

Certificat de valeur garantie, une valeur mobilière multiforme

Arnaud Desclèves
Ingénierie juridique
des activités financières
BNP



Le certificat de valeur garantie a été récemment utilisé dans les offres publiques françaises. Sa définition n'est pas encore stabilisée. L'analyse des opérations concernées montre qu'il correspond déjà, au moins, à deux types distincts d'instrument financier.

Par imitation de certains marchés étrangers, le marché français a vu récemment naître une nouvelle valeur mobilière, appelée Certificat de valeur garantie (CVG). Le cadre juridique de ce nouvel outil financier n'étant pas encore défini, il n'est pas inutile de tenter de préciser son mode de fonctionnement, ou plutôt ses modes de fonctionnement, tant il est déjà évident que l'appellation CVG recouvre des mécanismes très différents les uns des autres.

Le CVG a été utilisé dans quatre opérations récentes :

- OPA de Besnard & Cie sur la Financière de Rosario (septembre 1994) ;
- OPA de Schneider SA sur Spie Batignolles (mai 1995) ;
- OPA de la Compagnie française des ferrailles sur Derichebourg Finances (oct. 1996) ;
- OPE d'AXA sur l'UAP (nov.-déc. 1996).

Indiscutablement, parmi ces opérations, il convient de distinguer différents types de CVG. Les trois premières opérations citées étaient des OPA simplifiées dans lesquelles il était offert aux actionnaires la possibilité, soit de venir classiquement à l'OPA, soit de conserver leur action et de se voir remettre un CVG pour chaque action conservée. Ce CVG donne droit, à échéance, au paiement de la différence constatée entre un cours garanti et le cours réel de l'ac-

tion de la cible à la date d'échéance. En outre, dans les opérations Rosario et Derichebourg, le CVG était accompagné d'une promesse d'achat d'actions par l'émetteur. Ainsi, lors de l'exercice du CVG, l'actionnaire pouvait soit demander le seul paiement de la garantie, soit exiger le rachat de son action par la société et obtenir en même temps le paiement de la garantie. En conséquence, la terminologie retenue dans ces opérations était celle de «bon de cession».

La dernière opération en date (AXA) est une OPE dans laquelle le CVG porte sur le titre de l'initiateur de l'offre (AXA) et non sur ceux de la cible (UAP). Le terme de Certificat de valeur garantie qui n'avait été utilisé que dans l'opération Spie a été retenu à nouveau pour cette opération.

Nature juridique du CVG

Selon les différentes précisions expressément apportées par les Notes d'opérations ayant reçu le visa de la Cob, le CVG est considéré comme :

- une valeur mobilière,
- négociable,
- transmissible par inscription en compte ou tradition,
- conférant des droits identiques à ses porteurs (1),
- représentant (ou donnant accès directement ou indirectement à) un droit de créance général sur le patri-

moine de la société émettrice. Il apparaît clairement que c'est ce dernier élément qui a permis de rattacher le CVG à la catégorie des valeurs mobilières. La loi du 23 décembre 1986 sur les Opcvm a en effet défini les valeurs mobilières comme «*les titres [...] transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnant accès, directement ou indirectement, à [...] un droit de créance général sur (le) patrimoine (de la personne morale émettrice)*».

Cette présentation de la nature juridique du CVG qui est faite dans les Notes visées par la Cob ressemble à une simple répétition des termes de la loi. Il n'y est pas procédé à une véritable étude (qui ne trouverait d'ailleurs pas sa place dans ces Notes). Toutefois, la qualification de valeur mobilière semble justifiée.

Dans leur conception actuelle, les CVG ne peuvent être émis que par des personnes morales de droit privé.

La double finalité des CVG

Deux grandes catégories de CVG ont été à ce jour utilisées. Dans les opérations Rosario, Spie et Derichebourg, les CVG étaient automatiquement attribués par la société initiatrice de l'OPA aux détenteurs d'actions de la cible qui n'avaient pas apporté leurs titres à l'OPA. Le CVG représentait

Caractéristiques pratiques du CVG

Modalités d'émission et d'attribution

- Précisément parce qu'il représente un droit de créance général sur son patrimoine, l'émission de CVG ne peut être décidée que par l'assemblée générale ordinaire de la société.

