

Financements structurés

LES BANQUES DE COUVERTURE DANS LES FINANCEMENTS LBO



**GAUTHIER
DE BARMION**
Responsable
du Droit de
l'Ingénierie
Financière

Société
Générale

Les banques de couverture sont toujours présentes dans les opérations de financements LBO. Bénéficiant d'un rang de paiement équivalent à celui des prêteurs seniors, elles connaissent malgré tout des restrictions à leurs droits qui rappellent celles que connaissent les créanciers plus subordonnés. Leur situation juridique, souvent méconnue, mérite ainsi d'être clarifiée.

À l'instar de toutes les opérations de financements structurés, les opérations de financement d'acquisition avec effet de levier (dites de *leverage buy-out* ou LBO) se caractérisent par la mise à la charge de l'emprunteur de nombreux engagements. Qu'il s'agisse d'engagements de faire ou de ne pas faire, la plupart d'entre eux ont pour objectif de maintenir le profil de risque de la holding d'acquisition et de sa cible sur la base duquel les prêteurs ont accepté d'octroyer le crédit d'acquisition. Plus spécifiquement, certains engagements visent à ce que soient respectées les anticipations strictes de flux de trésorerie, qui ont déterminé le niveau d'endettement que peut supporter la holding d'acquisition (tant en principal qu'en intérêts)¹.

À ce titre, les documentations de financement LBO imposent quasi systématiquement aux entités qui souscrivent une dette d'acquisition de se prémunir contre le risque de variation du taux d'intérêt applicable à cette dette. Il est en effet important que l'entité qui emprunte ne se trouve pas exposée à une surcharge d'intérêts liée à l'augmentation du taux variable du financement. Une telle surcharge pourrait mettre cette entité dans l'incapacité d'assurer le service de sa dette et la conduire ainsi à une situation de défaut de paiement.

Les banques de couverture interviennent dès lors à part

entière dans le financement mis en place et sont, comme l'ensemble des autres créanciers, parties aux accords intercréanciers ou conventions de subordination.

La situation juridique des banques de couverture est cependant souvent mal connue car leur régime emprunte à la fois à celui des prêteurs seniors et à celui des créanciers plus subordonnés. Le présent article a ainsi pour objet de clarifier le rôle des banques de couverture et les stipulations contractuelles qui leur sont applicables en présentant brièvement les caractéristiques essentielles des contrats de couverture (I.), les droits dont bénéficient les banques de couverture (II.) et enfin les obligations et restrictions qui leur sont applicables (III.)².

I. CARACTÉRISTIQUES ESSENTIELLES DES CONTRATS DE COUVERTURE

1. Ainsi qu'on l'a dit, la documentation de financement impose à la holding qui emprunte pour financer l'acquisition d'une société-cible de couvrir le risque de variation du taux d'intérêt applicable à la dette d'acquisition³. Cette obligation est imposée par les prêteurs qui ne souhaitent pas que l'emprunteur reste exposé à un risque de variation de taux susceptible de menacer l'équilibre du financement.

Cette obligation de couverture figure soit parmi les engagements souscrits par l'emprunteur dans le contrat de crédit soit dans un document séparé (lettre de couverture ou *hedging letter*). Elle peut être totale ou partielle ; dans le premier cas, elle porte sur l'intégralité de la dette d'acquisition pendant toute la durée du financement tandis que dans le second (qui prévaut généralement dans les opérations de financements LBO), elle ne porte que sur un pourcentage minimum de l'encours de la dette d'acquisition pendant une durée qui peut être inférieure à celle du financement⁴.

1. C'est par exemple le cas des engagements de ne pas céder des actifs essentiels générateurs de revenus (tels des brevets) ou plus généralement des obligations de se conformer aux diverses réglementations fiscales, sociales ou encore environnementales de manière à ce que l'emprunteur ou son groupe ne devienne pas redevable de passifs imprévus.

2. Cet article expose plus spécifiquement la situation des banques de couverture dans les financements d'acquisition relatifs à des cibles françaises et régis en conséquence par une documentation contractuelle de droit français. Les principes énoncés sont toutefois largement transposables aux opérations de LBO transfrontalières et plus généralement à tout type d'opérations de financements structurés (notamment financements d'actifs, financements immobiliers et financements de projet).

