

Les utilisations des CVG se sont multipliées dans les offres publiques récentes. Elles permettent d'affiner la classification des ces produits. Mais de nombreuses formules restent concevables en l'absence de règles spécifiques en la matière.

Le CVG, une arme stratégique dans les offres publiques

Arnaud Descleves
fonction ???

Stéphanie Halley
fonction ???

Ingénierie juridique
des activités financières
BNP

L'utilisation du certificat de valeur garantie (CVG) s'est accélérée lors des offres publiques lancées dernièrement en France. Le CVG est néanmoins porteur d'un paradoxe. D'une part, il semble s'être imposé comme un instrument incontournable dans les dernières opérations françaises. Est-ce un effet de mode ou parce qu'il remplit parfaitement certaines fonctions dans des cas de figure variés et permet d'affiner les offres ? En tout état de cause, en quelques mois, le CVG est entré dans les mœurs pour les spécialistes. En revanche, précisément parce qu'il a accompagné des offres publiques complexes et surtout parce qu'il a été utilisé à des fins différentes dans chaque cas, le grand public maîtrise encore mal cet outil. De surcroît, certaines de ses modalités pratiques ont pu varier dans le temps. Ainsi, une synthèse juridique des différentes opérations avec CVG permet de mieux comprendre l'arme stratégique qu'il constitue et ses différentes utilisations.

Aucune classification des CVG n'existe à ce jour

Tel que nous le connaissons en France aujourd'hui, le CVG est directement inspiré d'un produit identique anglo-saxon. Il a été utilisé en France dans huit opérations (**tableau 1**). Pour autant, il n'existe aucun encadrement juridique d'origine législative ou réglementaire, à l'exception de quelques règles fiscales. Il constitue donc un produit essentiellement façonné par la pratique. Il apparaît clairement que celui-ci ne peut pas s'analyser comme s'il constituait un seul type de produit. Aucune véritable recherche de classification juridique des différents CVG n'a encore été réalisée en France. Les trois premières opérations en cause étaient des OPA, la quatrième

(AXA/UAP) était une OPE. Dans ces trois premières opérations, le CVG était remis à des actionnaires de la cible qui conserveraient leurs actions, alors que dans l'opération AXA/UAP, il était remis, au contraire, à ceux qui apportaient leurs actions UAP. Tout naturellement, la première distinction effectuée l'a été entre le CVG utilisé dans une OPA, d'une part, et le CVG utilisé dans une OPE, d'autre part. Mais l'intérêt de cette classification sommaire a montré ses limites lorsque l'on a vu apparaître des CVG de type OPA dans une OPE, comme ce fut le cas dans la contre-offre de Rallye sur Casino, où l'on incite les actionnaires de la cible à ne pas venir à l'échange, contre remise de CVG.

On constate donc une évolution de la finalité du CVG qui était initialement remis pour sécuriser la détention de certains titres (de la cible ou de l'initiateur). Chaque titre était alors garanti par un CVG lui correspondant directement. Dans l'opération AGF/Worms, le CVG est utilisé comme une valeur mobilière autonome, remise en règlement ou en échange de la même manière qu'une soulte ou qu'une autre valeur mobilière. On s'éloigne alors de l'idée de garantie initialement attachée au CVG pour se rapprocher de la notion de titre porteur d'une valeur propre.

CVG attractifs et CVG défensifs

Une classification des CVG pourrait être effectuée en fonction non pas tant du type d'opération dans laquelle ils interviennent mais de leur finalité (**tableau 2**). On distinguerait ainsi :

- les CVG incitant les actionnaires de la cible à ne pas vendre ou échanger leurs titres mais à les conserver (le CVG est alors émis sur les titres de la cible). L'initiateur

peut limiter le coût immédiat de son offre s'il s'agit d'une OPA (Besnard/Rosario, Schneider/Spie, Derichebourg/CFF, Allianz/AGF) en espérant n'avoir qu'à acheter un nombre suffisant de titres. Il peut aussi limiter le risque de dilution en évitant d'émettre de nouvelles actions (ou d'autres titres donnant accès au capital) s'il s'agit d'une OPE (Rallye/Casino). Ce type de CVG pourrait être qualifié de défensif ;

