d'obtenir la parité d'échange lorsque le poids des sociétés est déterminé.

⁸¹ G. Notté, *Opérations d'apports ou de fusion : mission du commissaire aux apports*, JCP E, 414, 2011 (AMF, position-recomm. n° 2011-11, 21 juill. 2011)

⁸² La valeur nominale a un sens uniquement comptable, c'est le capital figurant au bilan de la société divisé par le nombre d'actions émises par celle-ci.

Aucun texte de droit communautaire ne s'intéresse à la détermination de la parité d'échange, il n'y a donc pas d'harmonisation des méthodes de valorisation applicables aux sociétés participantes⁸³. De même, le législateur français n'a prévu aucune règle d'évaluation des sociétés parties à une fusion, notamment car « *les opérations de fusion étant complexes, il paraît difficile de fixer dans la loi des règles trop rigides et des méthodes uniformes d'évaluation qui seraient, dans certains cas difficiles à appliquer ou qui pourraient aller à l'encontre du but de protection recherché* »⁸⁴. Face à ce vide législatif, l'Autorité des marchés financiers préconise pour les sociétés faisant appel public à l'épargne d'utiliser plusieurs critères d'évaluation distincts et significatifs⁸⁵ et retient trois méthodes d'évaluation des sociétés : la valeur intrinsèque réévaluée, la rentabilité et le cours de bourse lorsque le marché de l'action est suffisamment large. Afin d'assurer une comparaison équitable, les méthodes employées doivent être identiques ou proches les unes des autres pour chacune des sociétés engagées dans la fusion. Le commissaire à la fusion émet ainsi un avis sur la pertinence des valeurs relatives attribuées aux sociétés participant à l'opération et sur le caractère équitable du rapport d'échange. Il détermine notamment, en fonction de l'analyse du contexte de l'opération, les approches d'évaluation qui lui paraissent pertinentes à partir de cette analyse multicritères, qu'il lui appartient de compléter si nécessaire.

B- L'utilisation d'une approche multicritères

Pour déterminer la valeur réelle des parties, une approche multicritères a donc été utilisée avec des méthodes de valorisation usuelles et appropriées à une fusion, tout en tenant compte des caractéristiques intrinsèques du secteur des biotechnologies. Ainsi, trois méthodes⁸⁶ ont été utilisées afin de valoriser les deux sociétés, comparer leurs valeurs respectives et déterminer une parité d'échange. En effet, celle-ci résulte de la valeur globale attribuée à chaque société, divisée par le nombre d'actions composant le capital de chacune d'elle. Ces critères retenus sont le cours de bourse, le cours cible des analystes et l'actualisation des flux de trésorerie futurs. La valeur réelle des apports effectués par Intercell, soit 135 millions d'euros, n'a pas été retenue, tout comme les méthodes se basant sur les comparaisons boursières et les transactions comparables.

⁸³ H. Le Nabasque, *Les fusions et les scissions transfrontalières*, Revue des sociétés 2013, p. 412

⁸⁴ E. Delesalle, *Fusions de sociétés : analyse comparée des méthodes de valorisation*, RF compt. juin 1991, p. 29

⁸⁵ Position-recommandation AMF n° 2011-11 du 21 juillet 2011 relative aux opérations d'apports ou de fusion

⁸⁶ Rapport du Commissaire à la fusion sur la rémunération des apports, Grant Thornton, 22 janv. 2013, p. 6

La méthode du cours de bourse moyen pondéré a permis de déterminer des parités d'échange en analysant l'historique des cours boursiers de Vivalis et d'Intercell sur différentes périodes d'un mois, trois mois, six mois et douze mois précédant l'annonce de la fusion, soit le 14 décembre 2012. Ce critère aboutissait à une parité d'échange comprise entre 0,23 et 0,33⁸⁷. Pour que l'analyse de la parité issue de la comparaison des cours de bourse soit pertinente, il faut bien entendu que les deux sociétés soient cotées et qu'elles bénéficient d'un flottant et d'une rotation suffisants. Vivalis et Intercell remplissaient effectivement ces conditions. En revanche, cette méthode était biaisée, en défaveur d'Intercell, par sa capitalisation boursière au 14 décembre 2012 proche de l'actif net comptable du fait de deux échecs subis par la société autrichienne dans le développement de vaccins en 2010 et 2011. En outre, la juste valeur des sociétés pharmaceutiques ou de biotechnologie ne serait pas nécessairement reflétée dans les cours de bourse⁸⁸. Ainsi, malgré la pertinence de l'utilisation de cette méthode, elle n'était pas parfaitement adaptée aux sociétés participantes.

La méthode du cours cible d'analystes se base sur les cours cibles de l'action Vivalis ou d'Intercell publiés par les analystes de recherche, comme Portzampac ou Kempen & Co depuis le 1^{er} janvier 2012. Selon les analystes, le cours cible de l'action Intercell variait de 1,90 euros à 7 euros, soit un écart de 268,4% entre le cours cible le plus haut et le cours cible le plus bas, alors que celui des titres de Vivalis était compris entre un minimum de 9 euros et un maximum de 13 euros, soit un écart de 44,4%. Ainsi, les parités induites par cette méthode étaient comprises dans une fourchette très large variant entre 0,21 et 0,54. Le commissaire à la fusion a choisi de ne se baser que sur les cours cibles des deux analystes⁸⁹ qui suivent simultanément les deux valeurs. En se limitant à ces deux analystes, la dispersion des cours était moins importante et permettait d'obtenir une parité d'échange située entre 0,30 et 0,47.

La méthode des flux de trésorerie futurs (dite méthode DCF⁹⁰) permet de déterminer la valeur d'entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles prévisionnels. La valeur des capitaux propres est obtenue en déduisant de la valeur d'entreprise la dette nette de la société. L'analyse DCF a été préparée sur la base des plans d'affaires de Vivalis et d'Intercell sur la période 2012-2022. Le plan d'affaires d'Intercell incluait les projections financières du

⁸⁷ Rapport du Directoire à l'assemblée générale mixte des actionnaires du 4 mars 2013, Vivalis

⁸⁸ Rapport du Commissaire à la fusion sur la rémunération des apports, Grant Thornton, 22 janvier 2013, p. 7

⁸⁹ Nomura et Kempen

⁹⁰ DCF : discounted cash flow

vaccin Pseudomonas, probabilisées à hauteur de 50%. Ainsi, la méthode DCF était très pertinente puisqu'elle permettait de prendre en compte la possibilité de succès du projet de vaccin en cours chez Intercell et d'en traduire les risques. Selon le rapport du directoire, cette analyse aboutissait à une parité entre 0,47 et 0,49. En utilisant des hypothèses d'actualisation légèrement différentes de celles du rapport du directoire, le commissaire à la fusion obtenait une parité issue du critère DCF comprise entre 0,36 et 0,41. Cette méthode permet de prendre en compte l'évolution des sociétés sur un horizon long, d'appréhender les risques auxquels elles sont soumises et de modéliser le succès des différents projets en développement.

Malgré la pertinence de la méthode DCF pour l'évaluation des sociétés participantes à la fusion, elle ne permettait pas de déterminer une parité fixe et équitable pour les actionnaires des deux entités.

II- UNE PARITE D'ECHANGE VARIABLE, CONSEQUENCE DE L'INCERTITUDE DU SUCCES DU VACCIN PSEUDOMONAS

L'activité de Vivalis ne posait pas de problème majeur en termes d'évaluation et de rémunération des apports, la structure et l'activité correspondant à un business model courant. En revanche, la société absorbée, Intercell, a été source de problématiques complexes à résoudre par les experts financiers et juridiques travaillant sur cette opération. En effet, la valorisation d'Intercell était susceptible d'être significativement influencée par la réussite ou non de l'un des projets de vaccins, le Pseudomonas.

A- Une réussite incertaine du vaccin contre le Pseudomonas

L'évaluation d'Intercell s'avérait donc plus incertaine. Cette dernière disposait, en effet, de son propre vaccin commercialisé⁹¹ mais aussi d'un vaccin en projet sur le Pseudomonas, qui était à l'heure de la fusion en phase II/III, c'est-à-dire en phase de développement clinique. Le Pseudomonas est un vaccin destiné notamment aux patients sous assistance respiratoire. Ces malades sont vaccinés après leur admission en unité de soins intensifs afin de lutter contre une infection potentiellement mortelle au Pseudomonas aeruginosa, bactérie constituant l'une des

⁹¹ Vaccin contre l'Encéphalite Japonaise (« JEV »), nom commercial IXIARO®/JESPECT®

principales causes d'infections nosocomiales⁹². Actuellement, il n'existe aucun vaccin contre le *Pseudomonas aeruginosa*. En 2015, Valneva estime que le vaccin pourrait potentiellement concerner jusqu'à un million de patients en unités de soins intensifs ou sous ventilation mécanique aux Etats-Unis et en Europe. Ce marché représenterait près d'un milliard de dollars par an⁹³.

La phase I du développement d'un vaccin consiste à tester la molécule à petite échelle sur les humains pour évaluer sa sécurité, sa tolérance, ses propriétés métaboliques et pharmacologiques. En phase II, les essais permettent d'évaluer la tolérance et l'efficacité sur plusieurs centaines de patients pour identifier les effets secondaires. Enfin, en phase III, est évalué le rapport bénéfice/risque global auprès de plusieurs milliers de patients. A l'issue de toutes ces étapes qui se déroulent sur plusieurs années, le vaccin peut espérer obtenir l'autorisation de mise sur le marché. La durée moyenne de développement d'un vaccin s'élève à 12 ans⁹⁴.

Ainsi, après une étude de phase II exploratoire où des taux de mortalité moins élevés ont été observés dans les groupes ayant reçu le vaccin par rapport au groupe témoin, en mars 2012, Valneva a lancé un essai d'efficacité pivot de phase II/III sur le vaccin expérimental contre le *Pseudomonas aeruginosa*. Au 1^{er} trimestre 2014, Valneva et son partenaire Novartis (remplacé par GSK en mars 2015) ont annoncé la poursuite de l'essai clinique de phase II/III. Les résultats préliminaires sont attendus fin 2015 / début 2016⁹⁵.

Le niveau d'activité attendu d'un traitement en cours de développement et n'ayant pas obtenu à ce jour d'autorisation de mise sur le marché est tributaire de multiples paramètres tels que l'estimation de la demande mondiale, la part de marché du traitement développé en collaboration ou seul, le prix de vente ainsi que des probabilités du traitement de passer avec succès chacune des phases propres à son développement jusqu'à l'obtention de l'autorisation de mise sur le marché.

A la veille de la fusion, le plan d'affaires d'Intercell retenait pour le *Pseudomonas* une probabilité de 50% d'obtenir l'autorisation de mise sur le marché. S'agissant d'un projet situé

⁹² Une infection nosocomiale est une infection acquise ou survenant au cours d'une hospitalisation pour d'autres pathologies. Sur les 2 millions d'infections nosocomiales aux Etats-Unis par an, 10% sont dues au *Pseudomonas aeruginosa*. La bactérie est la première cause de pneumonie sous ventilation assistée, la deuxième cause de pneumonie contractée à l'hôpital et la quatrième cause d'infections des blocs opératoires.