3. Les tranches *capex*, destinées à financer des investissements ultérieurs, et *revolving*, destinées à financer les besoins en fonds de roulement, ne font généralement pas l'objet d'une couverture du risque de taux d'intérêt.

4. Classiquement, l'obligation de couverture pourra ne porter que sur 70 % de la dette d'acquisition pendant trois ans.

2. La couverture est effectuée par la mise en place de produits dérivés de taux conclus avec des banques dites de couverture. Il s'agit de produits dérivés non spéculatifs destinés uniquement à couvrir le risque de variation de taux d'intérêt.

Le produit de couverture le plus classiquement mis en place est un *swap* de taux d'intérêt; aux termes de ce produit, à chaque date de paiement d'intérêts au titre du contrat de prêt, l'emprunteur verse à une banque de couverture un montant fixe (calculé par référence à un taux d'intérêt fixe déterminé avec cette banque de couverture et appliqué à l'encours du financement faisant l'objet de la couverture) et reçoit en échange un montant variable correspondant au montant d'intérêts, déterminé par rapport au taux variable du financement, que l'emprunteur doit verser aux prêteurs au titre dudit financement. Que le taux variable augmente ou baisse, l'emprunteur paye ainsi toujours le même montant d'intérêts fixes à la banque de couverture et reçoit de cette dernière le montant d'intérêts variables dont il est redevable auprès des prêteurs; il se trouve ainsi effectivement couvert contre le risque de variation du taux d'intérêt variable applicable au financement⁵.

En pratique, les flux dus de manière réciproque par l'emprunteur et la banque de couverture font l'objet d'une compensation (ou « *netting* de paiement ») et seul le différentiel entre lesdits flux est effectivement versé. Ainsi, si le taux fixe est inférieur au taux variable, l'emprunteur reçoit de la banque de couverture le différentiel qui lui permet de payer l'intégralité des intérêts variables aux prêteurs, lui-même ne supportant financièrement que le montant d'intérêts à hauteur du taux fixe. Inversement, si le taux variable est inférieur au taux fixe, l'emprunteur verse l'intégralité des intérêts à taux variable aux prêteurs et verse le différentiel à la banque de couverture.

Le cas échéant, d'autres types de produits de couverture de taux peuvent être envisagés tels des *caps* (par lesquels l'emprunteur, moyennant le versement d'une prime initiale à la banque de couverture, se prémunit contre la hausse du taux variable au-delà d'un certain taux plafond en recevant, si le taux variable excède ce taux plafond, le différentiel de la banque de couverture) ou des *tunnels* de taux ou *collars* (par lesquels l'emprunteur paye à la banque de couverture le différentiel entre un taux plancher et le taux variable si celui-ci est inférieur au taux plancher et reçoit de la banque de couverture le différentiel entre le taux variable et un taux plafond si le taux variable est supérieur au taux plafond; ainsi l'emprunteur ne supporte que les variations de taux comprises entre une limite haute et une limite basse⁶)⁷.

5. Plus précisément, les montants fixes versés par l'emprunteur sont calculés par référence à un taux fixe de marché majoré de la marge du produit dérivé (ou *spread*) et les montants variables versés à l'emprunteur sont calculés par référence au taux d'intérêt variable du crédit (marge exclue). La charge d'intérêts effectivement supportée par l'emprunteur sur l'encours faisant l'objet d'une couverture correspond donc à un taux d'intérêt fixe de marché majoré de la marge du produit dérivé et de la marge du crédit.

6. De la même manière que s'il avait souscrit un *cap*, l'emprunteur se trouve donc protégé contre les augmentations du taux variable au-delà du taux plafond; en revanche, il ne bénéficie pas des baisses du taux variable en deçà du taux plancher. Il en résulte que le coût de ce produit est inférieur à celui d'un *cap*.

