

Marché de capitaux

Titres super-subordonnés : observatoire des émissions récentes

Les premières émissions de titres super-subordonnés (TSS) présentent des caractéristiques différentes mais poursuivent un objectif commun : renforcer son bilan sans diluer le capital et sans alourdir la dette senior. Se dessinent d'ores et déjà deux sous-catégories : les TSS bancaires et les TSS non bancaires.

HUIT MOIS APRÈS LE VOTE DE la loi de Sécurité financière, plusieurs émissions de titres super-subordonnés (TSS) publiques ou privées ont été lancées. Cette loi a confirmé la liberté des sociétés françaises d'organiser à leur gré la subordination de leurs titres de dettes et l'empressement avec lequel certains émetteurs ont su en tirer partie est de bon augure. Trois émissions récentes (*encadré 1*), l'une d'un émetteur non bancaire (Michelin en novembre 2003), l'autre d'un émetteur bancaire (CNCE en décembre 2003) et la troisième d'un établissement public agréé comme institution financière spécialisée (Agence française du développement en avril 2004), représentant au total 1 600 millions d'euros levés, témoignent de la vitalité de ce produit.

L'expression « titre super-subordonné » ne figure pas dans la loi, elle a été adoptée par les praticiens pour désigner une nouvelle génération de titres de créances plus subordonnés que les titres subordonnés classiques (TSR, TSDI, titre participatif, etc.) et présentant au plan économique un caractère hybride (intermédiaire entre dette et capital) ; mais avant d'aborder les caractéristiques de ces titres, il convient de s'attarder sur l'objectif auquel répondent ces nouveaux types de titres, objectif qui intègre d'autres préoccupations que la seule réalisation d'un emprunt.

LES OBJECTIFS DES ÉMETTEURS

L'amélioration de l'équilibre financier et le renforcement de la structure financière sont des objectifs partagés par l'ensemble des

émetteurs (entreprises ou banques) qui émettent des TSS. Certes, l'émission d'un TSS n'évite pas la création d'une dette mais elle en assouplit les termes de telle sorte que celle-ci ne puisse plus devenir une menace pour l'entreprise en cas de difficultés financières.

L'amélioration de l'équilibre financier peut résulter de caractéristiques du TSS permettant une optimisation de l'endettement global de l'entreprise (allongement des maturités, suspension des charges financières à certaines époques, etc.) ; dans le cas d'entreprises en difficulté, l'émission d'un TSS permet un apport de fonds sans gonfler le



OLIVIER HUBERT
Avocat
de Pardieu, Brocas,
Maffei, Leygonie



ANNICK MORICEAU
Direction
des finances
Crédit Agricole SA

1. Trois émissions récentes

	Novembre 2003	Décembre 2003	Avril 2004
Groupe	Michelin	CNCE	Agence Française du Développement
Montant (millions €)	500	800	300
Banques chefs de file	Société générale (chef de file), HSBC-CCF (chef de file associé)	CDC Ixis CM Merrill Lynch International	Société générale Barclays Capital
Coupon fixe	6,375 %	5,25 %	4,605 %
Coupon variable (après l'année 10)	Euribor 3 M + 2,95 %	NC	Euribor 3M + 1,32 %

volume de la dette senior dont elle rehausse le niveau ; enfin certaines émissions permettront une majoration des fonds propres de l'émetteur.

La constitution de fonds propres de base est l'objectif prioritaire des banques qui ont soutenu la réforme de la loi (*encadré 2*). À cet égard, les TSS apportent une réponse nouvelle à une problématique déjà ancienne : les établissements de crédit sont contraints par des ratios qui limitent à un certain multiple de leurs fonds propres de base, leur capacité à porter des risques, quelle qu'en soit la nature (risques de crédit, de marché, opérationnels, structurels, risque de portefeuille de participations...). Il devenait donc urgent de permettre l'augmentation de leurs fonds propres par des moyens qui ne présentent pas les contraintes d'une augmentation de capital classique (dilution des actionnaires existants, difficul-

l'émission de la Caisse nationale des caisses d'épargne (800 millions d'euros en décembre 2003) correspond à cet objectif (il s'agissait de financer l'acquisition de CDC Ixis). Cet exemple illustre l'intérêt des TSS comme instrument de financement d'acquisition, en particulier pour les établissements de crédit qui sont tenus de financer sur fonds propres leurs participations dans d'autres établissements de crédit, et seront tenus de le faire pour moitié sur fonds propres de base dès la mise en place de la réforme de Bâle II.