⁹³ Rapport trimestriel – 1^{er} trimestre 2015, Valneva SE, 12 mai 2015, p. 5

⁹⁴ Site internet de Sanofi Pasteur

⁹⁵ Site internet de Valneva

en phase II/III d'expérimentation clinique, l'expert indépendant retenait quant à lui un taux de probabilité de 45,4%, taux médian entre la borne basse de 41,4%⁹⁶ usuellement retenue et celle de 50% du plan d'affaires d'Intercell. Il était ainsi très difficile d'évaluer un tel actif du fait de l'incertitude même de sa mise sur le marché.

Les dirigeants des deux sociétés se trouvaient donc devant une alternative dont aucune branche n'apparaissait juste, donc satisfaisante. En effet, le choix primaire semblait devoir se résumer à soit décider de ne pas intégrer la potentialité du *Pseudomonas* dans la valorisation d'Intercell et léser les actionnaires d'Intercell en cas de succès du vaccin, soit l'intégrer et léser les actionnaires de Vivalis en cas d'échec. Un tel déséquilibre structurel apparaissait incompatible avec l'esprit fusionnel que les parties avaient décidé d'adopter.

B- Une parité d'échange variable

Les dirigeants des deux sociétés devaient s'assurer lors de la préparation de l'opération que les termes et conditions proposés à leurs actionnaires respectifs étaient équilibrés. Or, une parité d'échange fixe ne permettait pas d'atteindre cet équilibre puisqu'elle était synonyme de prendre une décision tranchée sur l'avenir du vaccin *Pseudomonas*.

Dès lors, il a été proposé un rapport d'échange de 0,325 action ordinaire Vivalis et 0,325 action de préférence Vivalis pour 1 action Intercell ou encore 13 actions ordinaires Vivalis et 13 actions de préférence Vivalis pour 40 actions Intercell. Les actionnaires d'Intercell ne possédant pas un multiple de 40 actions d'Intercell ont donc eu l'obligation d'acheter ou de céder les droits formants rompus. Cette parité de 0,325 n'est que faciale et est susceptible d'être portée à 0,48 en cas de conversion des actions de préférence en actions ordinaires⁹⁷. La valeur théorique du projet de vaccin se répartit entre les actions ordinaires et les actions de préférence avec une distribution asymétrique des 50% de la valeur résiduelle du vaccin *Pseudomonas* non inclus dans le plan d'affaires d'Intercell lors de la fusion.

Pour apprécier le caractère équitable du rapport d'échange de 0,325, le commissaire à la fusion s'est référé au poids relatif effectif tenant compte à la fois des actions ordinaires et des

⁹⁶ Rapport de l'expert indépendant, Bellot Mullenbach & Associés, 22 janvier 2013. Le taux de 41,4% repose sur les probabilités de transition entre les différentes phases de développement jusqu'à l'autorisation de mise sur le marché (source AFIC).

⁹⁷ En l'absence d'événements entraînant l'ajustement du ratio de conversion jusqu'à la réalisation de la condition

actions de préférence remises aux actionnaires d'Intercell. Il a ainsi dû déterminer la valeur de l'action de préférence en considérant notamment la probabilité d'obtenir l'autorisation de mise sur le marché du vaccin et la liquidité potentiellement plus limitée de ces titres que celle des actions ordinaires. Il a ainsi obtenu un poids relatif compris entre 0,94 et 1,02 qui s'inscrit au centre de la pesée relative issue du critère DCF, critère jugé le plus pertinent. Par conséquent, Grant Thornton a décidé que le rapport d'échange proposé était équitable.

Cependant, compte tenu de la complexité et du caractère innovant de cette fusion, en plus du commissaire à la fusion, il a été nommé un expert indépendant dont la mission fut de préparer un rapport au bénéfice des actionnaires existants de Vivalis sur le caractère équitable des termes et conditions des actions de préférence, en ce compris le rapport de conversion de ces actions de préférence en actions ordinaires de Valneva. L'expert indépendant a conclu que *« les termes et conditions des actions de préférence émises au bénéfice des actionnaires historiques d'Intercell présentent un caractère équitable pour les actionnaires historiques de Vivalis, dans la mesure où il existe à l'origine un décalage entre le poids économique et celui découlant du traité de fusion au profit des actionnaires historiques de Vivalis et qu'en cas de succès du Pseudomonas en 2016, la conversion des actions de préférence en actions ordinaires rétablit un rapport d'échange représentatif des poids économiques respectifs des actionnaires historiques des deux sociétés »*.

L'enjeu de l'établissement de la parité d'échange est finalement de ne léser aucun actionnaire. Les experts en charge de cette évaluation, ont pris en compte tous les scénarios possibles afin d'adapter leurs calculs, mais n'ont pu déterminer de manière satisfaisante une parité d'échange fixe. La variabilité de la parité d'échange s'est concrétisée par la création d'actions de préférence disposant de caractéristiques propres à s'adapter à l'avenir du vaccin Pseudomonas. Ainsi, toute l'innovation de cette opération a été d'adapter la situation juridique à la situation financière incertaine en émettant des actions de préférence.

TITRE 2 : L'UTILISATION D'ACTIONS DE PREFERENCE COMME SOLUTION A CETTE INCERTITUDE

Dans notre cas complexe, il a fallu réfléchir à un mécanisme de compensation qui pouvait s'adapter à la concrétisation ou non de la commercialisation du vaccin. En sachant qu'à l'heure actuelle, soit deux ans après la réalisation de la fusion, il est encore impossible de déterminer avec certitude si le vaccin sera un succès ou un échec. Afin de résoudre cette difficulté et de trouver une juste rémunération, il fut décidé d'inclure dans la rémunération de la fusion des actions de préférence convertibles. Cependant, ce choix n'a pas été évident, l'utilisation d'actions de préférence étant peu démocratisée au sein des sociétés cotées.

I- L'OPPORTUNITE DE L'UTILISATION D'ACTIONS DE PREFERENCE

A- Les actions de préférence en droit français

Les actions de préférence ont pour caractéristique de conférer un droit particulier à leurs détenteurs par rapport aux titulaires d'actions ordinaires. L'article L. 228-11 du Code de commerce est le fondement des actions de préférence et admet la création d'actions de préférence, « avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent ». Bien que siégeant dans un seul texte, les modalités de la préférence peuvent être diversifiées. Adoptant la règle selon laquelle tout ce qui n'est pas interdit est permis, le législateur s'en remet à l'imagination des émetteurs pour créer toutes sortes d'actions de préférence⁹⁸. La liberté n'est néanmoins pas totale car les règles habituellement rattachables à l'ordre public sociétaire, telle la prohibition des clauses léonines, ne sont pas écartées par une disposition particulière⁹⁹. Ce sont des actions qui peuvent donner droit à des avantages pécuniaires, comme un dividende majoré, ou politiques, comme un droit de contrôle spécifique. Il est difficile de recenser de manière exhaustive ces droits car ils peuvent se multiplier au gré de l'imagination des spécialistes de l'ingénierie financière. Cependant, selon le Professeur Viandier, « les actions de préférence ne sont pas nécessairement des actions ayant plus de droits, mais seulement des actions assorties de droits différents ; c'est l'altérité et non le

⁹⁸ V. Magnier, *Les actions de préférence : à qui profite la préférence ?*, Recueil Dalloz 2004, p. 2559

⁹⁹ Jurisclasseur Banque - Crédit - Bourse, fasc. 1803 : Actions de préférence, n° 15

privilège qui définit l'action de préférence »¹⁰⁰. Il est ainsi possible d'émettre des actions de « *dé-préférence* »¹⁰¹, c'est-à-dire comportant des droits moindres que les actions ordinaires.

Aux termes de l'article L. 228-12, le principe demeure que l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires est seule compétente pour décider l'émission d'actions de préférence avec possibilité de déléguer ce pouvoir au conseil d'administration ou au directoire, et ce au vu d'un rapport spécial des commissaires aux comptes. En effet, toute émission d'actions de préférence doit faire l'objet d'un rapport spécial du commissaire aux comptes, rapport qui peut être complété, le cas échéant, d'un rapport du commissaire aux avantages particuliers.

L'article L. 228-15 du Code de commerce indique expressément que la procédure des avantages particuliers, sauf en cas d'émission ultérieure d'actions de préférence de la même catégorie, n'est applicable que lorsque les actions de préférence sont émises au profit d'actionnaires identifiés, et non de bénéficiaires. Or, au moment de l'émission des actions de préférence, les actionnaires d'Intercell ne sont pas actionnaires de Vivalis. Ainsi, l'émission est faite au profit de tiers non actionnaires. Par une interprétation *a contrario* de l'article L. 228-15, il semblerait logique de ne pas appliquer la procédure des avantages particuliers. Toutefois, il ressort d'une réponse ministérielle¹⁰² que par actionnaires nommément désignés il faut entendre non seulement ceux qui sont déjà actionnaires mais également les futurs souscripteurs destinés à devenir actionnaires à l'occasion de l'augmentation de capital envisagée. La procédure des avantages particuliers devait donc s'appliquer.

L'article L. 228-15 exclut la possibilité d'obtenir la désignation d'un commissaire aux comptes ayant déjà réalisé toute mission au sein de la société depuis cinq ans¹⁰³. Nonobstant, dans le cadre d'une opération unique donnant lieu à l'attribution d'actions ordinaires et d'actions de préférence, le même commissaire aux apports peut se prononcer sur la valeur des apports et les avantages particuliers et sur les droits particuliers attachés aux actions de préférence¹⁰⁴. En l'espèce, un seul commissaire à la fusion, Grant Thornton a été nommé afin d'émettre un avis sur la rémunération des apports et sur les avantages particuliers.

¹⁰⁰ A. Viandier, *Les actions de préférence*, JCP E 1440, 2004, p. 1529, n° 10

¹⁰¹ S. Sylvestre, J. Passenard, *Les actions de préférence peuvent-elles conférer des droits inférieurs aux actions ordinaires ?*, RTD fin., n° 1, 2010, p. 70

¹⁰² Rép. min. Justice à la question n° 43987 d'A. Grosskost du 20 juill. 2004, JOAN Q 24 août 2004, p. 6685

¹⁰³ Rép. min. n° 13389 : JO Sénat Q, 23 déc. 2004, p. 2970 in Code des sociétés, Dalloz, com. 2, sous art. L. 228-15 C.Com

¹⁰⁴ Avis CNCC : Bull. CNCC sept. 2006, p. 512 ; BRDA 2007, n° 7 p. 5 in Code des sociétés, Dalloz, com. 2 bis, sous art. L. 228-15 C.Com

Introduites en droit français par l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004, en s'inspirant des « *preferred shares* » américaines, le but des actions de préférence était de diversifier les sources de financement des entreprises. Néanmoins, certaines difficultés d'interprétation, et donc de mise en œuvre, ont certainement privé les actions de préférence du succès que le législateur espérait. Quoiqu'ayant gagné en clarté et simplicité avec les ordonnances n° 2008-1145 du 6 novembre 2008 et n° 2014-863 du 31 juillet 2014, le régime est jugé imparfait, la loi raisonnant de manière elliptique sur certains points. Pour répondre aux nombreuses questions soulevées par la doctrine, comme les patriciens l'ont déjà fait pour la SAS, ils devront prendre le risque de créer des actions de préférence et, par conséquent, d'être mis à l'épreuve d'une juridiction¹⁰⁵.