7. On peut également signaler que, en sus des produits de couverture de taux, l'emprunteur peut parfois souscrire d'autres produits de couverture destinés à couvrir certains risques de variation de ses *cash-flows* qui peuvent avoir un impact direct sur l'équilibre du financement. C'est notamment le cas pour les

Sur un plan juridique, l'ensemble des produits dérivés conclus avec une même banque de couverture sont régis globalement par un contrat-cadre (type ISDA ou FBF), composé d'un contrat-cadre proprement dit et d'une annexe qui amende et complète ledit contrat-cadre. Dans le cadre des financements LBO, le contrat-cadre mis en place est un contrat-cadre spécifique destiné à régir uniquement des opérations de couverture liées au financement. Chaque produit de couverture en tant que tel est conclu oralement lors d'une conférence téléphonique puis fait l'objet d'une confirmation écrite qui reprend, et précise, les éléments sur lesquels les parties se sont mises d'accord oralement. La confirmation indique également qu'elle est soumise aux stipulations du contrat-cadre et de son annexe (sauf en cas de contradiction auquel cas la confirmation prévaut).

3. En raison de la conclusion des contrats de couverture, chaque banque de couverture devient un créancier dans le cadre du financement LBO concurrentement aux autres créanciers que sont les prêteurs seniors et, le cas échéant, les créanciers mezzanine ou subordonnés.

Les créances dues aux banques de couverture et celles dues aux autres créanciers sont cependant de nature distincte, étant par ailleurs précisé que les banques de couverture sont susceptibles, le cas échéant, de devenir redevables de ces mêmes créances envers leur contrepartie.

Deux types de montants peuvent en effet être dus par les parties à un contrat de couverture, à savoir les montants dus au titre des échéances contractuellement prévues par le contrat de couverture et les montants dus en cas de résiliation anticipée du contrat de couverture.

En ce qui concerne les montants dus au titre d'échéances contractuellement prévues, il s'agit typiquement, dans le cadre d'un *swap* de taux d'intérêts, du différentiel entre le montant fixe dû par l'emprunteur et le montant variable dû par la banque de couverture; ce différentiel peut être dû aussi bien par la banque de couverture que par l'emprunteur en fonction du niveau du taux variable à la date de paiement.

Par ailleurs, à l'instar de tout produit dérivé, en cas de résiliation d'un produit de couverture de taux, l'une ou l'autre partie sera redevable d'une valeur de résiliation. Cette valeur de résiliation correspond essentiellement à la valeur de marché (*mark-to-market*) du produit de couverture à sa date de résiliation. À nouveau, en fonction des conditions de marché à la date de résiliation (et plus particulièrement s'agissant de produits de couverture de taux, du niveau des taux d'intérêt à cette date), cette valeur de résiliation⁸ pourra être due par l'emprunteur ou la banque de couverture. Il est à noter que ce montant sera d'autant plus important que le niveau des taux d'intérêts aura fortement évolué depuis la date de conclusion du produit de couverture.

emprunteurs dont les revenus sont dépendants de l'inflation, du cours d'une devise ou du prix de certaines matières premières. La stratégie de couverture, déterminée lors de la mise en place du financement, peut identifier ces risques et imposer à l'emprunteur de souscrire des instruments de couverture adéquats.

8. La somme due en cas de résiliation peut prendre des dénominations différentes telles solute ou coût de rupture ou encore solde de résiliation. Cette notion de solde est liée au fait que si plusieurs opérations de dérivés conclues sous un même contrat-cadre sont résiliées, les valeurs de résiliation de chacune d'entre elles, qu'elles soient positives ou négatives, sont agrégées de manière à former un solde unique conformément au mécanisme de résiliation-compensation ou de *close-out netting* (article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier).

4. L'ensemble de ce qui précède explique en grande partie le statut hybride des banques de couverture dans les financements LBO.

Il est tout d'abord essentiel que la couverture du risque de taux soit maintenue pendant la durée du financement ; en effet, en cas de résiliation anticipée, l'emprunteur deviendrait exposé au risque d'augmentation des taux d'intérêts et pourrait se trouver dans l'impossibilité d'assurer le service de la dette. De surcroît, suite à une résiliation anticipée, l'emprunteur pourrait devenir redevable d'un solde de résiliation à la fois important et imprévu. Il en résulte que les banques de couverture voient leur droit de résiliation strictement encadré (de la même manière que les créanciers les plus subordonnés ne peuvent pas librement réclamer l'exigibilité anticipée des sommes qui leur sont dues).