Le renforcement de l'équilibre financier de l'émetteur peut apporter une amélioration de la notation par les agences de *rating* dont il peut résulter une baisse des coûts d'emprunt ; l'émetteur peut donc arbitrer entre le coût du TSS (rémunération à servir aux investisseurs) et la baisse des taux d'intérêt sur le reste de sa dette.

cond est celui des normes comptables et le troisième est celui des agences de rating. La combinaison de ces différentes normes selon une pondération différente pour chaque émetteur explique que les TSS déjà émis aient des caractéristiques si contrastées.

LES CLAUSES DES TSS ÉMIS

Qu'est-ce qui distingue les TSS de titres subordonnés ordinaires ? En premier lieu leur extrême subordination qui en fait des dettes de dernier rang et apporte donc un confort supplémentaire pour les créanciers ayant un meilleur rang. En second lieu, leur capacité à absorber les risques et les pertes de l'entreprise, caractéristique qui singularise les TSS par rapport aux instruments de dette classiques et les rapproche des fonds propres de l'entreprise.

À ce stade de nouveauté du produit, il n'y a pas encore de standardisation des clauses des contrats d'émission ; le droit français, comparable sur ce point au droit anglais, laisse une grande liberté à l'émetteur pour choisir les clauses qui lui conviennent le mieux. Cette souplesse contraste avec la réglementation tatillonne qui s'applique à l'émission de titres de capital.

Malgré l'absence de similitude des clauses des contrats d'émission, on voit cependant se dessiner deux sous-catégories : les TSS bancaires et les TSS non bancaires ; les TSS précités de la CNCE et de Michelin en fournissent un exemple de chaque catégorie et il est intéressant d'en comparer les caractéristiques au regard de plusieurs critères. En ce qui concerne les TSS de l'AFD, ils sont similaires sur bien des points à ceux émis par la CNCE.

LA NATURE JURIDIQUE ET LE PLACEMENT DES TSS

Les titres émis par Michelin sont dénommés « titres subordonnés de dernier rang », ceux émis par la CNCE se dénomment « *deeply subordi-*

2. Une alternative aux *preferred shares*

Au plan économique, le TSS fait partie de la famille des titres intermédiaires entre dette et capital et dénommés « hybrides » ; il offre une alternative aux titres créés dans les années quatre-vingt-dix sous le terme de *preferred shares*, terme qui désignait généralement des augmentations de capital indirectes, c'est-à-dire réalisées par des filiales ad hoc situées au Luxembourg ou aux États-Unis et contrôlées par l'émetteur (et donc consolidées par lui) ; des opérations de cette nature ont été réalisées par des émetteurs bancaires et des sociétés industrielles qui devraient trouver dans les TSS une alternative simple à ces montages lourds à mettre en place, et non exempts de risques opérationnels.

tés à émettre dans une devise autre que l'euro, difficultés à organiser le versement d'un coupon trimestriel, absence de déductibilité du dividende, etc.), quand bien même le volume des fonds propres de base qui peut être constitué par des titres hybrides est limité à un certain pourcentage des fonds propres par les autorités bancaires.

Le financement d'une acquisition par des ressources stables peut aussi justifier l'émission de TSS ;

L'objectif de l'émetteur est l'un des éléments structurants du TSS ; il détermine les référentiels à prendre en compte. Le premier est celui de la Commission bancaire qui fixe la discipline à respecter par les établissements de crédit lorsqu'ils souhaitent obtenir le classement de leurs TSS en fonds propres de base (et sera sans doute suivie un jour par la Commission de contrôle des assurances en ce qui concerne les assureurs) ; le se-

nated notes ». Dans les deux cas, il s'agit de titres de créance, à caractère négociable émis en droit français ; les TSS Michelin ont été émis sous forme d'obligations dans le cadre d'une opération spécifique ; ceux émis par la CNCE ont été émis sous forme d'EMTN (*Euro medium term notes*) dans le cadre d'un programme d'émission, particularité ingénieuse qui permet la réalisation de nouvelles émissions à tout mo-

émetteur, il est probable que le placement de ce type de titres sera réservé dans un premier temps à des investisseurs institutionnels.