L'absence de jurisprudence et les titres des articles de doctrine ou de certains rapports illustrent cette réticence à utiliser les actions de préférence : « *Rendre plus attractives les actions de préférence* », « *Peu d'appétence pour les actions de préférence ?* » et « *Les actions de préférence dans les sociétés cotées : de la déception à l'espoir*¹⁰⁶ », pour n'en citer que trois. Les actions de préférence ont rapidement démontré leur potentiel dans des opérations de capital-investissement, mais n'ont presque trouvé aucune utilité pratique dans les marchés financiers. A la date du 28 mars 2013¹⁰⁷, parmi les sociétés cotées sur Euronext, moins de dix ont émis des actions de préférence, notamment Naturex, Dexia, Agregator capital, Altamir Amboise et Europlasma. En outre, certaines sociétés cotées, telles Archos en 2005 ou Eurotunnel et Nortène en 2007, ont émis une action de préférence unique afin de conférer certains droits politiques à son titulaire¹⁰⁸. Cependant, ces émissions sont justifiées par des objectifs très spécifiques, loin de la pratique internationale des *preferred shares*.

Ainsi, l'utilisation d'actions de préférence en tant que rémunération de l'apport des biens de l'absorbée est très rare et n'existe pas dans les grandes sociétés cotées, notamment parce que l'existence de plusieurs catégories d'actions cotées n'est généralement pas appréciée

¹⁰⁵ B. Dondero, *Peu d'appétence pour les actions de préférence ?*, Bulletin Joly Sociétés, sept. 2014, n° 9, p. 481

¹⁰⁶ J.-C. Hanus et T. Allain, *Fonds propres des entreprises. Rendre plus attractives les actions de préférence* : Rapp. Chambre de commerce et d'industrie, Paris Ile-de-France, mars 2013 ; B. Dondero, *Peu d'appétence pour les actions de préférence ?*, Bulletin Joly Sociétés, 01 septembre 2014 n° 9, p. 481 ; C. Baret, G. Endreo, *Les actions de préférence dans les sociétés cotées : de la déception à l'espoir*, Actes prat. Ing. Sociétaire, nov.-déc. 2008

¹⁰⁷ J.-C. Hanus et T. Allain, *Fonds propres des entreprises. Rendre plus attractives les actions de préférence*, Rapp. Chambre de commerce et d'industrie, Paris Ile-de-France, mars 2013

¹⁰⁸ C. Baret, G. Endreo, *Les actions de préférence dans les sociétés cotées : de la déception à l'espoir*, Actes prat. Ing. Sociétaire, nov.-déc. 2008, n° 3

par les marchés. En effet, cela entraîne la création de deux marchés de titres moins liquides que s'ils ne formaient qu'un seul, agissant au détriment de la valeur qu'ils représentent. Ainsi, le rapport « *Rendre plus attractives les actions de préférence* » de la CCI parisienne de mars 2013 propose de recommander aux émetteurs d'assurer la liquidité de leurs actions de préférence.

De plus, l'article 13 de la loi de finances rectificative pour 2013 (loi n° 2013-1279) a mis un terme à la possibilité d'inscrire les actions de préférence sur un plan d'épargne en actions depuis le 1^{er} janvier 2014. En revanche, ces actions régulièrement inscrites avant cette date demeurent éligibles au régime de faveur.¹⁰⁹

Cependant, ces inconvénients sont à contrebalancer avec l'imagination laissée aux praticiens quant aux caractéristiques de ces actions, afin qu'elles s'adaptent au mieux à la situation en jeu. En outre, les avantages des actions de préférence découlent pour partie de l'obligation de prévoir les caractéristiques des actions de préférence dans les statuts, ce qui permet de d'assurer une publicité vis-à-vis des tiers et de rendre le droit des titulaires d'actions de préférence opposable à la société et aux dirigeants. Cette exigence a l'inconvénient de dévoiler les aspects financiers du montage dans les statuts ce qui n'est pas le cas d'un pacte d'associés qui n'a pas à être publié. Les actions de préférence offrent une protection légale à leurs porteurs, avec notamment un principe de protection générale lors d'opérations spécifiques telles des augmentations de capital.

B- Des alternatives aux actions de préférence ?

Afin de prendre en compte l'incertitude de la réussite du vaccin *Pseudomonas* dans la rémunération de la fusion, d'autres instruments n'auraient-ils pas pu être envisagés ?

En effet, les avocats intervenant sur cette opération ont dans un premier temps envisagé d'utiliser des actions à bons de souscription d'actions. Un bon de souscription d'action (BSA) est un titre négociable donnant droit de souscrire une action ou éventuellement des actions. Le BSA constitue un instrument financier, et plus précisément une valeur mobilière donnant accès au capital au sens de l'article L. 228-91 du Code de commerce. Ce bon peut être émis de manière autonome ou être attaché à une autre valeur mobilière principale, une action ou une obligation. Toutefois, les bons ne sont pas eux-mêmes des titres de capital. L'article L. 225-127 du Code

¹⁰⁹ Mémento Lefebvre Fiscal 2015, §26165 Titres éligibles au PEA – PEA « classique »

de commerce énonce clairement que les titres de capital se composent exclusivement des actions ordinaires et des actions de préférence.

Cependant, peut-on rémunérer un apport lors d'une fusion avec des titres donnant un accès différé et optionnel au capital ? En matière de fusion, un apport est rémunéré par des actions anciennes ou plus fréquemment par des actions nouvellement et immédiatement émises¹¹⁰. En vertu de l'alinéa 4 de l'article L. 236-1 du Code de commerce, pour qu'il y ait fusion et que l'opération puisse bénéficier de la neutralité fiscale, il faut que les associés de la société absorbée deviennent associés de la société absorbante et se voient attribuer des parts ou actions de cette société, une soulte en espèce ne dépassant pas 10% de la valeur nominale des droits sociaux attribués peut être toutefois versée. Néanmoins, l'article L. 236-26 du Code de commerce applicable aux fusions transfrontalières autorise une dérogation à l'article L. 236-1 du Code de commerce. En effet, lorsque la législation d'au moins un des Etats de l'Union européenne 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* ». Cet article a ainsi une vision plus extensive de l'élément de rémunération de la fusion puisqu'il fait non seulement référence aux parts et aux actions, mais aussi aux titres. Les droits nationaux en jeu lors d'une fusion peuvent avoir des significations différentes des « *titres* ». Cependant, les BSA, même attachés à une action, n'étant pas des titres sociaux, ils ne peuvent pas être utilisés comme élément de rémunération lors d'une fusion. De plus, l'exercice des BSA a un prix et n'est pas automatique, contrairement aux actions de préférence qui se convertiront automatiquement en actions ordinaires si certaines conditions sont réunies.

Ainsi, la rémunération des apports de la société absorbée lors d'une fusion doit être réalisée par l'attribution d'actions. Afin de respecter l'équilibre entre les actionnaires, une parité fixe n'était pas envisageable, et par là-même, une rémunération fondée uniquement sur une attribution d'actions ordinaires non plus. Cependant, aurait-on pu imaginer des actions reflats, à la place des actions de préférence convertibles ou rachetables utilisées ? Les actions dites reflats ou traçantes sont des titres de capital qui suivent les performances d'une activité particulière au sein d'un groupe. Ses droits financiers sont indexés sur les performances d'une branche d'activité bien déterminée. Ces actions sont inspirées des *tracking stocks* américaines, émises pour la première fois en 2004, à l'occasion de l'acquisition d'Electronic Data Systems

¹¹⁰ Avis du Comité juridique de l'ANSA du 2 juill. 2003, Dossier ANSA n° 3248

par General Motors. Les actionnaires cédants d'Electronic Data Systems avaient accepté d'être rémunérés en actions General Motors, à condition que ces dernières fussent indexées sur les résultats futurs de la société cédée¹¹¹. Ainsi, en sus des actions ordinaires de Vivalis, les actionnaires d'Intercell n'auraient-ils pas pu recevoir des actions reflètes de l'activité liée au Pseudomonas, c'est-à-dire traçantes de l'activité de la filiale autrichienne Intercell Austria AG ? Cependant, les actions traçantes issues uniquement de la pratique étaient des instruments trop complexes pour cette opération et moins encadrés que les actions de préférence convertibles. De plus, ces actions reflètes étaient contre l'esprit fusionnel de cette opération. L'émission de l'autorisation de mise sur le marché du vaccin contre le Pseudomonas révélerait la valeur conséquente de ce vaccin dont tous les actionnaires de Valneva profiteraient. L'utilisation d'actions traçantes ne paraissait donc pas une solution satisfaisante.

Malgré les incertitudes liées au régime des actions de préférence, ce mécanisme était le plus adapté à notre opération. C'est une illustration de la variété des actions de préférence et de leur caractère profondément instrumental afin de répondre aux besoins d'organisation, de restructuration et de financement des sociétés¹¹². Leur caractéristique principale pour la réussite de la fusion est leur éventuelle convertibilité en actions ordinaires sous réserve de l'autorisation de mise sur le marché du vaccin. Cet instrument va permettre à long terme de respecter l'équilibre cher aux dirigeants en contrebalançant le décalage entre le poids économique potentiel d'Intercell et celui découlant du projet de fusion au profit des actionnaires historiques de Vivalis.