Dans tous les cas, l'attribution des CVG est réalisée gratuitement par l'initiateur de l'offre, avec l'assistance, pour la mise en œuvre pratique, de la Sicovam.

Par hypothèse, aucun CVG n'est remis à l'initiateur de l'offre en contrepartie des actions qu'il détient après

l'OPA ou l'OPE. Ainsi, le nombre de CVG émis ne peut être supérieur au nombre d'actions n'appartenant pas à l'émetteur antérieurement à l'offre publique.

Parité

- Jusqu'à présent, la quasi totalité des opérations ont été construites sur la parité suivante : un CVG contre une action. Cette parité ne semble nullement devoir être respectée pour des opérations futures. A cet égard, la Cob se déclare tout à fait ouverte à des parités très variées. D'ailleurs, dans l'opération AXA l'attribution

s'est faite sur la base de deux CVG pour cinq actions UAP remises à l'échange. Toutefois, cette opération était largement atypique en matière de CVG.

Forme

- Il semble que les CVG puissent être au porteur ou nominatifs. Toutefois, les bons de cession des opérations Rosario et Derichebourg, ainsi que les CVG de l'opération Spie, ont été émis exclusivement sous la forme au porteur, seuls les CVG AXA offrant le choix à leurs titulaires.

Garantie bancaire

- Dans les trois opérations Rosario, Spie et Derichebourg, la Cob a exigé que le paiement du CVG fasse l'objet d'une garantie de bonne fin accordée par un syndicat bancaire.

En revanche, sur l'opération AXA, sans doute compte tenu de la surface financière de l'émetteur et peut-être parce qu'un plafond était prévu (cf. infra), il a été expressément mentionné dans la note d'opérations que le CVG ne faisait pas l'objet d'une garantie réelle ou personnelle spécifique.

alors une garantie sur le cours de la société cible. En revanche, dans l'opération AXA, le CVG, s'il est également émis par la société initiatrice de l'offre, porte sur le cours de cette même société initiatrice et non sur le cours de la cible (UAP).

A ce double type de CVG correspond une double finalité. En effet, le CVG peut être utilisé dans deux cas de figure nettement distincts l'un de l'autre, avec des objectifs très différents.

Différer et limiter le coût de l'OPA...

Il peut s'agir, d'une part, de limiter ou de différer le coût d'une OPA lorsque l'acquisition de 100 % du capital de la cible n'est pas nécessaire. Le CVG est alors conçu comme un moyen de détourner les actionnaires de l'OPA et de les inciter à conserver leurs titres. Ce schéma correspond à celui des opérations Rosario, Spie et Derichebourg.

Si l'objectif est de différer le coût de l'OPA, l'initiateur de l'offre consentira alors une promesse d'achat des titres conservés, ce qui le contraindra à payer le prix de l'OPA (éventuellement actualisé) lors de l'exercice des CVG.

Si l'objectif est de limiter le coût de l'OPA (et donc le seuil de contrôle atteint), l'initiateur se contentera d'émettre des CVG seuls (sans promesse de rachat). Il ne devra alors payer que la garantie de cours. Ainsi, dans l'opération Spie où des CVG seuls avaient été émis, aucun titre n'a été acquis dans le cadre de l'offre.

Compte tenu de l'avantage que représente a priori le CVG pour les actionnaires, ceux-ci devraient tous pré-

férent conserver leurs titres. Toutefois, pour arbitrer entre la conservation ou l'apport à l'offre, l'actionnaire ancien considèrera notamment :

- l'espérance de gain au-dessus du prix garanti ;
 - l'existence ou non d'un plafond de garantie, donc son risque de perte maximum ;
 - le coût du portage jusqu'à l'ouverture de la période d'exercice du CVG.
- Ce dernier élément justifie l'importance qu'attachent les autorités de marché à la question de la durée de vie du CVG.