- les CVG incitant au contraire les actionnaires de la cible à devenir actionnaires de l'initiateur (le CVG est alors émis sur les titres de l'initiateur). Ce type de CVG se rencontre dans des OPE (AXA/UAP, Promodès/Casino, AGF/Worms) comme dans des OPA – avec règlement partiel en titres – (AGF/Worms). Ce type de CVG pourrait être qualifié d'attractif.

Cette classification se révèle d'autant plus intéressante que l'étude juridique du CVG menée ici aboutit à maintenir nettement cette distinction sur chacun des points étudiés.

Le CVG : une valeur mobilière ?

La question principale qui se pose autour du CVG est de savoir s'il constitue une valeur mobilière. La définition légale des valeurs mobilières est principalement organisée par la loi du 23 décembre 1988 sur les Opvcvm (**encadré 1**).

Au niveau réglementaire, la Cob a précisé la notion à l'occasion de deux règlements concernant l'information à diffuser lors de l'admission à la cote officielle de valeurs mobilières (n° 91-02, art. 2 et 3) et l'offre au public de valeurs mobilières (n° 92-02, art. 2). Elle distingue ainsi deux types de valeurs mobilières, celles représentatives de capital et celles représentatives de créances (**encadré 2**).

Enfin, la doctrine s'accorde pour considérer que les éléments constitutifs d'une valeur mobilière sont :

- la possibilité pour les titres d'être cotés et négociés sur un marché boursier ;
- l'uniformité de leurs caractéristiques pour une même catégorie (montant, droits attachés, durée) ;
- le fait que le titre donne accès directement ou indirectement un droit sur le capital d'une société ou représente un droit de créance général sur le patrimoine de la société émettrice.

Le CVG est une garantie

L'exercice est simple. Il consiste à vérifier si le CVG répond aux différents éléments de définition d'une valeur mobilière énoncés ci-dessus. Quatre éléments essentiels de la définition ne font pas difficulté.

En effet, le CVG est émis par des personnes privées (jusqu'à présent), négociable sur un marché boursier, transmissible par inscription en compte ou tradition et confère des droits identiques à ses porteurs. Le CVG répond donc à tous les éléments de définition d'une valeur mobilière sauf en ce qui concerne le bien représenté ou auquel il donne accès : le CVG ne représente ni du capital ni une créance sur la société.

En effet, s'agissant des valeurs mobilières représentatives de capital, leur «cause», au sens du droit civil, ou leur fondement est constitué par un apport. Celui-ci prend la forme d'un apport en nature (des biens), en numéraire ou en industrie (un savoir-faire). S'agissant des valeurs mobilières représentatives d'une créance, dans leur conception actuelle, leur naissance est liée à une opération de prêt à la société émettrice. En l'occurrence, le CVG ne correspond ni à du capital ni à une créance, car la «cause» du CVG n'est ni un apport ni un prêt.

En réalité, le CVG représente une garantie. Naturellement, le droit au paiement de la garantie, si elle est appelée à jouer, prendra la forme juridique générale d'un droit de créance sur le patrimoine de la société. Mais ce droit de créance n'a rien de commun avec le droit de créance d'une obligation par exemple où il s'agit d'un droit à un remboursement. Les mécanismes juridiques en cause (garantie pour le CVG, remboursement pour l'obligation) sont donc totalement différents. Il est sans doute illusoire de prétendre faire entrer le CVG dans la catégorie des valeurs mobilières représentatives d'un droit de créance général sur le patrimoine de la société émettrice.