II- LES CARACTERISTIQUES DES ACTIONS DE PREFERENCE DURANT LEUR EXISTENCE

Il a ainsi été proposé un rapport d'échange de 13 actions ordinaires Vivalis et 13 actions de préférence Vivalis en échange de 40 actions Intercell AG. Ce rapport d'échange a induit l'émission de 17.836.719 actions de préférence d'une valeur nominale de 0,01 euros. Le droit au dividende de ces actions n'est pas supprimé, mais ajusté en fonction du nominal. Chaque action de préférence dispose donc d'un droit à distribution égal à 1/15ème du droit de

¹¹¹ D. Martin, H. Le Nabasque, R. Mortier, C. Fallet et A. Pietrancosta, *Les actions de préférence* : Actes prat. Ing. Sociétaire 2012, dossier 6, n° 24 ; J.-F. ARTZ, *Action*, Répertoire droit des sociétés, n° 293, juin 2002, Dalloz

¹¹² D. Bompont, S. Torck, *Actions de préférence : les pistes d'une réforme*, Actes prat. Ing. Sociétaire, nov.-déc. 2008, n° 4

distribution ou de la répartition de l'actif décidée au profit de chaque action ordinaire de Valneva. En cas de dissolution de la société absorbante, les titulaires d'actions de préférence auront un droit dans le boni de liquidation proportionnel à la quote-part que son montant nominal représente dans le capital. Ces actions de préférence sont cotées sur Euronext Paris¹¹³ et sur le 3^{ème} marché de Vienne. Les anciens actionnaires d'Intercell peuvent donc vendre leurs actions de préférence Valneva à tout moment et le droit particulier attaché à ces actions se transmettra à leurs nouveaux titulaires. Au 2 juin 2015, elles cotaient à 0,46 euros. Leur parcours boursier a débuté le 28 mai 2013 au cours le plus bas de leur existence, soit 0,15 euros. Elles ont atteint un maximum de 0,69 euros le 25 mars 2014, cinq jours après la publication par Valneva de ses résultats annuels 2014 dans laquelle elle annonçait que les études cliniques sur le vaccin Pseudomonas, actuellement en phase II/III franchiront une étude décisive fin 2015. L'évolution du cours boursier des actions de préférence illustrent donc leur lien intrinsèque avec la destinée de ce vaccin.

Ces actions seront soit convertibles en actions ordinaires de Valneva, soit rachetées par Valneva, selon l'obtention de l'autorisation de commercialisation ou non du vaccin Pseudomonas aux Etats-Unis ou en Europe¹¹⁴ dans un délai de 7 ans commençant le jour de la réalisation de la fusion. Les actions de préférence, tant qu'elles existent sous cette forme, ne portent pas de droit de vote aux assemblées générales d'actionnaires et n'ont pas de droit préférentiel de souscription.

A- Des actions privées de droit de vote

L'alinéa 1 de l'article L. 228-11 du Code de commerce dispose que peuvent être créées des actions de préférence, « *avec ou sans droit de vote* », assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent. Le droit de vote peut être aménagé ou suspendu pour un délai déterminé ou déterminable. L'alinéa 2 de ce même article prévoit expressément que le droit de vote peut être supprimé avec une limitation édictée à l'alinéa 3 ; les actions de préférence sans droit de vote ne peuvent pas représenter plus du quart du capital social des sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé. Toute émission qui ne respecte pas cette règle peut être annulée. Au 28 mai 2013, les actions de

¹¹³ ISIN FR0011472943 - VLAP

¹¹⁴ La conversion ou le rachat des actions de préférence seront étudiés dans le Titre 3 de cette partie.

préférence représentaient moins de 3% du capital de Valneva¹¹⁵. Si le droit de vote peut être supprimé, en revanche, celui de participer aux assemblées générales ne peut l'être¹¹⁶. La jurisprudence de la Cour de cassation est suffisamment affirmée sur ce point pour que l'on considère, indépendamment d'ailleurs des actions de préférence, le droit de participer comme un droit irréductible, à la différence du droit de vote réductible lui jusqu'à sa suppression¹¹⁷.

Néanmoins, en vertu des dispositions de l'article L. 225-99 du Code de commerce, les porteurs d'actions de préférence peuvent être réunis en assemblée générale spéciale en cas de modifications des droits attachés à cette catégorie d'actions. Cet organe de représentation participe à leur protection puisque les décisions de l'assemblée générale visant à modifier leurs droits en tant que titulaires d'actions de préférence ne sont définitives qu'après approbation par l'assemblée spéciale statuant à la majorité des deux tiers des actionnaires présents ou représentés. L'article L. 228-19 du Code commerce protège les titulaires d'actions de préférence en les autorisant à demander un rapport spécial sur le respect par la société des droits particuliers attachés aux actions de préférence à l'un des commissaires aux comptes de la société. Les statuts de Valneva prévoient une information accrue avec une communication annuelle de ce rapport spécial jusqu'à la disparition des actions de préférence.

Supprimer le droit de vote des actions de préférence permettait de simplifier la vie politique de Valneva. De plus, étant donné que pour toute action de préférence reçue les actionnaires d'InterCell recevaient également une action ordinaire, ils ne sont donc pas privés de tout droit de vote au sein des assemblées générales puisqu'au titre de leurs actions ordinaires, ils peuvent voter.

B- Des actions privées de droit préférentiel de souscription

Ces titres sont privés de droit préférentiel de souscription pour toute augmentation de capital en numéraire. L'objectif du droit de préférence à la souscription est de protéger les actionnaires contre une éventuelle dilution. Il a en effet pour objet de compenser financièrement la dilution en droits pécuniaires (quote-part et bénéfice revenant à chaque action) et en droits

¹¹⁵ $(17.836.719 \text{ AP} \times 0,01\text{€}) / 6.078.254,34$ (capital social de Valneva au 28 mai 2013) = 2,93%

¹¹⁶ D. Martin, H. Le Nabasque, R. Mortier, C. Fallet et A. Pietrancosta, *Les actions de préférence*, Actes prat. Ing. Sociétaire 2012, dossier 6, n° 36

¹¹⁷ Cass. com., 9 févr. 1999, n° 96-17.661, *Sté en commandite par actions du Château d'Yquem c/ de Chizelle* : Dr. sociétés 1994, comm. 67 note Th. Bonneau

de vote, à laquelle s'exposent les actionnaires s'ils ne souscrivent pas à l'augmentation du capital envisagée. Cependant, nous verrons plus loin que le taux de conversion des actions de préférence en actions ordinaires est ajusté en cas, notamment, d'augmentation de capital. Cet ajustement permet d'éviter une dilution future des actionnaires d'Intercell en cas de conversion des actions de préférence.

Enoncé à l'article L. 225-132 du Code de commerce, le DPS est un principe d'ordre public attaché à toutes les actions sans distinction qui ne peut normalement être supprimé par avance. Par exception, l'alinéa 5 de l'article L. 228-11 du Code de commerce¹¹⁸ prévoit que *« les actions de préférence sans droit de vote à l'émission auxquelles est attaché un droit limité de participation aux dividendes, aux réserves ou au partage du patrimoine en cas de liquidation sont privées de droit préférentiel de souscription pour toute augmentation de capital, sauf clause contraire des statuts »*. Ainsi, les actions de préférence émises à l'origine sans droit de vote ne disposent pas de droit préférentiel de souscription, même si elles récupèrent un droit de vote après leur émission¹¹⁹.

Dans un rapport du 28 mars 2013, la Chambre de commerce et d'industrie de région Paris Ile-de-France formule vingt propositions pour renforcer l'attractivité des actions de préférence, et suggère notamment de permettre la suppression du droit préférentiel de souscription aux actions de préférence même si elles sont dotées d'un droit de vote. En effet, le législateur a procédé à une sur-transposition de la deuxième directive 77/91/CEE du Conseil du 13 décembre 1976 qui autorise les Etats membres à ne pas assortir d'un DPS les *« actions auxquelles est attaché un droit limité de participation aux distributions »*, sans fixer aucune condition relative au droit de vote.

La CCI parisienne préconise également d'autoriser les statuts à orienter le droit préférentiel de souscription vers des actions de préférence de même catégorie que celles auxquelles il est attaché. La pratique s'est interrogée sur le point de savoir si les statuts pouvaient prévoir que le DPS attaché aux actions de préférence portait uniquement sur des actions de même catégorie. Or, à défaut de précision dans le Code de commerce, il est admis que le DPS attaché aux actions de préférence s'exerce lors de toute augmentation de capital, et

¹¹⁸ La loi n° 2008-776 du 4 août 2008 (loi de modernisation de l'économie) a introduit cet alinéa 5 qui fût complété par l'ordonnance n° 2008-1145 du 6 novembre 2008.

¹¹⁹ D. Bompont, S. Torck, *Actions de préférence : les pistes d'une réforme*, Actes prat. Ing. Sociétaire, nov.-déc. 2008, n° 17

donc même si elle se réalise par émission d'actions ordinaires ou d'actions de préférence de catégorie différente¹²⁰. Ainsi, les porteurs d'actions de préférence ayant pour seule caractéristique d'être privées de droit de vote pourraient bénéficier d'un DPS portant sur des actions ordinaires, et, par là-même, obtenir un droit de vote en assemblée générale. En raison du caractère impératif des articles relatifs au DPS et de la sanction de nullité qui y est attachée, il est à l'heure actuelle particulièrement risqué d'organiser statutairement de telles solutions. L'existence d'un DPS au profit des porteurs d'actions de préférence peut complexifier la vie sociale de l'émetteur puisque, dès lors qu'une émission de titres de capital ou de titres donnant accès au capital comportent une suppression du DPS, les porteurs d'actions de préférence, réunis préalablement à l'assemblée générale extraordinaire en assemblée spéciale, devront se prononcer sur la suppression de leur propre DPS.

Les actions de préférence de Valneva étant privées de droit de vote dès l'émission, elles pouvaient être privées de DPS, sauf clause contraire dans les statuts. En l'état du droit actuel, il était plus simple de ne pas prévoir de DPS, étant donné qu'il ne pouvait pas être réservé à un type d'augmentation de capital. La non-dilution des anciens actionnaires d'Intercell est assurée par l'ajustement du taux de conversion des actions de préférence en actions ordinaires. Ils sont dilués en tant que titulaires d'actions de préférence, mais non en tant qu'éventuels futurs porteurs de nouvelles actions ordinaires. Cette dilution en tant que porteur d'actions de préférence ne porte pas atteinte à leurs droits puisque les droits attachés aux actions de préférence durant leur existence sont réduits à un dividende d'1/15^{ème} de la valeur de celui distribué aux actions ordinaires.

Durant leur existence d'une durée maximale de sept ans, les actions de préférence ont donc des caractéristiques qui permettent de ne pas complexifier la vie sociale de la société et qui impactent peu la situation des titulaires actuels d'actions ordinaires, avec la privation du droit de vote et du droit préférentiel de souscription et un dividende proportionnel au montant nominal des actions de préférence qui est le plus faible possible. Ces différences avec les actions ordinaires ne correspondent cependant pas au droit particulier principal des actions de préférence qui consiste en une conversion éventuelle en actions ordinaires, permettant, ainsi d'adapter la parité d'échange de la fusion en fonction de l'autorisation de mise sur le marché ou non du vaccin contre le *Pseudomonas*.

¹²⁰ H. Le Nabasque, *Les augmentations de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription*, Rev. sociétés, 2004, p. 491

TITRE 3 : UNE FUSION A GEOMETRIE VARIABLE SUR LE LONG TERME

L'utilisation d'actions de préférence a permis d'avoir une fusion à géométrie variable sur le long terme. En effet, leurs principales caractéristiques utiles à l'opération sont leurs caractères convertibles en actions ordinaires ou, à défaut, rachetables par Valneva. Afin de tenir compte des événements affectant le capital de Valneva postérieurs à leur émission, le ratio de conversion est ajustable, et a d'ailleurs été ajusté pour la première fois en 2015 suite à une augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription.