Toutefois, les banques de couverture ne peuvent renoncer à certaines de leurs prérogatives sans contrepartie. Il est donc naturel de leur conférer un certain nombre de droits et, notamment, une équivalence de rang avec les prêteurs seniors.

Le principe de base est en réalité celui-ci : compte tenu du fait que les prêteurs seniors tiennent à ce que les exigences de couverture soient respectées, les accords inter-crédanciers limitent les droits de résiliation des banques de couverture. En revanche, en contrepartie du renoncement partiel par les banques de couverture à leurs droits de résiliation, les sommes qui leur sont dues bénéficient d'un rang de paiement prioritaire, équivalent à celui des prêteurs seniors.

Sur la base de ce principe, on peut désormais envisager les clauses relatives aux droits des banques de couverture puis celles relatives aux obligations et restrictions qu'elles connaissent, étant rappelé que ces clauses sont principalement stipulées dans les accords inter-crédanciers.

II. LES DROITS CONSENTIS AUX BANQUES DE COUVERTURE

1. Le principal droit consenti aux banques de couverture réside dans le statut de créancier senior bénéficiant des sûretés du financement et d'un rang de paiement *pari passu* avec celui des prêteurs seniors (y compris, le cas échéant, au titre des opérations de couverture de la dette mezzanine).

Cette équivalence de rang est stipulée dans les accords inter-crédanciers, et plus particulièrement par deux types de clauses :

- la clause de rang ou de subordination qui stipule en principe dès le début de l'accord inter-crédanciers, et de manière générale, quels sont les créanciers de premier rang, de second rang et, le cas échéant, de rangs encore inférieurs ;
- la clause d'ordre de paiement, dite également de *waterfall*, qui indique dans quel ordre les différentes créances dues au titre du financement doivent être payées.

2. Les clauses de rang peuvent se présenter sous la forme d'une clause générale qui indique que les banques de couverture sont bien des créanciers de premier rang au même titre que les prêteurs seniors, les créanciers de second rang étant généralement les prêteurs mezzanine et les créanciers de troisième rang les investisseurs. Elles

se présentent cependant le plus souvent dans les accords inter-crédanciers de droit français sous la forme de clauses de subordination par lesquelles les créanciers subordonnés reconnaissent et acceptent que les sommes dues aux créanciers prioritaires (en ce inclus les banques de couverture) soient payées par priorité, préférence et antériorité aux sommes qui leur sont dues.

3. La clause d'ordre de paiement (ou de *waterfall*) indique plus spécifiquement l'ordre de paiement entre les différentes créances à la fois selon leur nature (commissions, intérêts de retard, intérêts, principal, etc.) et selon le créancier auquel elles sont dues (agents, prêteurs seniors, banques de couverture, créanciers mezzanine, etc.).

Il peut exister en réalité deux clauses d'ordre de paiement : celle applicable pendant la durée normale du financement (et mise en œuvre par l'agent du financement) et celle applicable suite à la déclaration de l'exigibilité anticipée du financement et à la réalisation des sûretés (et mise en œuvre par l'agent des sûretés).

De manière à respecter l'exigence d'une équivalence de rang entre les prêteurs seniors et les banques de couverture, c'est surtout cette seconde clause d'ordre de paiement qui est essentielle ; elle prévoit ainsi que les sommes obtenues lors de la réalisation des sûretés, et plus généralement toutes sommes reçues de l'emprunteur suite à l'exigibilité anticipée du financement, seront affectées de manière *pari passu* et au prorata au paiement des sommes dues aux banques de couverture et de celles dues aux prêteurs seniors.

La première clause d'ordre de paiement (à savoir celle applicable pendant la durée normale du financement) figure généralement dans le contrat de crédit et ne concerne pas les banques de couverture ; dans le cas contraire (qui suppose, d'une part, que cette clause soit stipulée dans un contrat auquel sont parties les banques de couverture et, d'autre part, que l'agent du financement reçoive de l'emprunteur l'ensemble des flux destinés aux parties financières, en ce compris les banques de couverture), il est important pour les banques de couverture que cette clause prévoie cette équivalence de rang. En particulier, en cas de remboursement anticipé du crédit, les coûts de rupture des opérations de couverture associées au principal remboursé par anticipation doivent être payés au même rang que ledit principal.