Parallèlement, le CVG peut générer l'intervention d'intermédiaires financiers qui choisissent d'acheter les titres aux anciens actionnaires (qui peuvent ne pas être intéressés par la gestion d'une option sur le cours d'une action), de ne pas les apporter à l'offre et de se voir donc attribuer les CVG. Naturellement, le prix d'achat proposé par ces intermédiaires aux anciens actionnaires devra tenir compte de leur renonciation au CVG. Le prix d'achat devrait donc se situer au-dessus du prix de l'OPA, à un niveau qui dépendra du pari fait sur l'évolution du cours de l'action et du montant de la garantie que représente le CVG. Par la suite, le marché des CVG sera dynamisé par ces professionnels.

...ou inciter les actionnaires à participer à une offre publique

Deuxième cas de figure, il peut s'agir, au contraire, d'inciter les actionnaires à venir à l'offre publique en leur offrant des CVG en complément

soit des titres remis en échange s'il s'agit d'une OPE, soit du numéraire remis s'il s'agit d'une OPA (ce système hybride de CVG incitatif à une OPA n'a pas encore été pratiqué).

Le CVG se rapproche alors très nettement d'une garantie de cours donnée par exemple dans une OPV. Il aura pour vocation de sécuriser l'échange (ou la cession) pour les actionnaires anciens. Sauf à ce que le prix de l'offre tienne compte par anticipation de la valeur du CVG, ce qui ne paraît pas envisageable, on conçoit alors aisément qu'en cas de mise en jeu de la garantie, l'offre sera plus coûteuse pour l'initiateur et que le CVG est bien un cadeau fait aux actionnaires anciens pour acquérir leurs titres.

On a vu que les trois opérations Rosario, Spie et Derichebourg correspondent à des OPA simplifiées avec CVG sur le cours de la cible et que l'opération AXA correspond à une OPE avec CVG sur le cours de l'initiateur. A cet égard, on peut s'interroger sur la compatibilité d'un CVG accordé par l'initiateur sur son propre cours avec les dispositions des articles 217-9 de la loi de 1966.

La compatibilité avec l'interdiction de rachat de ses propres actions

Cet article interdit à une société de consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers. On sait que cette règle est le complément, par analogie,

de l'interdiction générale de procéder à l'achat de ses propres actions.

La question doit donc être posée de savoir si une société peut offrir un CVG, assimilable à une sûreté, dans le cadre d'une OPA ou d'une OPE. S'agissant d'une OPA, 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. Théoriquement, la sûreté (c'est-à-dire le CVG) peut porter indifféremment sur le cours de la cible (CVG type Rosario) ou sur le cours de l'initiateur (système hybride non encore pratiqué et évoqué ci-dessus).

Les CVG, détachés des actions dont ils garantissent le cours, peuvent être admis à la cote officielle. Ils devront alors recevoir le visa de la Cob.

S'agissant d'une OPE, 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 de la loi 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).

Ainsi, le raisonnement qui semble avoir prévalu dans l'opération AXA est que l'échange qui s'opère à l'OPV ne constitue ni une souscription des actions de la société initiatrice de l'offre, au sens du droit des sociétés (même s'il est procédé à une augmentation de capital par émission de nouvelles actions) ni, selon le Code civil lui-même, une vente et donc, réciproquement, un achat de ces actions.

La doctrine s'accordera certainement sur le fait que la question de l'achat peut être écartée, l'OPE n'en constituant nullement un. En revanche, on peut être plus réservé sur la question de la souscription. Deux logiques pourront s'affronter sur le sujet. D'une part, on peut faire prévaloir la structure globale (et civiliste) de l'opération (un échange) sur ses

modalités pratiques de mise en œuvre (une augmentation de capital de l'initiateur, souscrite par la voie de l'échange) et conclure que l'on est hors du champ d'application de l'article 217-9. Mais on peut aussi faire prévaloir le droit des sociétés et disséquer l'opération d'OPE pour conclure que l'initiateur offre une garantie dans le cadre d'une augmentation de capital qui ne peut être que purement et simplement «souscrite» et que l'article 217-9 est donc applicable.

Le raisonnement civiliste ne tient naturellement pas compte du droit fiscal qui, en matière de droits d'enregistrement au moins, assimile les échanges à des doubles mutations. Mais on pourra admettre ici que l'autonomie du droit fiscal favorise en l'espèce trop ostensiblement les intérêts du Trésor pour que l'objection soit recevable et remette en question à elle seule l'analyse juridique tirée du Code civil.