I- UNE EVENTUELLE REMUNERATION DES APPORTS EN DEUX TEMPS

Lors de la fusion, les actionnaires d'Intercell ont reçu 0,325 action ordinaire Vivalis et 0,325 action de préférence Vivalis pour une action Intercell. Ainsi, 40 actions d'Intercell donnaient droit à 13 actions ordinaires et 13 actions de préférence Vivalis. L'assemblée générale mixte des actionnaires de Vivalis en date du 7 mars 2013 a donc approuvé l'augmentation corrélative du capital social en rémunération des apports effectués par Intercell au titre de la fusion. Elle se décompose en deux augmentations du capital, l'une d'un montant de 2.675.507,85 euros liée à la création de 17.836.719 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,15 euros chacune, et l'autre s'élevant à 178.367,19 euros liée à la création de 17.836.719 actions de préférence d'une valeur nominale de 0,01 euros¹²¹. Classiquement dans une fusion, la rémunération des apports de la société absorbée se traduit par une augmentation du capital social de la société absorbante du fait de l'attribution d'actions de la société absorbante aux actionnaires de la société absorbée. Cependant, la rémunération des apports d'Intercell ne s'arrête pas là et pourrait avoir lieu en deux temps.

Toute l'originalité de l'opération réside, en effet, dans le sort réservé aux actions de préférences, sort qui permettra de rétablir l'équilibre entre les actionnaires, soit par leur conversion en actions ordinaires en cas de réussite du vaccin, soit par leur rachat par Valneva en cas d'échec.

¹²¹ Texte des résolutions de l'assemblée générale mixte du 7 mars 2013, Vivalis, 2^{ème} résolution

A- La conversion éventuelle des actions de préférence en actions ordinaires

Dans un délai de sept ans à compter de la réalisation de la fusion et sous réserve de la réalisation des conditions exposées dans le paragraphe II. A du Titre 3 de cette partie¹²², les actions de préférence Valneva seront automatiquement converties en actions ordinaires sans versement quelconque de la part des titulaires d'actions de préférence. La conversion des actions de préférence en actions ordinaires nouvelles emportera renonciation des actionnaires au droit préférentiel de souscription aux actions ordinaires nouvelles issues de la conversion.

L'article L. 228-14 du Code de commerce autorise, en effet, la conversion des actions de préférence en actions ordinaires ou en actions de préférence d'une autre catégorie. A la date de conversion, toutes les actions de préférence converties seront définitivement assimilées aux actions ordinaires. Par conséquent, les actions ordinaires issues de la conversion disposeront immédiatement des mêmes droits que les autres actions ordinaires. Ainsi, les anciens titulaires d'actions de préférence auront un droit au dividende total, un droit de vote et un droit préférentiel de souscription attaché à l'action.

La conversion des actions de préférence ne requerra aucun versement de la part des titulaires d'actions de préférence. En effet, lors de l'assemblée générale Vivalis du 7 mars 2013, a été décidé le virement sur un compte de réserves indisponibles de Valneva un montant de 1.286.919,15 euros¹²³ pris sur la prime de fusion. La prime de fusion d'un montant total de 132.146.124,96 euros correspond à la différence entre la valeur réelle des actions et leur valeur nominale ou encore à la différence entre la valeur des biens reçus au titre de la fusion et le montant de l'augmentation de capital de la société absorbante. Ce compte de réserve spécialement créé dans les capitaux propres de la société servira au paiement de la valeur nominale des actions ordinaires nouvelles à émettre au moment de la conversion des actions de préférence ou du rachat des actions de préférence en cas de non réalisation des conditions de conversion. Dès lors s'il y a lieu de transformer les actions de préférence en actions ordinaires, il va falloir puiser dans ce compte bloqué des capitaux propres. En cas de rompu, la fraction de l'action ordinaire formant rompu sera versée en espèce au titulaire des actions de préférence

¹²² Nous étudierons, plus en détail, les conditions nécessaires à la conversion et le taux de conversion dans le paragraphe II. A du Titre 3 de cette partie.

¹²³ Ce montant correspond au nombre d'actions de préférence à émettre après la conversion des actions de préférence multiplié par 0,15 euros, soit 17.836.719 actions de préférence x ratio de conversion de 0,4810 x nominal de 0,15 euros

converties. Le titulaire recevra ainsi une somme égale au produit de la fraction d'action ordinaire formant rompu par un montant égal au premier cours coté de l'action ordinaire lors de la séance de bourse qui précède celui de la conversion de plein droit des actions de préférence, en cas de réalisation de la condition.

Par conséquent, la conversion entraînera une seconde rémunération des apports d'Intercell à Vivalis lors de la fusion. La rémunération de la fusion se fera donc en deux temps. La conversion portera la parité d'échange de 0,325 à 0,48, alors qu'en cas de rachat, la parité restera fixée à 0,325.

B- L'éventuel rachat des actions de préférence

Les statuts de Valneva prévoient que la totalité des actions de préférence seront rachetables pour leur valeur nominale, si au terme d'un délai de 7 ans à compter de la réalisation de la fusion, la condition de réussite du vaccin n'est pas remplie. Ce rachat sera effectué par la société par prélèvement sur le compte de réserve indisponible spécialement créé à cet effet lors de la fusion lors de l'affectation de la prime de fusion. Cette possibilité s'apparente à une clause de rachat forcé des actions de préférence en cas de non réalisation des conditions de conversion. Pour rappel, il était également prévu le rachat des actions de préférence auxquelles auraient eu droit les actionnaires d'Intercell AG exerçant leur droit de retrait.

Dès l'ordonnance du 24 juin 2004, l'article L. 228-12 du Code de commerce a prévu que les actions de préférence pouvaient être rachetées par la société. Lors de l'émission des actions de préférence de Valneva en 2013, le régime du rachat des actions de préférence était source d'incertitudes et donc d'insécurité pour les émetteurs. En effet, la loi n'avait que consacré le principe du rachat des actions de préférence, sans en préciser les modalités pratiques. Ainsi, une question revenait dans tous les articles de doctrine : le rachat des actions de préférence stipulées rachetables doit-il respecter les règles générales relatives au rachat d'actions ? Même si les arguments en faveur de la non application de ces règles générales dans ce cas étaient solides, la question n'était pas clairement tranchée et donc source d'insécurité juridique¹²⁴. L'article 43 de la deuxième directive communautaire 77/91 du 13 décembre 1976 en droit des sociétés opérait une distinction selon que les actions, qu'elles soient ou non

¹²⁴ C. Baret, G. Endreo, *Les actions de préférence dans les sociétés cotées : de la déception à l'espoir*, Actes prat. Ing. Sociétaire, nov.-déc. 2008, n° 32 et s.

qualifiées d'actions de préférence, sont ou non stipulées rachetables. Cette distinction a été reprise par la récente réforme du rachat des actions de préférence.

Ainsi, source de nombreuses critiques¹²⁵, le législateur a habilité le gouvernement à « *sécuriser le régime du rachat des actions de préférence, s'agissant des conditions de rachat et du sort des actions rachetées*¹²⁶ ». L'ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014 s'inscrit dans cette démarche même si elle ne répond pas à toutes les critiques émises par la doctrine. Elle invite à distinguer selon que le rachat est prévu ou non dans les statuts¹²⁷. En effet, à défaut de précision particulière dans les statuts, l'article L. 228-12 II du Code de commerce opère un renvoi au droit commun du rachat d'actions, s'agissant du pouvoir de l'assemblée, des modalités de rachat ainsi que de sa finalité. En revanche, lorsque les statuts ont prévu, préalablement à la souscription des actions de préférence, le principe et les modalités du rachat, ce qui est le cas pour Valneva, les conditions à respecter lors du rachat sont limitativement énumérées par le III de ce même article.

Le nouvel article L. 228-12, III, 5° dispose, qu'en aucun cas, le rachat ne peut porter atteinte à l'égalité des actionnaires se trouvant dans la même situation. La formulation « *même situation* » n'étant pas précise, il eut été préférable de viser l'égalité des actionnaires par catégorie d'actions¹²⁸. De même, la loi ne précise pas les modalités nécessaires pour respecter cette égalité. Les statuts de Valneva stipulant le rachat de toutes les actions de préférence à leur valeur nominale, il est certain que ce mode de rachat sera considéré comme égalitaire.

Ainsi, conformément à l'article 43 de la directive, la loi française prévoit dorénavant que l'acquisition ne peut être réalisée qu'au moyen de sommes distribuables par l'intermédiaire d'une réserve d'un montant au moins égal à la valeur nominale des actions de préférence rachetées. Lors de la fusion, un compte réserve bloqué a été constitué avec une partie de la prime de fusion pour permettre ce rachat (à défaut de conversion) des actions de préférence.

A la différence de la directive, le législateur français a expressément opté pour que le rachat ne puisse être effectué qu'à l'initiative de la société émettrice. L'actionnaire se voit ainsi

¹²⁵ Cf notamment : D. Martin, H. Le Nabasque, R. Mortier, C. Fallet et A. Pietrancosta, *Les actions de préférence*, Actes prat. Ing. Sociétaire 2012, dossier 6, n° 76 et s.

Dans un rapport du 28 mars 2013, la Chambre de commerce et d'industrie de région Paris Ile-de-France a formulé huit propositions afin de faciliter le rachat des actions de préférence.

¹²⁶ Art. 3, 2° de la loi n° 2014-1 du 2 janvier 2014 « *habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises* » (loi SSVE)

¹²⁷ C. Lefaillet, *Le régime du rachat des actions de préférence précisé*, Option Droit & Affaires, n° 234, p. 10

¹²⁸ R. Mortier, *Dispositions relatives au rachat des actions de préférence*, Revue des sociétés 2014 p. 627, n° 16

refuser d'initier le rachat. En revanche, la loi est toujours muette sur le fait générateur du rachat. Le rachat peut dépendre d'un événement dont la réalisation est incertaine, comme c'est le cas pour Valneva.

La procédure autonome prévue à l'article L. 228-12 III ne désigne aucun organe social pour décider de la mise en œuvre du rachat par la société de ses propres actions rachetables. Rien ne paraît donc imposer l'intervention de l'assemblée des actionnaires¹²⁹. Les statuts peuvent donc prévoir de confier le rachat au directoire, à son président ou à son directeur général. De manière assez surprenante, contrairement à la conversion et à l'annulation des actions de préférence, aucune délégation au directoire n'est inscrite dans les statuts pour le rachat des actions de préférence.

C- L'annulation des actions de préférence non converties ou rachetées

L'ordonnance de 2014 a également inséré un nouvel article L. 228-12-1 dans le Code de commerce traitant du sort des actions rachetées qui peuvent être conservées, cédées ou transférées. Si les statuts et le contrat d'émission le prévoient, elles peuvent également être annulées dans le cadre d'une réduction de capital. Ainsi, si les statuts arrêtent les finalités des actions rachetables, elles devront être respectées par l'organe social en charge de décider du rachat, sans jamais pouvoir être modifiées puisque la stipulation statutaire de l'autorisation du rachat et de ses conditions et modalités doit nécessairement être antérieure à la souscription.

