

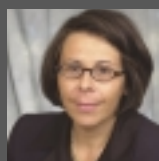
LSF

Première émission de titres super-subordonnés

La loi sur la sécurité financière (LSF)

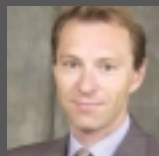
permet, depuis son entrée en vigueur, l'émission par les sociétés par actions françaises de nouveaux titres qualifiés de titres super-subordonnés.

GRÂCE À CETTE RÉFORME, les banques souhaitant émettre des titres super-subordonnés afin d'augmenter leurs fonds propres de base réglementaires (Tier 1) n'ont plus besoin de mettre en place des structures indirectes via des entités créées spécialement à cet effet hors de France, notamment aux États-Unis.



DIANE DE MOUY

Avocat à la Cour
Associé
Clifford Chance



ÉRIC ZELLER

Avocat à la Cour
Associé
Clifford Chance

L'émission de 800 millions d'euros effectuée par la Caisse nationale des Caisses d'épargne et de prévoyance constitue ainsi la première émission directe de Tier 1 non dilutif par une banque française.

La réalisation d'une émission de titres super-subordonnés éligibles au Tier 1 suppose, d'une part, que la documentation soit rédigée de telle sorte que le produit de l'émission puisse être qualifié de fonds propres pour les besoins de la réglementation bancaire. D'autre part, l'objectif de l'émetteur est que l'émission ne soit pas dilutive et que les intérêts versés aux porteurs

soient fiscalement déductibles, de façon à améliorer la rentabilité de ses fonds propres.

DES TITRES DE CRÉANCE SUPER-SUBORDONNÉS ÉLIGIBLES AU TIER 1

■ **Nouvel article L 228-97 du Code de commerce.** La LSF a modifié cet article du Code de commerce, de façon à permettre l'émission de valeurs mobilières représentatives de créances, dont le remboursement peut n'intervenir qu'après le désintéressement des autres créanciers de la société émettrice, y compris les prêteurs au titre de prêts

participatifs et les titulaires de titres participatifs. L'ancienne rédaction de l'article ne permettait pas que les titres émis puissent avoir un rang inférieur à celui des prêteurs au titre de prêts participatifs et des titulaires de titres participatifs.

La nouvelle rédaction de l'article prévoit en outre qu'un ordre de priorité des paiements puisse être stipulé pour cette catégorie de valeurs mobilières.

Par ailleurs, outre un remboursement en numéraire, les titres super-subordonnés peuvent donner le droit de souscrire ou d'acquérir une valeur mobilière de l'entrepri-

se émettrice, qui pourrait être tant un instrument de dette qu'un titre de capital. En d'autres termes, les titres super-subordonnés peuvent être émis soit comme des titres de créance simples, soit comme des titres de créance complexes.

■ **Titres de créance de tout dernier rang.** Il ressort des travaux parlementaires que l'objectif de la loi était de permettre aux sociétés françaises d'émettre des titres de créance de tout dernier rang, placés juste avant les actions, leur ouvrant ainsi la possibilité d'augmenter directement leurs fonds propres (ou quasi-fonds propres) sans procéder à une augmentation de capital. Il ne s'agissait donc pas de créer une nouvelle catégorie d'instruments financiers, mais seulement de permettre par voie contractuelle la fixation d'un nouveau rang de subordination de titres de créance ¹. Les sociétés par actions françaises dans leur ensemble (banques, sociétés industrielles ou commerciales, etc.) peuvent ainsi augmenter leurs fonds propres (ou quasi-fonds propres) sans l'effet dilutif direct ou différé du recours à des titres de capital, tels que des actions ou des valeurs mobilières donnant accès à terme au capital. La possibilité de fixer la subordination de manière contractuelle, et d'utiliser un ordre de priorité des

paiements, permet d'atteindre un tel résultat.

■ **Qualification de Tier 1.** Les banques peuvent ainsi recourir à des titres super-subordonnés pour améliorer leurs ratios prudentiels, ces titres étant susceptibles d'obtenir la classification de fonds propres de base sous certaines conditions. Cette classification relève de l'autorité de la Commission bancaire, qui veille notamment à l'application des règles posées par le Comité de Bâle ². Ainsi, le contrat d'émission doit notamment prévoir la suspension des intérêts en cas de dégradation de la situation financière de l'émetteur, sans cumulation des arriérés d'intérêts non payés, en principe. De plus, un mécanisme d'absorption de pertes doit être stipulé, ce mécanisme ayant pour objectif de permettre la poursuite de l'activité de l'émetteur. Le contrat d'émission peut à cet effet prévoir une réduction de la valeur nominale des titres émis avec, le cas échéant, un rétablissement de leur valeur initiale en cas de retour à meilleure fortune.

La qualification de Tier 1 dépend aussi de la maturité des titres, qui doivent être à durée indéterminée. Toutefois, une option de rem-

boursement anticipé peut être accordée à l'émetteur à compter de la dixième année. Une modification du taux d'intérêt (*step-up*) peut dans ce cas être prévue afin d'inciter l'émetteur à procéder au remboursement anticipé des titres à

“Les titres super-subordonnés peuvent être émis soit comme des titres de créance simples, soit comme des titres de créance complexes.”

compter de cette date. La documentation d'une émission de titres super-subordonnés peut ainsi concilier les attentes des investisseurs et les exigences nécessaires à la qualification du produit de l'émission en Tier 1.