LE CLASSEMENT EN CAPITAUX PROPRES

L'assimilation des TSS aux capitaux propres est une question complexe dans laquelle il convient de distinguer le traitement au niveau des comptes sociaux, le traitement

prudentielle aux capitaux propres, la CNCE et l'AFD ont dû restreindre les droits des porteurs de TSS au remboursement de leur titre et le régime de rémunération de ceux-ci. Michelin qui n'avait pas cet objectif a pu offrir un meilleur traitement aux porteurs de TSS.

Les agences de notation examinent les TSS selon leur propre méthodologie qui vise à construire une opinion indépendante sur la capacité d'un émetteur à rembourser sa dette et non pas à mesurer leurs fonds propres ; elles ont une approche pragmatique des titres subordonnés et des titres hybrides ; Standard & Poors prend notamment en compte l'absence d'obligation de paiement qui pourrait mettre la société en défaut, l'absence de remboursement obligatoire à une date préfixée, l'effet tampon pour les autres créanciers en cas de défaut et le caractère permanent de la ressource correspondante.

UNE SUBORDINATION DE DERNIER RANG

Les TSS émis par Michelin sont des titres de dernier rang expressément subordonnés aux titres participatifs et emprunts participatifs ; ceux émis par la CNCE et l'AFD sont expressément subordonnés à toutes les autres dettes de l'entreprise, qu'elles soient chirographaires ou subordonnées. Malgré la différence de formulation, le résultat est sensiblement similaire : dans les deux cas les TSS ne concourent pas, avec les autres dettes de l'entreprise, dans la distribution des actifs en cas de liquidation. De ce fait, ils servent d'amortisseurs puisque des pertes éventuelles de l'émetteur qui n'auraient pas été absorbées par le capital social pourront être absorbées par les TSS. Les créanciers Seniors ne seront eux-mêmes affectés par ces pertes que si le capital social et le montant des TSS ne suffisaient pas à les absorber.

La notion de rang joue essen-

“Il est probable que le placement de ce type de titres sera réservé dans un premier temps à des investisseurs institutionnels.”

ment dans le cadre d'une documentation préalable.

Dans les deux cas, ces titres sont bien des titres de créance représentatifs d'une dette de l'émetteur ; ils ne possèdent aucune des prérogatives des titres de capital (ou donnant accès au capital) : ni droit de vote, ni droit aux dividendes ou au boni de liquidation, ni droit préférentiel de souscription, ni droit à l'information similaire à celui des actionnaires.

En ce qui concerne le placement, on notera que les titres Michelin ont fait l'objet d'un placement privé en France et à l'étranger (à l'exception des États-Unis où tout placement est expressément exclu par la documentation) suivi d'une admission à la cotation sur Euronext. Les titres CNCE ont été placés par un panel de banques européennes et leur cotation à Luxembourg est prévue. On peut regretter cette dispersion alors qu'une concentration sur un même marché aurait sans doute accéléré la naissance d'un marché secondaire. À noter qu'une cotation simultanée sur les deux places est prévue en ce qui concerne les TSS de l'AFD.

Compte tenu de la diversité des clauses utilisées pour satisfaire les besoins spécifiques de chaque

au niveau des comptes consolidés et le traitement prudentiel (qui ne concerne que les établissements de crédit).

Au niveau prudentiel, les TSS peuvent avoir pour effet de majorer les fonds propres de base de l'émetteur ; ceci s'applique aux TSS émis par la CNCE et l'AFD, mais pas aux TSS émis par Michelin qui n'est pas soumis aux règles prudentielles bancaires.

Selon les principes comptables français applicables à la préparation de comptes consolidés, les capitaux propres comprennent uniquement le capital et les réserves. Selon les normes IFRS, une condition nécessaire et non suffisante pour obtenir un classement en capitaux propres est que les instruments ne soient pas remboursables au gré des porteurs, à l'instar des actions. Par ailleurs, au regard de la doctrine comptable, les TSS ne rentrent pas dans la catégorie des capitaux propres puisque ce sont des titres de dette.