Ainsi, si le CVG est déroutant, c'est parce qu'il constitue la première valeur mobilière émise représentative d'une garantie. Il s'agit donc véritablement d'une valeur mobilière de «troisième type» ne correspondant à aucune des catégories de valeurs mobilières connues par la loi ou la doctrine.

Le CVG est-il contraire à l'article 217-9 ?

Même si sous certains aspects la question peut paraître injustifiée, la compatibilité du CVG avec l'article 217-9 de la loi de 1966 s'est posée à plusieurs reprises dans les opérations récentes (**encadré 3**). Celui-ci interdit à une société de consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers.

Ainsi une société peut-elle offrir un CVG, assimilable à une sûreté, dans le cadre d'une OPA ou d'une OPE ? A ce stade, la nouvelle classification des CVG

Article I de la loi du 23 décembre 1988

Sont considérés comme valeurs mobilières pour l'application de la présente loi :

- les titres émis par des personnes morales publiques ou privées,
- transmissibles par inscription en compte ou tradition,
- qui confèrent des droits identiques par catégorie et
- donnent accès, directement ou indirectement, à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine.

Les deux types de valeurs mobilières selon la Cob :

- **celles représentatives de capital** : «les actions ordinaires ou privilégiées, les certificats d'investissement, les certificats coopératifs d'investissement, les certificats représentatifs d'actions et de façon générale tous les autres titres, simples ou composés, donnant accès au capital» ;
- **celles représentatives de créances** : «les obligations, obligations à bons de souscription de titres de créance, titres participatifs, titres subordonnés, et de façon générale, toutes les autres valeurs mobilières, simples ou composées, exclusivement représentatives d'une dette de l'émetteur».

proposée ci-dessus permet d'étudier la question distinctement pour les CVG défensifs d'une part, et pour les CVG attractifs d'autre part.

Les CVG défensifs et l'article 217-9

S'agissant d'une OPA avec CVG défensif sur les titres de la cible de type Rosario, Spie, CFF ou AGF, il n'y a ni souscription ni achat par un tiers des actions de l'initiateur qui émet le CVG et qui consent ainsi la sûreté. L'article 217-9 de la loi de 1966 n'est donc pas en cause.

Dans le cadre d'une OPE avec CVG défensif remis aux actionnaires qui n'apportent pas leurs titres à l'échange (type Rallye/Casino), l'article 217-9 paraît pouvoir être écarté, aucun titre de l'initiateur n'étant acheté ou souscrit dans ce cas.

Toutefois, il convient que la structure de l'offre fasse clairement apparaître que les CVG sont remis exclusivement au titre du non-échange de tout ou partie des actions de la cible et que l'opération ne puisse pas être «globalisée» sans que l'on sache si les CVG sont remis au titre de l'échange ou du non-échange. Le cas échéant, les mêmes questions se poseraient que pour une OPE avec CVG attractif remis aux apporteurs (type AXA/UAP).

Les CVG attractifs et l'article 217-9

Dans le cas d'une OPE avec CVG attractif remis aux actionnaires qui apportent leurs titres (type AXA/UAP, Promodès/Casino, AGF/Worms à titre subsidiaire), la question se pose directement puisque la société initiatrice de l'offre émet le CVG et consent ainsi une sûreté en vue d'inciter des tiers à devenir ses actionnaires. Toutefois, l'article 217-9 interdit seulement de favoriser la souscription ou l'achat de ses propres actions. Or, par définition, une OPE s'analyse juridiquement comme un échange et le code civil définit l'échange de la manière suivante : *«un contrat par lequel les parties se donnent respectivement une chose pour une autre»* (article 1702). Dans le cadre de ces offres, l'échange a donc été interprété comme étant totalement distinct juridiquement d'une opération de souscription d'actions de la société initiatrice ou d'un achat.