Enfin, on peut noter que lorsque les clauses d'ordre de paiement distinguent des rangs différents pour le paiement des sommes dues en principal aux prêteurs seniors des sommes qui leur sont dues en intérêts, il est d'usage de prévoir que les sommes dues au titre d'échéances contractuellement prévues par le contrat de couverture viennent au même rang que les sommes dues en intérêts aux prêteurs seniors tandis que les sommes liées à la résiliation des contrats de couverture sont payées au même rang que celles dues en principal aux prêteurs seniors.

4. En ce qui concerne le bénéfice des sûretés, il convient de remarquer qu'on peut distinguer la situation où les banques de couverture sont bénéficiaires juridiques des sûretés de celle où elles en sont uniquement les bénéficiaires économiques.

Dans le premier cas, les sûretés sont consenties à la fois aux prêteurs et aux banques de couverture (par le biais de

l'agent des sûretés qui agit pour le compte de l'ensemble des créanciers seniors). Les banques de couverture sont donc juridiquement titulaires des sûretés concernées et peuvent disposer à ce titre d'un droit réel sur certains actifs faisant l'objet desdites sûretés. On peut noter que cette solution n'est cependant pas toujours possible. Certaines sûretés (comme la cession Dailly ou encore le privilège de prêteur de deniers) ne peuvent par exemple être consenties qu'à des prêteurs.

Dans le second cas, les sûretés ne sont pas consenties directement aux banques de couverture mais le produit de réalisation des sûretés est affecté de manière équivalente entre les banques de couverture et les prêteurs seniors conformément aux principes mentionnés ci-dessus. Les banques de couverture bénéficient alors économiquement des sûretés même si elles n'en sont pas juridiquement titulaires. L'accord inter-crédanciers doit dans ce cas contenir des stipulations visant à préserver les droits des prêteurs seniors qui abandonnent au profit des banques de couverture une partie du bénéfice des sûretés juridiquement consenties par l'emprunteur à la garantie de ses seules obligations envers les prêteurs seniors.

En effet, la dette des prêteurs seniors s'éteint dans cette hypothèse à hauteur du produit de l'exercice des sûretés consenties uniquement à eux. Il convient dès lors de veiller à ce que les prêteurs seniors ne soient pas dans une situation où il ne leur serait plus possible de poursuivre l'emprunteur pour la portion du produit de réalisation des sûretés qui a été ré-allouée aux banques de couverture et prévoir, à ce titre, que les prêteurs seniors seront subrogés dans les droits des banques de couverture à hauteur des montants reçus par ces dernières. Ainsi, les prêteurs seniors pourront exercer les recours dont disposaient les banques de couverture à l'encontre de l'emprunteur pour tenter de recouvrer la portion du produit des sûretés qui aura été versée aux banques de couverture⁹.

Même si le seul bénéfice économique des sûretés est envisageable, l'octroi d'un bénéfice juridique est évidemment préférable pour les banques de couverture. C'est pourquoi dans l'hypothèse où il n'y a pas d'obstacle juridique à ce que les banques de couverture bénéficient d'une sûreté mais seulement un obstacle technique (notamment lié au fait que les banques de couverture ne sont pas encore connues à la date de constitution de la sûreté), on peut prévoir un mécanisme d'accession grâce auquel les banques de couverture bénéficieront juridiquement de cette sûreté. Ce mécanisme est fréquemment envisagé en ce qui concerne la sûreté essentielle d'un financement d'acquisition, à savoir le nantissement de comptes de titres financiers portant sur les actions de la société-cible¹⁰.

5. L'équivalence de rang avec les prêteurs seniors est le droit essentiel conféré aux banques de couverture. Il est toutefois également envisageable de leur conférer des

droits de vote afin qu'elles participent aux décisions qui doivent être prises par les prêteurs seniors dans le cadre du financement (notamment quand l'emprunteur soumet des demandes d'avenants à la documentation ou de renonciation à l'application de certaines clauses de ladite documentation ou quand, suite à la survenance d'un cas de défaut, les prêteurs doivent décider de déclarer le financement exigible par anticipation). Les droits de vote des banques de couverture s'exercent alors au prorata des sommes qui leur seraient dues si elles devaient résilier les opérations de couverture à la date de consultation. La participation des banques de couverture aux décisions liées au financement est cependant le plus souvent limitée aux décisions devant être prises suite à la déclaration de l'exigibilité anticipée du financement et donc, essentiellement, aux instructions qui doivent être données à l'agent des sûretés dans le cadre de la réalisation de celles-ci. En tout état de cause, les banques de couverture requièrent au minimum un droit de veto sur toutes décisions susceptibles d'affecter leurs droits (et notamment leur priorité de paiement)¹¹.