■ **Documentation.** Les titres super-subordonnés peuvent, le cas échéant, être émis dans le cadre du programme EMTN de l'émetteur. Si ce programme ne prévoit pas l'ensemble des dispositions propres aux titres super-subordonnés et nécessaires à leur qualification de Tier 1, celles-ci devront être insérées dans le prospectus de l'émission. De plus, en raison de la nature super-subordonnée des titres, ...

- les éléments financiers et la description de l'émetteur devront le plus souvent être complétés.

La loi sur la sécurité financière du 1^{er} août 2003 permet en conséquence l'émission directe de titres Tier 1 non dilutifs par les banques françaises, ce qui devrait faciliter et simplifier ce type d'opérations pour bon nombre d'émetteurs. Il convient toutefois de noter que l'attrait pour ce type d'émissions pourrait être circonscrit pour les banques ayant déjà émis du Tier 1 sous forme « d'instruments innovants » dans la mesure où le Comité de Bâle limite ces derniers à 15% des fonds propres de base et que les titres super-subordonnés semblent actuellement devoir être rattachés à cette catégorie.

AMÉLIORER LA RENTABILITÉ DES FONDS PROPRES

Au-delà de l'aspect réglementaire, l'intérêt des titres super-subordonnés est l'absence de dilution des actionnaires de l'émetteur et l'amélioration de la rentabilité des fonds propres. À cet égard, les émetteurs souhaitent pouvoir s'assurer de la déductibilité fiscale des intérêts versés aux investisseurs. Sont-ils fondés à le faire ? La réponse à cette question dépend avant tout du traitement juridique et comptable des titres super-subordonnés émis.

■ **Au plan juridique.** Il est tout d'abord nécessaire que les titres super-subordonnés constituent juridiquement des titres de créance (par opposition à des titres de capital, tels que des actions ordinaires ou des actions de priorité). Sur ce point, l'article L 228-97 du Code de commerce est dénué d'ambiguïté : il fait référence à l'émission de valeurs mobilières représentatives de créances sur la société émettrice.

En outre, les caractéristiques traditionnelles suivantes des titres de capital ne se retrouvent pas dans les titres super-subordonnés :

- le droit de vote aux assemblées ;
- le droit aux bénéfices et notam-

ment le droit au boni de liquidation ;

- le droit préférentiel de souscription ;
- le droit à l'information³ et notamment le droit d'approuver les comptes de la société et de décider l'affectation de ses résultats ;
- l'affectio societatis.

■ **Au plan comptable.** Il est également nécessaire que les titres super-subordonnés émis soient comptabilisés en dettes ou en autres fonds propres dans les comptes sociaux de l'émetteur (le classement dans les comptes consolidés n'ayant à ce jour qu'un impact limité au plan fiscal). De même, la rémunération servie aux investisseurs devra être enregistrée en tant que charge et non en affectation du résultat.

Sous réserve du respect de ces conditions juridiques et comptables, la rémunération versée aux porteurs des titres super-subordonnés devrait être fiscalement déductible.

En ce qui concerne plus particulièrement les banques, la classification du produit de l'émission des titres super-subordonnés en fonds propres au regard des ratios prudentiels, ne devrait pas en tant que tel avoir d'effet sur le régime fiscal applicable aux titres en question. Certes, la jurisprudence récente du Conseil d'État a parfois fait prévaloir une analyse économique plutôt que strictement juridique des opérations. Néanmoins, au cas présent, remettre en cause la déductibilité des intérêts payés sur les titres super-subordonnés, au motif que ceux-ci s'analyseraient réglementairement comme des fonds propres⁴, irait bien au-delà de ce que la jurisprudence actuelle du Conseil d'État permet. En effet, si certaines clauses du contrat d'émission des titres super-subordonnés sont innovantes, elles ne dénaturent pas les titres émis qui restent clairement des titres de

créance dont la rémunération est constitué par un intérêt. De telles clauses ne constituent donc pas un motif suffisant pour remettre en cause la déductibilité fiscale de la rémunération servie aux investisseurs.

La nouvelle rédaction de l'article L 228-94 du Code de commerce apporte dès lors une plus grande flexibilité aux banques françaises, leur permettant d'émettre à moindre coût des titres super-subordonnés éligibles au Tier 1.

Par ailleurs, il convient de noter que cet aménagement législatif ne crée pas de nouvelles opportunités

“Au-delà de l'aspect réglementaire, l'attrait des titres super-subordonnés est l'absence de dilution des actionnaires de l'émetteur et l'amélioration de la rentabilité des fonds propres.”

que pour les banques. L'émission de titres Tier 1 n'est qu'une des différentes applications envisageables par les émetteurs. Cette nouvelle possibilité est ainsi susceptible d'intéresser les émetteurs (sociétés d'assurance, entreprises industrielles ou commerciales) désireux d'améliorer leur structure financière, dans le cadre d'émissions avec ou sans appel public à l'épargne, sans l'effet dilutif du recours à l'émission de titres de capital. Michelin vient de donner l'exemple en émettant des titres super-subordonnés pour 500 millions d'euros. ■

1 Rapport Philippe Marini, Commission des finances, Sénat, 28 mai 2003 n° 319.

2 Communiqué de presse du Comité de Bâle du 27 octobre 1998.

3 Hormis le droit de communication qui est attribué aux représentants de la masse des obligataires si les titres Tier 1 prennent la forme d'obligations.

4 On notera à cet égard que les prêts participatifs sont assimilés par la loi à des fonds propres (art. L 131-14 du Code monétaire et financier) mais restent des dettes au plan fiscal.