Une asymétrie entre le traitement comptable et le traitement prudentiel des TSS peut donc exister puisque ce dernier permet, sous conditions, leur qualification en fonds propres de base. On peut observer que pour obtenir une assi-

tiellement en cas de liquidation de l'entreprise, pour déterminer l'ordre de distribution des fonds disponibles. La Cour de cassation a confirmé la validité des conventions de rang dans un contexte concernant un emprunteur soumis à une procédure collective, et la loi est maintenant claire sur la validité des clauses organisant un ordre de paiement ; les investisseurs et émetteurs bénéficient donc d'un environnement juridique sécurisé en ce qui concerne la validité de ces clauses.

Dans les deux émissions précitées, les émetteurs n'ont pas exploité la possibilité, ouverte par la nouvelle loi, d'organiser un ordre de paiement entre leurs divers types de titres de dettes. Peut-être n'y avait-il pas de nécessité ou existait-il une difficulté à organiser des rangs pour des émissions futures ; toujours est-il qu'un tel mécanisme pourrait s'avérer utile dans d'autres cas où l'émetteur en cause aura de multiples lignes de titres et une grande diversité de niveaux de subordination.

REMBOURSEMENT DES TITRES ET PERMANENCE DU FINANCEMENT

Le positionnement des TSS en dernier rang ne suffit pas à sécuriser les créanciers de la société s'il n'est pas associé à une certaine permanence du financement correspondant, autrement dit ces deux caractéristiques doivent être jumelées pour que le bilan de l'émetteur soit effectivement renforcé. Les TSS émis par Michelin sont remboursables au terme de trente années ; ceux émis par la CNCE ont un caractère encore plus stable en ce sens qu'aucune disposition du contrat d'émission n'oblige l'émetteur à les rembourser (même si l'émetteur peut, de son propre chef, décider de les rembourser par anticipation après une période initiale de dix années).

En normes comptables françaises et IFRS, le caractère remboursable exclut le classement en

fonds propres consolidés ou en capitaux propres et cette approche est celle retenue par les régulateurs bancaires dès lors qu'il s'agit de qualifier les fonds propres prudentiels d'un établissement de crédit.

Dans les deux cas, on notera l'absence de clause d'exigibilité anticipée en cas de défaut, ce qui constitue une autre différence marquante par rapport aux titres obligataires ou aux titres subordonnés classiques et conforte le caractère permanent des fonds apportés.

Dans les deux exemples précités, le remboursement des titres se réalise en espèces ; un remboursement en actions ou autres titres de capital pourrait également s'imaginer de telle sorte que le TSS, lors de la survenance d'un événement préfixé se rembourse par une augmentation de capital et crée ainsi des capitaux propres supplémentaires.

UN COUPON À CARACTÈRE ALÉATOIRE

Le coupon d'une obligation classique constitue une dette au plan juridique. Elle est due même en cas de difficulté financière de l'entreprise et peut contribuer à aggraver la situation de celle-ci. Dans un TSS, le principe est inverse : l'émetteur peut interrompre le paiement des coupons en cas de dégradation

de sa situation, il y a là une autre ressemblance économique avec les instruments de fonds propres.

Une telle suspension du coupon doit pouvoir être possible sans être entièrement discrétionnaire, les investisseurs demandent en général des critères objectifs tels que l'absence de profits ou l'insuffisance de *cash flow*. Enfin, dans les cas précités, la suspension n'est pas toujours automatique, un émetteur peut avoir intérêt à maintenir le paiement d'un coupon pour préserver sa signature financière, même en cas de difficultés financières.

Les TSS CNCE et Michelin précités ont un point commun : le coupon d'intérêt n'est dû que si un dividende a été payé ou décidé au cours des douze derniers mois. La rémunération du titre n'est donc obligatoire que si les actionnaires reçoivent eux-mêmes un dividende ; autrement, elle est facultative. Par ailleurs le type de rémunération est bien différent d'un dividende puisqu'il est calculé comme un intérêt (fixe pendant dix années puis à taux variable ensuite) et non pas comme une quote-part des profits annuels de l'émetteur et la période de référence est décalée par rapport au dividende, celui-ci étant fonction des bénéfices de l'exercice précédent, alors que le coupon du TSS est fonc-