L'article 13.5 des statuts de Valneva SE prévoit ainsi une annulation des actions de préférence dans deux hypothèses. D'une part, le rachat de ces actions entraînera leur annulation immédiate et automatique. D'autre part, lorsque le ratio de conversion aboutit à la création d'actions ordinaires en nombre inférieur aux actions de préférence existantes au jour de la conversion, ces actions de préférence non converties seront également annulées. Au 1^{er} juin 2015, le ratio de conversion s'élevant à 0,5246, la conversion aboutirait à la survie d'environ 8.479.576 actions qui devraient, par conséquent, être annulées par Valneva. Le directoire est investi de tous les pouvoirs nécessaires pour procéder aux opérations d'annulation des actions de préférence et à la modification consécutive des statuts.

¹²⁹ R. Mortier, *Dispositions relatives au rachat des actions de préférence*, Revue des sociétés 2014, p. 627, n° 14

II- UNE EVENTUELLE CONVERSION DES ACTIONS DE PREFERENCE EN ACTIONS ORDINAIRES SELON UN RATIO DE CONVERSION AJUSTABLE ET AJUSTE

A- Les conditions de conversion des actions de préférence en actions ordinaires

L'alinéa 2 de l'article L. 228-12 du Code de commerce autorise la fixation des modalités de conversion dans les statuts, permettant d'éviter de tenir les assemblées (générale extraordinaire et spéciale) et d'appliquer la procédure des avantages particuliers. La conversion sera automatique¹³⁰ quand les conditions de la conversion seront réalisées. Les modalités de conversion peuvent également être prévues dans les statuts, ce qui est le cas pour Valneva. Ainsi, huit pages des statuts sont consacrées aux stipulations particulières aux actions de préférence. L'assemblée générale du 7 mars 2013 a délégué compétence au directoire pour constater la réalisation des conditions de conversion, mettre en œuvre la conversion des actions de préférence en actions ordinaires et procéder à la modification des statuts et à toutes formalités consécutives nécessaires.

L'article 13.3 des statuts de Valneva prévoit que les actions de préférence seront converties de plein droit en actions ordinaires à la triple condition que :

- Valneva obtienne l'autorisation de mise sur le marché (AMM) aux Etats-Unis ou en Europe (sur la base d'une procédure centralisée) pour l'application thérapeutique du vaccin *Pseudomonas* contre les décès de toutes causes sur les patients des unités de soins intensifs ;
- Et qu'à la date de l'obtention de cette autorisation :
 - Soit les redevances revenant à Valneva au titre de ce vaccin sont au moins égales à 9,375% des ventes nettes du vaccin telles qu'actuellement stipulées dans l'accord d'alliance stratégique avec Novartis,
 - Soit la quote-part des bénéfices résultant des ventes de ce vaccin revenant à Intercell Austria AG reste inchangée et au moins égale à 45% dans chaque cas telle qu'actuellement stipulée dans l'accord d'alliance stratégique avec Norvatis ;

¹³⁰ Malgré la stipulation statutaire du caractère automatique de la conversion des actions de préférence en actions ordinaires, il est à supposer que cette conversion d'actions cotées nécessitera certaines démarches préalables et ne sera donc pas si automatique que cela.

- Ces deux conditions doivent être réalisées dans un délai de 7 ans à compter de la date de réalisation de la fusion, soit avant le 28 mai 2020.

Suite à l'acquisition de l'activité vaccins de Novartis par GSK le 2 mars 2015, GSK devient un partenaire-clé stratégique pour Valneva et remplace Novartis dans l'accord de développement clinique du candidat-vaccin de Valneva contre le *Pseudomonas*. Les titres de la société Valneva détenus par Novartis sont désormais la propriété de GSK, soit environ 3 millions d'actions ordinaires et 2,7 millions d'actions de préférence¹³¹. Grâce au partenariat actuel sur le *Pseudomonas*, Valneva sera autorisée soit à recevoir des redevances liées à la performance commerciale et aux étapes de développement d'un potentiel de 120 millions euros, soit, si elle choisissait de co-développer le produit, à partager les profits.

La condition sera réputée accomplie à la date de délivrance de la première autorisation devenue définitive après expiration des éventuels délais de recours, soit auprès de la FDA (Food and Drug Administration) pour les Etats-Unis d'Amérique, soit de l'EMA (Agence Européenne des Médicaments) pour les pays de l'Union Européenne. L'émission de cette autorisation potentielle de mise sur le marché révélerait la valeur conséquente du vaccin *Pseudomonas* dont tous les actionnaires de Valneva profiteraient.

Fin mars 2015, le projet en développement clinique le plus avancé de Valneva est le vaccin contre le *Pseudomonas* dont les résultats de la phase II-III sont attendus fin 2015 - début 2016. Par conséquent, le vaccin pourrait passer dans un futur proche en phase III de son développement clinique, dernière phase avant la demande aux autorités de santé d'une autorisation de mise sur le marché. Cette autorisation doit absolument être obtenue dans un délai de sept ans. Ce délai a été calculé en tenant compte de la durée moyenne des phases II/III du développement clinique d'un vaccin et de la phase de synthèse lors de l'enregistrement de la demande d'AMM, tout en prévoyant une marge de manœuvre importante. En effet, à défaut de respect de ce délai, dans un délai de dix jours ouvrables suivant l'expiration du délai de sept ans, les actions de préférence seront rachetées par la société, même si le vaccin obtenait l'AMM à sept ans et un jour à compter de l'immatriculation de la société européenne. Dans ce cas, les anciens actionnaires d'Intercell ne seront pas rémunérés pour ce vaccin en développement apporté lors de la fusion, vaccin qui sera finalement considéré comme un actif propre à Valneva.

¹³¹ Rapport trimestriel Valneva SE, T1 2015, 12 mai 2015, p. 3

B- Un taux de conversion ajustable et ajusté

Les statuts doivent arrêter un taux de conversion fixe ou variable. Le traité de fusion et les statuts de la société européenne au 28 mai 2013 stipulaient une conversion des actions de préférence suivant un ratio de conversion de 0,4810 action ordinaire supplémentaire de Valneva pour une action de préférence lors de l'obtention d'une autorisation de mise sur le marché aux Etats-Unis ou en Europe du vaccin *Pseudomonas* d'Intercell. Cela se traduirait par la création d'environ 8,6 millions de nouvelles actions ordinaires Valneva.

Néanmoins, certains événements de la vie sociale, tels les opérations de modification et d'amortissement de capital social, peuvent avoir des répercussions notables sur la situation des titulaires d'actions de préférence. L'article L. 228-16 du Code de commerce prévoit que l'assemblée générale extraordinaire ou les statuts déterminent l'incidence de ces opérations sur les droits de porteurs d'actions de préférence. Cette protection générale est précaire puisqu'elle laisse l'assemblée décider du sort des porteurs d'actions de préférence sans que ces derniers bénéficient d'une faculté de recours contre la délibération de l'assemblée. Par conséquent, les titulaires d'actions de préférence essaieront d'obtenir que le contrat d'émission et les statuts organisent un mode protection adéquat en cas d'augmentation du capital¹³².

Ainsi, les statuts de Valneva ont prévu un ajustement du taux de conversion en actions ordinaires afin d'assurer la protection des droits individuels des titulaires d'actions de préférence en cas de réalisation de certaines opérations financières, telles une augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription coté, une attribution gratuite d'actions ordinaires, une fusion, une absorption, une scission, ou encore, un amortissement du capital. L'ajustement est réalisé de telle sorte qu'il égalise la valeur des actions ordinaires qui auraient été obtenues en cas de conversion des actions de préférence avant la réalisation d'une de ces opérations et la valeur des actions ordinaires qui seraient obtenues en cas de conversion des actions de préférence immédiatement après la réalisation de cette opération.

Bien que rentrant dans la liste des opérations visées par les statuts, il n'a été procédé à aucun ajustement du taux de conversion suite à l'augmentation de capital de 40 millions d'euros

¹³² D. Martin, H. Le Nabasque, R. Mortier, C. Fallet et A. Pietrancosta, *Les actions de préférence*, Actes prat. Ing. Sociétaire 2012, dossier 6, n° 63 et s.

de juin 2013. En effet, le taux de 0,4810 tenait compte de cette augmentation de capital qui faisait partie de l'opération plus globale de rapprochement entre Vivalis et Intercell. En revanche, la dernière augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires pour un montant de 45 millions d'euros lancée en janvier 2015 et finalisée le 6 février 2015 a provoqué l'ajustement du ratio de conversion. Cette opération a permis de financer, notamment, l'acquisition de Crucell Sweden et du vaccin Dukoral et fut un succès puisque elle a été souscrite à 180%. Cette augmentation de capital rentre dans l'hypothèse des opérations financières comportant un droit préférentiel de souscription coté. Par conséquent, conformément aux dispositions statutaires et légales (articles L. 228-99¹³³ et R. 228-91 du Code de commerce), le taux de conversion ajusté est dorénavant de 0.5246¹³⁴ action ordinaire de Valneva pour une action de préférence. Le taux retenu à ce jour conduit donc à remplacer les actions de préférence par un nombre inférieur d'actions ordinaires et donc à un rachat des actions de préférence « *survivantes* ». La réalisation de la triple-condition susmentionnée entraînerait donc la création de 9.357.143 actions ordinaires.

Au plus tard en 2020, les actionnaires d'Intercell AG ayant conservé leurs actions attribuées lors de la fusion, seront donc uniquement porteurs d'actions ordinaires. Cependant, leur nombre variera en fonction de la destinée du vaccin Pseudomonas :

- En cas d'échec du vaccin, ils seront titulaires de X actions ordinaires Valneva, avec X le nombre d'actions ordinaires attribuées lors de la fusion. (Par simplicité, nous supposons qu'ils n'ont pas souscrit aux augmentations du capital social de Valneva ultérieures, ni vendu des actions.)
- En cas de succès du vaccin, ils seront porteurs de $X + (\text{taux de conversion ajusté} \times X)$, soit actuellement de 1,526 X actions ordinaires de Valneva.

¹³³ Article L. 228-99 du Code de commerce : « A cet effet, elle doit : [...] »

3° Soit procéder à un ajustement des conditions de souscription, des bases de conversion, des modalités d'échange ou d'attribution initialement prévues de façon à tenir compte de l'incidence des opérations mentionnées au premier alinéa »

¹³⁴ BALO, 9 mars 2015

Ce ratio de conversion a été obtenu en multipliant le ratio de conversion en vigueur avant l'augmentation de capital par le rapport suivant : (valeur de l'action ordinaire après détachement du DPS + valeur du DPS) / (valeur de l'action ordinaire après détachement du DPS). Ces valeurs sont déterminées à partir de la moyenne arithmétique des premiers cours cotés sur le marché NYSE Euronext Paris durant tous les jours de bourse inclus dans la période de souscription.