En tout état de cause, une remarque limite ce raisonnement civiliste. Le droit civil est certes favorable à l'imagination en matière de CVG et il permet à l'initiateur d'une OPE d'y avoir recours, comme AXA. Mais la jurisprudence a fort logiquement rappelé que l'échange ne constitue une double donation qu'à la condition que la disproportion des biens échangés, manifestée par une soulté dépassant de beaucoup la valeur du bien acquis par une des parties, n'exclut pas la qualification d'échange de l'acte et n'en fasse en réalité une vente. Ainsi, on sera bien avisé de veiller dans ce cas à respecter une stricte proportionnalité entre les termes de «l'échange» de l'OPE. A défaut, la qualification d'offre publique d'échange pourrait être contestée au motif qu'elle s'analyse en réalité comme une vente : le CVG serait alors directement contraire à l'interdiction posée par l'article 217-9 précité. Mais d'aucuns s'étonneront sans doute que l'on puisse même envisager un tel cas d'école...

Deux types de garanties

Les CVG, détachés des actions dont ils garantissent le cours, peuvent être admis à la cote officielle. Ils devront alors recevoir le visa de la Cob, celui-ci pouvant être donné, comme c'est le cas en pratique, à travers le même document que celui présentant l'OPA ou l'OPE. Ainsi, certaines modalités pratiques (encadré) du CVG pourront être débattues avec les auto-

rités de marché à l'occasion de chaque opération.

En matière de garantie, deux cas de figure se rencontrent :

- soit le prix garanti par le CVG correspond au prix de l'OPA actualisé (au taux de 7,5 % dans l'opération Spie et au taux de 4,75 % dans l'opération Derichebourg),
- soit le CVG offre une garantie correspondant exactement au prix de l'OPA.

Naturellement, d'un point de vue financier, ce choix d'actualiser ou non la valeur garantie, modifie sensiblement le prix du CVG.

Dans certains cas, la garantie sera limitée à un montant maximum prédéterminé. Ainsi, le CVG permettra d'être remboursé de la différence définie ci-dessus «à hauteur de x francs». Ce plafond a été prévu dans l'opération AXA. Un cours de référence est alors fixé : la comparaison est effectuée toujours entre la valeur garantie prédéterminée et une moyenne de cours de bourse dans une période antérieure à l'ouverture de la période d'exercice du CVG. Cette période peut être librement fixée ainsi que les modalités de calcul exact de la moyenne des cours à retenir.

Dans d'autres cas, aucun plafond n'est appliqué et la garantie peut jouer à plein. Comme par exemple dans les opérations Rosario, Spie et Derichebourg. Ce critère permet de mieux distinguer encore les deux types de CVG existants tels que décrits ci-dessus.

Dans sa lettre du 14 avril 1992, la SBF avait précisé que la durée de vie de ce type de produit ne pouvait excéder deux ans. Toutefois, lors de l'opération AXA, il a été dérogé à cette règle puisque l'OPA s'est déroulée du 21 novembre au 18 décembre 1996 et que la période d'exercice du CVG s'ouvre au 1^{er} juillet 1999, soit une période de deux ans et demi environ.

Indépendamment de ce qui a pu être fait sur l'opération Rhône-Poulenc/Rorer, trop atypique pour servir de référence, il semble que la Cob puisse admettre à l'avenir des CVG dont l'échéance n'interviendrait qu'au-delà d'une période de trois ans. En effet, elle ne prendra en considération, dans une approche consumériste, que deux éléments : l'information du porteur et sa protection. A cet égard, si elle juge qu'un CVG de trois ans, assorti des modalités qu'on voudra bien lui soumettre, n'est pas contraire aux principes qu'elle a fixés dans ces deux domaines, elle devrait accepter pareille durée de vie.

Naturellement, rien n'interdit de prévoir des cas exceptionnels d'exercice anticipé du CVG. Ainsi, il était prévu dans l'opération Derichebourg que les CVG sur le cours de la cible deviendraient immédiatement exerçables en cas de nouvelle offre publique initiée par Derichebourg Finances, en cas de cession par cette dernière de titres au profit de l'initiateur d'une offre ayant reçu son accord ou au cas où Derichebourg viendrait à faire absorber la cible par une société non cotée...