En ce qui concerne l'achat, une analyse en droit civil semble permettre d'écarter aisément une analogie entre l'échange et l'achat. En revanche, la distinction entre l'échange et la souscription est plus délicate. L'échange résulte en pratique de la remise de titres de l'initiateur émis par augmentation de capital. Or, celle-ci implique nécessairement une souscription. D'autres feront prévaloir que l'augmentation de capital (et la souscription) est une simple modalité pratique de l'échange et que l'on se trouve donc en dehors du champ d'application de l'article 217-9.

Mais certains pourraient être tentés de considérer que l'augmentation de capital résulte forcément en droit des sociétés d'une souscription faisant automatiquement référence à l'article 217-9 et la garantie (que constitue le CVG) prohibée pour une telle opération.

- Pour les OPA avec règlement partiel en titres (dont des CVG) de type AGF/Worms pour l'offre à titre principal, la question doit être subdivisée :

- s'il y a remise d'actions de l'initiateur (par exemple des actions AGF) et de CVG, on est ramené au cas de figure suivant : OPE avec remise d'actions de l'initiateur et de CVG (de type AXA, Promodès et AGF, à titre subsidiaire, cf. ci-dessus) ;

- s'il y a remise d'autres titres que des titres de l'initiateur et de CVG ou bien encore remise de CVG seuls, non accompagnés de titres, les articles 217 et 217-9 ne sont pas en cause.

Comment le CVG peut-il être émis ?

L'attribution des CVG dans tous les cas est réalisée gratuitement par l'initiateur de l'offre, avec l'assistance pour la mise en œuvre pratique de la Sicovam. Jusqu'à ce jour, l'émission de CVG dans les différentes opérations a pu être autorisée par l'AGO ou le Conseil d'administration (AGF/Worms). La définition du CVG comme une valeur mobilière représentative d'une garantie pourrait permettre de se dispenser d'une assemblée générale. Toutefois, si cette solution était retenue, elle ne pourrait l'être que sur une base juridique qui ne semble pas être celle qui a été avancée jusque là.

En effet, il semble que les partisans du fait qu'une société n'a pas à réunir une assemblée pour émettre un CVG ont retenu l'un ou l'autre des deux arguments suivants :

- le conseil d'administration est compétent en vertu de la délégation globale reçue des actionnaires. Cette délégation lui permet de décider de l'émission de valeurs mobilières représentatives de capital ou d'emprunt. Or, comme il a été démontré ci-dessus, le CVG ne correspond pas à ce type de valeurs mobilières. La délégation au Conseil d'administration ne serait donc d'aucune utilité pour émettre des CVG.

- d'autres sont tentés de justifier la compétence au conseil d'administration par l'article 98 de la loi de 1966 selon lequel les cautions, avals et garanties données par des sociétés /.../ font l'objet d'une autorisation du conseil dans les conditions déterminées par décret. Or, dans l'esprit de ce texte, ces sûretés sont l'accessoire d'engagements, pris par la société ou un tiers,

pour sécuriser des créances. Le CVG est une garantie indépendante de toute créance. De ce fait, la compétence du Conseil ne reposerait pas sur la disposition de cet article.

L'organe compétent pour l'émission d'une telle valeur mobilière n'étant, par hypothèse, pas prévu par des dispositions expresses de la loi, il convient de le déterminer à la lumière des règles de droit commun existantes.

Selon l'article 98 de la loi de 1966 (**encadré 4**), l'assemblée est expressément compétente pour décider de l'émission de valeurs mobilières représentatives du capital (AGE) et autoriser les émissions d'obligations ordinaires (AGO). Même si l'assemblée des actionnaires est hiérarchiquement supérieure au conseil d'administration, la jurisprudence considère également qu'elle ne peut agir que dans la limite des pouvoirs que lui octroie expressément la loi. Dès lors, tous les autres actes sont de la compétence du conseil d'administration ou du président.

En l'absence de dispositions légales expresses donnant compétence à l'assemblée pour l'émission de valeurs mobilières représentatives d'une garantie, le président ou le conseil d'administration (le cas échéant le directoire) seraient donc seul compétent. Cependant, pour un tel engagement de la société, il semblerait plus logique que la décision soit prise par le conseil d'administration plutôt que par le Président seul.