Les actionnaires d'Intercell ont ainsi accepté une rémunération non immédiate de leurs apports, mais, au contraire, une rémunération qui se fera potentiellement en deux temps. Malgré un flottant important, ces derniers ont pour philosophie un accompagnement de la société sur ses projets de développement de vaccins et d'anticorps. L'utilisation d'actions de préférence convertibles a permis d'assurer le respect des droits financiers des actionnaires, à la fois de la société absorbée, mais aussi absorbante. Au vu de la complexité de cette opération quant à l'incertitude des projets en cours, le but que les dirigeants s'étaient fixé a été atteint grâce à l'utilisation de ces actions de préférence. Si le vaccin aboutit alors, les actions seront converties en actions ordinaires. Si le projet échoue alors, elles seront rachetées, la parité d'échange initiale demeurera en évitant de placer les actionnaires de Vivalis dans une position artificiellement déséquilibrée. Au plus tard, en 2020, nous connaissons donc la valorisation exacte d'Intercell et la parité définitive de cette fusion réalisée en 2013.

CONCLUSION

Les problématiques de la structuration juridique de cette fusion portaient principalement sur l'évaluation de la société absorbée mais aussi sur le caractère transfrontalier de la fusion avec le sort des droits de vote double en France et le droit de retrait des actionnaires minoritaires en Autriche. Ainsi, en dépit de particularités jamais réunies sur la Place parisienne lors d'une seule opération, cette fusion a été une réussite, suivie de diverses augmentations de capital et d'acquisition de nouvelles entités visant à développer l'activité de Valneva.

Malgré l'utilisation encore rare de la société européenne en France, le caractère transfrontalier de cette fusion-absorption avec création de SE entre deux égaux a été surmonté assez aisément en prenant en compte les particularités des droits autrichien et français des sociétés. L'équilibre des droits politiques des actionnaires a ainsi pu être atteint en accordant un droit de retrait aux actionnaires minoritaires autrichiens et en supprimant le droit de vote double prévu chez Vivalis pour le réintégrer simultanément. Certains titulaires d'actions ordinaires de Valneva ont (ré-)obtenu un droit de vote double, à compter du 28 mai 2015.

En revanche, l'équilibre des droits financiers entre les actionnaires n'est pas encore définitif. La valorisation d'Intercell est toujours source d'incertitudes puisque les actions de préférence émises ne seront converties, à ce jour, que dans un délai maximum de 5 ans. A l'issue de cette période, la parité définitive d'échange de la fusion sera enfin connue. L'originalité et la complexité de cette fusion reposent ainsi principalement sur l'utilisation d'actions de préférence cotées, plus que sur le fait d'être transfrontalière ou de donner naissance à une SE. En effet, cet instrument introduit en droit français il y a déjà onze ans, est quasi-absent des marchés financiers du fait de son régime toujours imparfait malgré deux réformes en 2008 et 2014.

Cependant, conseillés par leurs avocats, les managements de Vivalis et d'Intercell ont fait le choix de la préférence et ainsi ont profité de cet instrument qui a « *permis aux praticiens du droit des sociétés de passer, en matière de définition des droits des associés des sociétés*

commerciales, de l'ère du « prêt-à-porter » à celle du « sur-mesure » et d'intégrer sous forme de stipulations statutaires les subtils équilibres entre associés¹³⁵ ».

En effet, les actions de préférence émises lors de la fusion ont permis de prendre en compte la réussite incertaine du vaccin contre le Pseudomonas et, ainsi, de respecter la notion d'équilibre entre les actionnaires chère aux dirigeants. En cas de succès du Pseudomonas, la conversion des actions de préférence en actions ordinaires rétablira un rapport d'échange représentatif des poids économiques respectifs des actionnaires historiques des deux sociétés. En cas d'échec, la parité d'échange initiale restera en l'état, permettant de ne pas placer les actionnaires de Vivalis pré-fusion dans une position déséquilibrée.

Fort de cette première utilisation des actions de préférence, le management de Valneva réitère en proposant la création d'une nouvelle catégorie d'actions de préférence au bénéfice de leurs salariés et mandataires sociaux¹³⁶. Ainsi, à l'issue de l'assemblée générale mixte qui se tiendra le 25 juin 2015¹³⁷, devrait être créée une nouvelle catégorie d'actions, à savoir des actions de préférence convertibles en actions ordinaires à l'issue d'un délai de 4 ans. Le capital social sera donc divisé en trois catégories d'actions. Prévues par la dix-septième résolution de cette assemblée, elles pourront être émises dans le cadre d'une augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de membres du directoire ou du comité exécutif de Valneva et/ou dans le cadre d'une attribution gratuite d'actions au profit des salariés et/ou mandataires de Valneva et/ou de sociétés qui lui sont liées. Ces nouvelles actions de préférence ont une philosophie différente de celles déjà émises. L'attribution de ces nouvelles actions a pour objectifs de récompenser la performance, de favoriser l'appartenance à Valneva et d'améliorer la compétitivité de la société en termes de rémunération. Cela illustre une nouvelle fois le fait que les actions de préférence sont un instrument original et flexible, capable de concrétiser juridiquement des situations très différentes. L'expression « *actions de préférence* » renvoie à des réalités et des instruments jamais identiques.

¹³⁵ V. Agulhon, *L'impact de l'émission d'actions de préférence sur la valorisation des actions ordinaires*, Option Finance, n° 1156, 16 janv. 2012, p. 27

¹³⁶ Cette pratique se développe, comme en témoigne, par exemple, la création d'actions de préférence convertibles en actions ordinaires sous conditions de performance, à des salariés et/ou dirigeants mandataires sociaux, lors de l'assemblée générale du Groupe Eurotunnel du 29 avril 2014.

¹³⁷ Rapport du directoire à l'assemblée générale mixte du 25 juin 2015, Valneva SE, p. 19-29 ; Projet de résolutions – assemblée générale mixte du 25 juin 2015, Valneva, résolutions 17 à 20, p. 16-26

Durant leur existence, ces nouvelles actions de préférence n'auront aucun impact sur la situation des actionnaires actuels puisque leurs bénéficiaires seront privés de droit de vote aux assemblées des actionnaires et de droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital social. De plus, contrairement aux actions de préférence déjà émises, celles-ci n'ouvrent pas de droit à la distribution des dividendes. Elles ne seront également pas admises sur le marché réglementé d'Euronext à Paris, ce qui permettra d'éviter la création d'un troisième marché de titres et ainsi n'affectera pas la liquidité du titre. Cette absence de cotation se justifie surtout par l'objectif de ces actions d'intéresser certains salariés et mandataires de Valneva à la vie de leur société. Plus encore, ces actions seront incessibles. Les statuts prévoiront que cette nouvelle catégorie d'actions ne pourra représenter plus de 6% du capital social.

A l'issue d'un délai de quatre ans, leur conversion en actions ordinaires sera subordonnée à des conditions de présence au sein de la société et de performance boursière. Ainsi, en cas de cessation de ses fonctions au sein du groupe Valneva par un titulaire d'actions de préférence convertibles du fait, notamment, d'un licenciement pour faute grave ou lourde ou d'une révocation ou non renouvellement de ses fonctions de mandataire, Valneva SE procédera au rachat de ses actions de préférence à leur valeur nominale en vue de leur annulation. De la même manière que pour le ratio de conversion des actions de préférence émises lors de la fusion, celui des nouvelles actions de préférence sera ajusté de façon à préserver les droits de titulaires notamment lors d'augmentations ultérieures de capital.

Malgré des objectifs et caractéristiques de ces deux catégories d'actions de préférence très différents, elles présentent des similitudes. En effet, pour bénéficier de l'avantage conféré par ces actions de préférence, leurs titulaires doivent, pour les premières émises lors de la fusion, les conserver, et pour les secondes, rester salarié ou mandataire de la société. Ils ne retirent pas un avantage immédiat de ces actions de préférence, l'éventuel avantage sera obtenu à long terme, lors de leur conversion en actions ordinaires. Elles permettent d'assurer une certaine fidélisation des actionnaires, mais aussi, dorénavant, du personnel et des dirigeants.

BIBLIOGRAPHIE

Textes cités :

Loi « Breton » n° 2005-842 du 26 juillet 2005 relative à la confiance et à la modernisation de l'économie

Loi n° 2014-1 du 2 janvier 2014 « habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises » (loi SSVE)

Loi « Florange » n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle

Décret n° 2006- 448 du 14 avril 2006 relatif aux aspects de droit des sociétés

Décret n° 2006-1360 du 9 novembre 2006 relatif à l'implication des salariés

Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale

Ordonnance n° 2008-1145 du 6 novembre 2008 relative aux actions de préférence

Ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés

Règlement n° 2157/2001 du 8 octobre 2001 relatif au statut de la Société Européenne

Directive n° 2001/86/CE du 8 octobre 2001, complétant le statut de la société européenne pour ce qui concerne l'implication des travailleurs Directive 2005/56/CE du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières de sociétés de capitaux

Jurisprudence :

CA Paris, 23 févr. 1957 : D. 1958, p. 135, note F. Goré

Cass. com., 9 févr. 1999, n° 96-17.661, Sté en commandite par actions du Château d'Yquem c/ de Chizelle : Dr. sociétés 1994, comm. 67 note Th. Bonneau

Décision Ciments Français / AMF 209C0678 du 15 mai 2009

Avis, positions et réponses :

Avis CNCC : Bull. CNCC sept. 2006, p. 512

Avis du Comité juridique de l'ANSA du 2 juill. 2003, Dossier ANSA n° 3248

Bull. COB mai 1985, p. 3

Position-recommandation AMF n° 2011-11 du 21 juillet 2011 relative aux opérations d'apports ou de fusion

Rép. min. n° 13389 : JO Sénat Q, 23 déc. 2004, p. 2970

Rép. min. Justice à la question n° 43987 d'A. GROSSKOST du 20 juill. 2004, JOAN Q 24 août 2004, p. 6685

Ouvrages :

Code des sociétés et des marchés financiers, Dalloz

Droit international des sociétés, M.Menjuq, Montchrestien, 3^e édition

Memento Lefebvre Assemblées générales 2014-2015

Mémento Lefebvre Sociétés commerciales 2015

Mémento Lefebvre Fiscal 2015

Revues juridiques :

V. Agulhon, *L'impact de l'émission d'actions de préférence sur la valorisation des actions ordinaires*, Option Finance, n° 1156, 16 janv. 2012, p. 27

C. Baret, G. Endreo, *Les actions de préférence dans les sociétés cotées : de la déception à l'espoir*, Actes prat. Ing. Sociétaire, nov.-déc. 2008

B. de la Bastide, *Les risques nés de la présence de minoritaires dans les opérations de restructuration*, LPA 20 nov. 1996, n° 140, p. 6

D. Bompont, S. Torck, *Actions de préférence : les pistes d'une réforme*, Actes prat. Ing. Sociétaire, nov.-déc. 2008, n° 4

C. Cathiard, *Avec ou sans création de SE, les fusions transfrontalières de sociétés cotées se multiplient*, Option Finance, n° 1290, 27 oct. 2014, p. 28-30