III. LES OBLIGATIONS ET RESTRICTIONS MISES À LA CHARGE DES BANQUES DE COUVERTURE

1. Comme indiqué plus haut, les banques de couverture sont assimilées aux prêteurs seniors en ce qui concerne la priorité de paiement des sommes qui leur sont dues. Toutefois, les documentations de financement, et plus particulièrement les stipulations des accords inter-crédanciers, prévoient un certain nombre de restrictions à l'exercice de leurs droits (notamment leur droit à paiement et leur droit à résiliation) à l'instar de celles que connaissent les créanciers plus subordonnés dans la structure de financement. La seniorité de paiement conférée à chaque banque de couverture se présente d'ailleurs souvent comme la contrepartie directe des limitations à ses droits et ne devient effective qu'une fois que ces limitations ont été acceptées par cette dernière¹².

2. La première restriction porte sur les droits de résiliation des banques de couverture¹³. Tout comme les contrats de crédits, les conventions-cadres qui régissent les opérations de couverture comportent un certain nombre de cas de résiliation¹⁴.

9. En l'absence d'un tel mécanisme de subrogation, il devrait être clairement indiqué dans l'accord inter-crédanciers que les prêteurs renoncent à la partie de leur créance correspondant à ce qui sera versé aux banques de couverture, et ce afin d'éviter tout risque de mise en cause de la responsabilité de l'agent et de l'agent des sûretés.

10. Plusieurs mécanismes juridiques peuvent être utilisés comme le nantissement de second rang ou la signature d'une déclaration de gage rectificative.

11. On peut noter qu'il est rare que la banque de couverture (ou une autre société de son groupe) n'intervienne pas également en qualité de prêteur dans le financement ; dans cette situation, on peut présumer qu'elle sera à tout le moins consultée par l'entité prêteuse de son groupe lorsqu'une décision, qui pourrait affecter ses droits, est susceptible d'être prise par l'ensemble des prêteurs.

12. De nombreux accords inter-crédanciers indiquent ainsi que les banques de couverture ne bénéficieront d'une priorité de paiement qu'une fois qu'elles auront adhéré auxdits accords inter-crédanciers et donc accepté les limitations à leurs droits qui y sont stipulées. Il convient toutefois de veiller à ce que les formalités d'adhésion n'imposent pas des contraintes trop lourdes (comme la notification à l'ensemble des parties à l'accord inter-crédanciers) qui, faute d'être respectées, empêcheraient une banque de couverture de devenir effectivement un créancier senior ou prioritaire.

13. On soulignera que de la même manière, les créanciers plus subordonnés (« mezzaneurs » ou sponsors) voient leur possibilité de demander l'exigibilité anticipée de leurs créances strictement encadrée voire interdite.

14. La convention-cadre FBF relative aux opérations sur instruments financiers à

Toutefois, les accords inter-cranciers posent le plus souvent, à l'encontre des banques de couverture, une interdiction de principe de résilier les contrats de couverture. Comme on l'a déjà précisé, il s'agit d'éviter qu'à la suite d'une résiliation décidée par une ou plusieurs banques de couverture, l'emprunteur se trouve à la fois sans couverture et redevable d'un solde de résiliation qui pourrait se révéler important.

Un certain nombre de cas de résiliation sont cependant classiquement conservés par les banques de couverture¹⁵.

Les banques de couverture peuvent ainsi le plus souvent résilier si :

- la contrepartie ne paye pas à sa date d'exigibilité une somme due au titre des contrats de couverture ;
- la contrepartie devient insolvable ou fait l'objet d'une procédure collective¹⁶ ;
- il devient illégal pour elle de rester partie aux contrats de couverture ;
- une retenue à la source affecte les sommes qu'elle doit percevoir au titre des contrats de couverture¹⁷.