Le sous-jacent du CVG peut être varié

En principe, la garantie que représente le CVG porte sur le cours de référence des titres détenus par la personne qui reçoit ce dernier. Jusqu'à présent, deux types de sous-jacent seulement ont été utilisés : des

actions ordinaires et des actions à dividende prioritaire (cf. Rallye/Casino). Mais on pourrait concevoir qu'une offre devant porter sur des obligations convertibles soit assortie d'un CVG dont le sous-jacent serait le cours de l'obligation convertible conservée. Le même raisonnement pourrait être tenu pour des obligations échangeables, remboursables ou des BSA.

De même, il serait envisageable de déconnecter le sous-jacent du CVG de la valeur mobilière sur laquelle porte l'offre. Ainsi, en droit au moins et sous réserve d'ajustement des autres paramètres du CVG, pour une obligation convertible (OC) de la cible conservée, il pourrait être remis un CVG garantissant le cours de l'action de la cible, et non pas de l'OC.

Le même raisonnement autorise, en théorie également, des CVG déconnectés du titre remis à l'échange dans le cas d'une OPE avec CVG attractif (de type AXA/UAP) ou d'une OPA (avec règlement partiel en titres, de type AGF/Worms, à titre principal).

Une liberté contractuelle à exploiter

L'utilisation du CVG est en perpétuelle évolution et l'absence de règles légales particulières pour encadrer cet instrument offre une très grande souplesse dans l'élaboration de chaque offre publique. Les prochaines offres devraient continuer à mettre en œuvre des CVG ou des produits annexes. Leur utilisation pourrait même être élargie avec par exemple l'émission de «CVG autonomes» détachés de toute notion de couverture titre par titre, dans le cadre d'offres ou d'autres types d'opérations. ■

L'article 98 de la loi de 1966

«Le conseil d'administration est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la société ; il les exerce dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires.»

4 Le CVG doit-il faire l'objet d'une garantie bancaire ?

La question s'est posée de savoir pourquoi une garantie bancaire des obligations de l'émetteur du fait du CVG était exigée par la COB dans certains cas seulement :

- **les CVG défensifs**, sur le cours de la cible (qu'il s'agisse d'une OPA -Rosario, Spie, Derichebourg, Allianz- ou d'une OPE -Rallye-) pour lesquels une garantie bancaire est demandée ;
- **les CVG attractifs**, sur le cours de l'initiateur (rencontrés dans des cas d'OPE - Axa, Promodès, AGF

pour l'offre subsidiaire – ou d'OPA – AGF pour l'offre principale –) pour lesquels aucune garantie bancaire n'est demandée.

Cette distinction s'inscrit dans une logique. Dans la mesure où les engagements financiers de l'initiateur d'une offre publique doivent être garantis par les banques présentatrices dans l'intérêt des actionnaires de la cible afin que ceux-ci puissent vendre ou échanger sans risques, il est normal que le

produit remis aux actionnaires que l'on incite à ne pas venir à l'offre soit garanti dans les mêmes conditions. En d'autres termes, si le paiement dû par l'initiateur au titre de la cession immédiate de ses actions par l'actionnaire est garanti, il est logique de lui garantir – à terme – le paiement du produit qui lui est remis pour qu'il s'abstienne d'apporter. L'égalité de traitement entre les actionnaires de la cible est à ce prix.

Parallèlement, il n'y aurait pas de logique à ce que le CVG attractif remis à l'échange (dans une OPE) ou dans le cadre d'un règlement partiel en titres (dans une OPA) soit garanti par des banques.

Aucune des valeurs mobilières remises dans un tel cadre ne bénéficie d'une telle garantie et il appartient aux actionnaires de la cible d'apprécier la solidité du produit qui leur est proposé, soit la solidité financière de l'initiateur/émetteur.