Les modalités d'exercice confirment l'existence de deux types de CVG

Il a été observé que la durée de la période d'exercice dans les opérations précédentes était de quinze jours ordinaires (Rosario, Spie, Derichebourg). Au terme de cette période, les CVG non exercés sont définitivement caducs et ils sont annulés. Dans le cas de CVG type AXA, la garantie est servie automatiquement aux porteurs à une date donnée (1^{er} juillet 1999). Il n'y a pas d'«exercice» du CVG à proprement parler et il n'y a donc pas besoin de prévoir une période d'exercice.

Là encore, ce point permet de différencier nettement les deux types de CVG, leur nature même divergeant radicalement. Le premier constitue une garantie optionnelle et en cela, il est très proche d'une option, alors que le second ressemble davantage à une simple garantie appelée à jouer de manière automatique. La valeur de cette distinction, de nature essentiellement juridique, n'est pas affaiblie par le fait que l'un comme l'autre des CVG est évalué selon les méthodes classiques d'évaluation des options (Black & Scholes, Cox Ross & Rubinstein).

Des ajustements protecteurs des droits du porteur prévus par la Cob

Par analogie avec les ajustements prévus en cas d'opérations sur le capital pour les obligations échangeables en actions, la Cob s'est montrée aussi exigeante sur les CVG que sur les obligations remboursables en actions. En d'autres termes, elle a imposé les mêmes ajustements protecteurs des droits du porteur des CVG en cas d'opérations sur le capital de la société intervenant pendant la durée de

vie du CVG. La Cob ne devrait plus revenir sur le principe de ces ajustements, ni sur le principe de leurs détails dans la Note d'opération.

Traditionnellement, ces ajustements sont censés garantir aux porteurs des titres en cause les mêmes droits après les opérations en capital concernées. Très exactement, la Cob semble exiger que les ajustements soient réalisés de sorte qu'ils égalisent la valeur des titres apportés (bons ou actions) qui aurait été obtenue en cas d'exercice des bons avant la réalisation d'une des opérations en capital identifiée et la valeur des titres qui sera obtenue en cas d'exercice des bons après la réalisation de l'opération.

D'une façon générale, les ajustements prévus dans les opérations précédentes ont fonctionné de la manière suivante :

- un coefficient multiplicateur a été déterminé par rapprochement de la valeur ou du nombre des actions avant et après opération ;
- ce coefficient multiplicateur a été ensuite appliqué au cours de référence.

Ainsi, la différence entre le prix garanti et le prix de référence varie dans son montant à la hausse ou à la baisse selon que le coefficient multiplicateur est supérieur ou inférieur à 1.

Enfin, toutes les opérations qui ont eu lieu ont prévu la possibilité, pour l'émetteur de CVG, de procéder à tout moment à leur rachat afin de les annuler. Cette opportunité devra naturellement toujours être prévue afin de permettre à l'initiateur de profiter des périodes où le cours du CVG sera suffisamment bas pour qu'il puisse réaliser une économie par rapport au montant estimé de la garantie à payer à l'échéance.

De nouvelles versions du CVG veront probablement bientôt le jour

En conclusion, il apparaît clairement que la notion de CVG n'a pas de signification précise mais qu'elle correspond déjà, au moins, à deux «valeurs mobilières» distinctes et qu'elle est en cela multiforme. La créativité des intervenants sur le marché des actions, conjuguée à une forte demande – sans doute plus conjoncturelle que structurelle – pour ce genre de produits devrait faire littéralement exploser la notion. ■

(1) Parallèlement, jusqu'à ce jour, il a été précisé que les CVG émis lors d'une opération appartiennent tous à une même catégorie.

POUR MIEUX CONSEILLER VOS CLIENTS

Fiscalité, placements et réductions d'impôt

Une analyse des dernières dispositions fiscales. Définition pour le banquier des stratégies et conseils à apporter à ses clients.

Gervais Morel
256 pages
149 francs + 25 francs de frais de port (TVA 5,50 % incluse)

BANQUE Paribas éditeur

Banque éditeur
Mauricette Delbos
18 rue La Fayette 75009 Paris
☎ 01 48 00 54 08