Le premier cas de résiliation (à savoir le défaut de paiement) est tout à fait essentiel pour les banques de couverture. C'est en effet le cas de défaillance le plus grave et les banques de couverture souhaitent pouvoir résilier librement s'il survient sans être dépendantes d'une décision des prêteurs seniors¹⁸. Toutefois, un délai de grâce supplémentaire peut parfois leur être imposé durant lequel elles ne pourront pas résilier les opérations de couverture¹⁹. Il s'agit pour les prêteurs seniors d'éviter que, à la suite d'un défaut de paiement, les banques de couverture ne résilient immédiatement les opérations de couverture (ce qui conduirait le plus souvent lesdits prêteurs seniors à déclarer à leur tour l'exigibilité anticipée du prêt)

pour se donner éventuellement le temps de négocier avec l'emprunteur une solution permettant de maintenir à la fois le financement et la couverture qui y est associée. Les chances de mettre en œuvre une restructuration se trouveraient considérablement amoindries une fois que les banques de couverture auraient résilié les opérations de couverture et que l'emprunteur, déjà en difficulté, deviendrait redevable d'un solde de résiliation²⁰.

Outre les cas de résiliation évoqués ci-dessus qui figurent dans les conventions-cadres standard, il convient d'autoriser deux cas de résiliation supplémentaires à savoir :

- l'exigibilité anticipée de la dette faisant l'objet d'une couverture ;
- le remboursement anticipé de tout ou partie de ladite dette (voire la simple annulation d'un engagement de prêter dans l'hypothèse où le produit de couverture a été conclu au titre de crédits n'ayant pas encore fait l'objet d'un tirage)²¹.

Le premier cas de résiliation supplémentaire (à savoir la survenance de l'exigibilité anticipée de la dette faisant l'objet d'une opération de couverture) est toujours prévu pour deux raisons. En premier lieu, il n'y a plus de nécessité de maintenir une opération de couverture du risque de taux d'intérêt sur une dette qui a fait l'objet d'une déclaration d'exigibilité anticipée et sur laquelle il n'y a plus d'échéance d'intérêts correspondant à l'opération de couverture. En second lieu, si les banques de couverture ont renoncé à se prévaloir d'un certain nombre des cas de résiliation qui leur sont normalement offerts (par exemple la survenance d'un cas de défaut sur une autre dette ou la disparition d'une sûreté), c'est également parce que ces cas de résiliation constituent généralement *mutatis mutandis* des cas de défaut au titre du contrat de crédit permettant aux prêteurs seniors de rendre le financement exigible par anticipation²². Les banques de couverture n'ont donc pas purement et simplement renoncé à ces cas de résiliation mais plutôt soumis leur exercice à la décision des prêteurs de mettre fin à l'opération de financement en cas de survenance desdits cas.

En d'autres termes et de manière plus générale, on peut considérer qu'il existe deux types de cas de résiliation liés à un manquement ou une défaillance de la contrepartie : ceux qui permettent indépendamment à chaque banque de couverture de décider de la résiliation (défaut de paiement, insolvabilité) et ceux qui nécessitent que la majorité des prêteurs décide au préalable qu'il s'agit d'événements suffisamment graves pour déclarer l'exigibilité anticipée du financement. Dans ce deuxième cas, les banques de couverture pourront à leur tour résilier les opérations de couverture sur la base du cas de défaillance lié à cette exigibilité anticipée²³.

terme de septembre 2007 prévoit ainsi qu'une contrepartie peut résilier l'ensemble des transactions régies par la convention-cadre en cas de survenance de Cas de Défaillance affectant l'autre partie, lesdits Cas de Défaillance étant notamment (i) le défaut de paiement, (ii) la non-exécution d'une quelconque disposition de la convention, (iii) l'inexactitude d'une déclaration, (iv) l'insolvabilité ou la survenance d'une procédure collective, (v) un défaut de paiement sur une autre dette ou encore (vi) la nullité ou la disparition d'une sûreté. Les parties peuvent également résilier les opérations en cas de survenance de Circonstances Nouvelles que sont notamment le changement de normes juridiques conduisant à ce que les opérations deviennent illicites ou qu'une retenue à la source soit effectuée ou la détérioration de l'activité, du patrimoine ou de la situation d'une partie qui résulterait d'une fusion, d'une scission ou d'une cession d'actifs.