3. Le sort des coupons suspendus

- Le sort des coupons suspendus n'est pas traité de la même manière dans les deux TSS : dans le TSS Michelin, les intérêts non payés constituent un différé d'intérêts. Leur paiement est certes reporté, et ils constituent une dette de l'entreprise qui porte elle-même intérêts. Il y a donc un alourdissement du passif de l'entreprise mais le coupon suspendu constitue lui-même un passif super-subordonné ; il ne viendra donc pas en concours avec les autres dettes chirographaires ou subordonnées de l'émetteur en cas de liquidation.
- Dans les TSS CNCE et AFD, le mécanisme est différent : les coupons non payés sont définitivement perdus. Cet abandon définitif est fondamental au plan prudentiel et constitue l'un des critères qui distingue les fonds propres de base et les fonds propres complémentaires ; l'objectif de continuité d'exploitation prévaut donc sur la rémunération des capitaux.
- Au plan économique, les TSS supportent donc de manière continue le risque de l'entreprise non seulement au niveau du capital, mais aussi de la rémunération des fonds apportés.

tion du versement d'un dividende sur les douze derniers mois; au plan économique, ces TSS se rapprochent cependant des titres de capital en ce sens que l'émetteur qui ne réalise pas de bénéfices ne sera pas tenu de verser une rémunération (*encadré 3*).

PROGRESSIVITÉ DU COUPON ET FISCALITÉ

La clause de progression du coupon (*step-up*) est un autre point commun des deux TSS précités, elle prend la forme d'une majoration de la marge entrant dans le calcul du coupon à partir de la dixième année. Cette clause induit une incitation au remboursement du titre et elle est controversée lorsqu'elle devient une quasi-pénalité pour un émetteur qui ne rembourse pas les titres; le régulateur l'analyse alors comme étant une cause potentielle de rupture de la permanence des fonds propres. Dans les exemples précités, un *step-up* de 100 points de base à compter de la dixième année a cependant été admis.

La déductibilité fiscale du coupon est l'autre sujet d'importance, le traitement de ce sujet sort du cadre du présent article, rappelons seulement à ce sujet que le régime des titres obligataires a été clairement évoqué par le ministre des Finances lors du vote de la loi.

LES MÉCANISMES D'ABSORPTION DES PERTES

Les mécanismes contractuels d'absorption de pertes sont typiques des produits hybrides. Ils vont plus loin qu'une clause de subordination renforcée, leur but étant de permettre un allègement de la dette de l'entreprise en cas de difficultés financières.

La clause d'absorption de pertes organise un apurement du passif en l'imputant sur la dette subordonnée. Elle interroge le juriste en ce qu'elle libère un débiteur de ses engagements financiers; elle doit donc être analysée à la lumière de la jurisprudence sur les clauses potestatives. Généralement de telles

clauses sont associées à des clauses de retour à meilleure fortune en vertu desquelles la dette « effacée » redevient exigible si la situation de l'entreprise s'améliore; de ce fait, le dispositif ne libère pas nécessairement de manière définitive l'émetteur des obligations financières correspondantes.

Le TSS Michelin ne comporte pas de clause d'absorption de pertes; il prévoit certains cas d'extinction de la dette sans paiement intégral du porteur mais ce mécanisme ne joue qu'en cas de procédure collective, ou en cas de dissolution volontaire.

À l'inverse, les TSS bancaires comportent généralement un mécanisme d'absorption de pertes par lequel la dette (en intérêts puis en principal) se trouve réduite à concurrence des pertes. Ce mécanisme se déclenche généralement dès que la situation réglementaire et prudentielle de l'établissement de crédit l'exige et sans attendre une insolvabilité avérée ou en cas de défaut. À cet égard, le TSS devient donc un outil de gestion prudentielle des établissements de crédit: il assure le financement de ceux-ci mais un financement qui, en cas de difficultés financières de l'établissement, absorbe les pertes et se comporte comme un mécanisme d'assurance contre celles-ci au lieu d'augmenter le passif.

DE MULTIPLES POTENTIALITÉS

De manière fortuite mais assez heureuse, les premières expériences de TSS se sont réalisées avec des émetteurs ayant des problématiques différentes et ces expériences donnent un aperçu des multiples potentialités du produit. Porteur d'une rémunération majorée mais aussi d'un aléa économique supplémentaire, le TSS peut servir les besoins de multiples catégories d'émetteurs et aussi l'attente de certains investisseurs dont le nombre devrait s'accroître dès lors qu'un marché secondaire suffisant donnera aux titres un minimum de liquidité. ■