C. Cathiard, *Fusion transfrontalière avec création de S.E. : l'exemple de Valneva SE*, Fusions & Acquisitions magazine, n° 274, sept.-oct. 2013, p. 46-51

C. Cathiard, *Regain d'intérêt pour la société européenne en France*, Fusions & Acquisitions Magazine, n° 266-267, sept.-oct. 2012, p. 29-32

C. Cathiard, *La société européenne en France*, RLDA, n° 71, mai 2012, p. 125

- C. Cathiard, A. Lecourt, *Les structures européennes : principales caractéristiques et intérêts pour les entreprises*, Droit des sociétés, août-sept. 2011, p. 10
- C. Cathiard, P. Thourot, *La Société Européenne : bilan, perspectives et retour d'expérience*, Actes prat. Ing. Sociétaire, nov-déc. 2008, p. 3-15
- A. Couret, *Le plafonnement du droit de vote dans les sociétés anonymes*, Dr. et patrimoine févr. 1993 p. 50
- E. Delesalle, *Fusions de sociétés : analyse comparée des méthodes de valorisation*, RF compt. juin 1991, p. 29
- B. Dondero, *Peu d'appétence pour les actions de préférence ?*, Bulletin Joly Sociétés, sept. 2014, n° 9, p. 481
- J.-M. Franceschi, *La préférence plutôt que le choix de Sophie*, Le Magazine des Affaires, n° 79, mars 2013, p. 42-43
- R. Kaddouch, *La clause de plafonnement des voix*, JCP E, n° 620, 2005
- C. Lefaillet, *Le régime du rachat des actions de préférence précisé*, Option Droit & Affaires, n° 234, p. 10
- H. Le Nabasque, *Les augmentations de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription*, Rev. sociétés, 2004, p. 491
- H. Le Nabasque, *Les fusions et les scissions transfrontalières*, Revue des sociétés 2013, p. 412
- N. Lenoir, P.-P. Bruneau et M. Menjucq, *Les enjeux de la localisation de la SE dans l'espace européen*, Droit & Patrimoine, n° 163, oct. 2007
- V. Magnier, *Les actions de préférence : à qui profite la préférence ?*, Recueil Dalloz 2004, p. 2559
- D. Martin, K. Angel, *L'instauration d'un droit de vote double automatique. – Une ambition à la Pyrrhus ?*, JCP E, 1044, 2014
- D. Martin, H. Le Nabasque, R. Mortier, C. Fallet et A. Pietrancosta, *Les actions de préférence*, Actes prat. Ing. Sociétaire 2012, dossier 6
- M. Menjucq, *Les nouveaux outils de la mobilité des entreprises en Europe : Fusions transfrontalières, SE, SPE - Colloque du 2 juin 2008 – Chambre de commerce et d'industrie de Paris*, RLDA 2009
- R. Mortier, *Dispositions relatives au rachat des actions de préférence*, Revue des sociétés 2014, p. 627
- G. Notté, *Opérations d'apports ou de fusion : mission du commissaire aux apports*, JCP E, 414, 2011

D. Schmidt, *Plafonnement du droit de vote et OPA*, RD bancaire et bourse 1994, p. 151

J. N. Soret, F. Pouchot, *Fusion transfrontalière des sociétés cotées : quand l'Europe des entreprises devient une réalité*, Option Finance, n° 1282, 1^{er} sept. 2014, p. 28-30

S. Sylvestre, J. Passenard, *Les actions de préférence peuvent-elles conférer des droits inférieurs aux actions ordinaires ?*, RTD fin., n° 1, 2010, p. 70

S. Torck, *L'attribution automatique du droit de vote double*, Droit des sociétés n° 7, juill. 2014, dossier 7

A. Viandier, *Les actions de préférence*, JCP E 1440, 2004

O. de Vilmorin, A. Berdou, *Suppression du droit de vote double dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé*, Droit des sociétés n° 7, juill. 2014, form. 7

Articles de presse :

L. Boisseau, *La fusion entre égaux est souvent une illusion*, Les Echos, 23 mars 2015

B. de Roulhac, *Les entreprises ont peu d'appétit pour le statut de société européenne*, L'AGEFI Quotidien – Edition de 7H, 19 déc. 2013

Encyclopédies :

R. Foy, Bon de souscription d'action, Répertoire droit des sociétés, Dalloz

J.-F. Artz, Action, Répertoire droit des sociétés, Dalloz

Jurisclasseur Banque - Crédit – Bourse, fasc. 1803 : Actions de préférence

Jurisclasseur commercial, fasc. 1484 : SOCIETES ANONYMES – Droits des actionnaires

Jurisclasseur sociétés, fasc. 136-35 : ASSEMBLEES D'ACTIONNAIRES – Règles communes à toutes les assemblées – Tenue de l'assemblée

Documents juridiques et financières relatifs à Valneva SE :

Document E 12-003, AMF, 23 janvier 2013

BALO 17 mai 2013

BALO, 9 mars 2015

Rapport du commissaire français à la fusion sur la rémunération des apports, Grant Thornton, 22 janv. 2013

Rapport de l'expert indépendant, Bellot Mullenbach & Associés, 22 janvier 2013

Rapport du directoire à l'assemblée générale mixte en date du 4 mars 2013, Vivalis

Rapport du directoire à l'assemblée générale spéciale des actionnaires titulaires d'actions à droit de vote double du 7 mars 2013, Vivalis

Rapport trimestriel Valneva SE, 1^{er} trimestre 2015, 12 mai 2015

Rapport du directoire à l'assemblée générale mixte du 25 juin 2015, Valneva SE

Statuts Valneva, 25 févr. 2015

Statuts Vivalis, 17 janv. 2013

Texte des résolutions, AGM mixte du 7 mars 2013, Vivalis

Texte des résolutions, assemblée spéciale du 7 mars 2013, Vivalis

Traité de fusion Vivalis-Intercell, 16 déc. 2012

Documents divers :

Procès-verbal de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 30 juin 2014, Bioalliance Pharma

J.-C. Hanus et T. Allain, *Fonds propres des entreprises. Rendre plus attractives les actions de préférence* : Rapp. Chambre de commerce et d'industrie, Paris Ile-de-France, mars 2013

Sites internet :

Légifrance : <http://www.legifrance.gouv.fr>

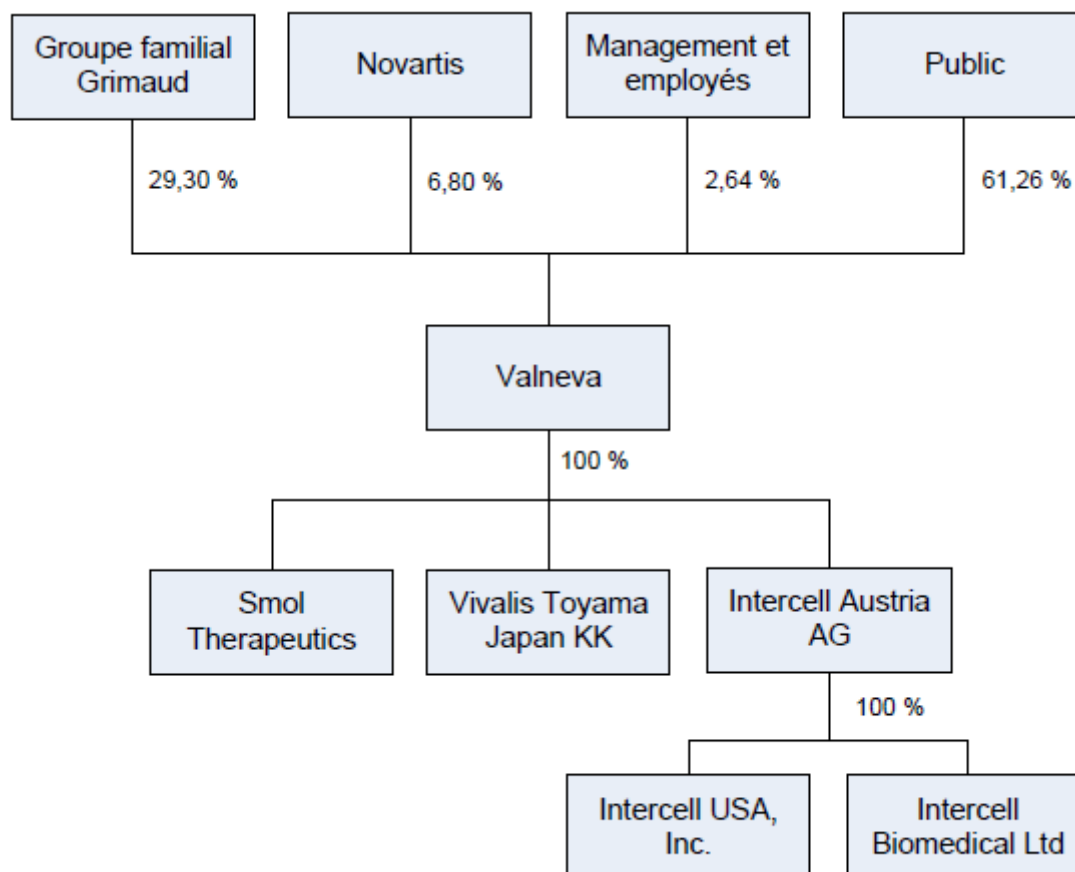
Sanofi Pasteur :

http://www.sanofipasteur.com/fr/Documents/PDF/Pages_de_Livret_de_presentation_de_la_vaccination_et_de_nos_vaccins_Dec_2007.pdf

Valneva : <http://www.valneva.com/>

ANNEXES

1. Organigramme simplifié de la répartition du capital de Valneva SE après la fusion¹³⁸



2. Tableau de répartition du capital de Valneva SE au 12 mai 2015¹³⁹

Groupe Grimaud La Corbière	16,21 %
Bpifrance Participations SA (précédemment FSI)	9,99 %
Management et salariés	1,04 %
Autres actionnaires inscrit au nominatif	1,95 %
Capital flottant	70,81 %

¹³⁸ Source : Document E

¹³⁹ Source : Site internet de Valneva SE

GLOSSAIRE

ADAM : Association de défense des actionnaires minoritaires

ANSA : Association nationale des sociétés par actions

AG : Aktiengesellschaft

AGE : Assemblée générale extraordinaire

AMF : Autorité des marchés financiers

AMM : Autorisation de mise sur le marché

BSA : Bons de souscription d'actions

CCI : Chambre de commerce et d'industrie

CE : Communauté européenne

CEE : Communauté économique européenne

DCF : Discounted cash flow

DPS : Droit préférentiel de souscription

EMA : Agence européenne des médicaments

FDA : Food and drug administration

FSI : Fonds stratégique d'investissement

GSK : GlaxoSmithKline

GSN : Groupe spécial de négociation

OPA : Offre publique d'achat

OPR : Offre publique de retrait

PEA : Plan d'épargne en actions

SA : Société anonyme

SE : Société européenne