15. L'ensemble des cas de résiliation classiquement conservés par la banque de couverture et décrits ci-dessus correspond à un standard de marché qui prévaut également dans les opérations non-domestiques comme l'illustre le modèle d'accord inter-cranciers pour les opérations de financement LBO (*intercreditor agreement for leveraged acquisition finance transactions*) de droit anglais préparé sous l'égide de la Loan Market Association (LMA), et notamment son article 4.9.
16. On rappelle que par dérogation au régime de droit commun et conformément aux dispositions du Code monétaire et financier, les clauses des conventions-cadres permettant la résiliation de contrats de couverture en cas de survenance d'une procédure liée à l'insolvabilité de la contrepartie sont licites.
17. Ces deux derniers cas correspondent à la Circonstance Nouvelle de l'article 7.2.1.1 de la convention-cadre FBF relative aux opérations sur instruments financiers à terme de septembre 2007 et sont les équivalents respectifs des *Termination Events* dénommés *Tax Event* et *Illegality* dans les *Master Agreements* publiés par l'*International Swap Dealers Association* (ISDA). La nécessité de pouvoir résilier les contrats de couverture en cas de survenance de ces événements est moindre quand la contrepartie est française.
18. On peut également noter que dans le cas contraire, un emprunteur pourrait être incité, en cas de difficultés financières, à privilégier un défaut de paiement au titre des contrats de couverture plutôt qu'au titre du contrat de prêt senior ou encore, en cas de simple différend commercial avec une banque de couverture, à suspendre plus facilement ses obligations de paiement sachant sa contrepartie privée de la menace d'une résiliation.
19. Les délais de grâce standard sont aujourd'hui compris entre 10 et 15 jours.

20. Le principal risque que subissent les banques de couverture en étant empêchées ou retardées dans la résiliation des opérations de couverture est l'accroissement, avec le temps et en raison de l'évolution du marché des taux, de la somme qui leur sera due en cas de résiliation (notion de « dérive du *mark-to-market* »).

21. Ces deux cas de résiliation font généralement l'objet de Circonstances Nouvelles sous convention-cadre FBF et de *Additional Termination Events* sous *Master Agreements* ISDA.

22. Typiquement, les cas de défaut contenus dans les conventions-cadres, comme le défaut de paiement sur une autre dette, l'inexactitude d'une déclaration ou le non-respect d'un engagement au titre de la convention-cadre constituent également des cas de défaut au titre du prêt (sous réserve, s'agissant des deux derniers cas, que les cas de défaut du contrat de prêt relatifs à l'inexactitude d'une déclaration ou au non-respect des engagements s'appliquent à tous les documents de financement, y compris les contrats de couverture).

23. À nouveau, le fait qu'en cas de détérioration de la situation financière de la contrepartie, les banques de couverture doivent maintenir des opérations de

Sauf dans l'hypothèse où les banques de couverture participent aux décisions relatives au financement, la décision de mettre fin au financement via la déclaration d'exigibilité anticipée du prêt senior est donc essentiellement du ressort des prêteurs seniors.

Le second cas de résiliation anticipée non prévu par les conventions-cadres standard, mais qu'il est d'usage d'ajouter, est celui résultant du remboursement anticipé, total ou partiel, de la dette faisant l'objet de la couverture. En cas de remboursement anticipé total, il n'y a plus lieu de maintenir une opération de couverture²⁴. De même, à la suite d'un remboursement anticipé partiel, les opérations de couverture peuvent porter sur un montant supérieur à la dette restant due²⁵ et cesser ainsi de constituer des opérations de couverture proprement dites pour acquérir une nature spéculative²⁶. Il doit en principe être mis fin à cette situation, sauf à ce que qu'elle soit autorisée par la documentation de financement^{27 28}.

3. Outre les limitations aux droits de résiliation, les accords inter-crédanciers imposent également d'autres restrictions aux banques de couverture (notamment en matière de paiement) de manière à ce que celles-ci ne se trouvent jamais dans une situation plus privilégiée que celle des prêteurs seniors et, notamment, ne soient pas payées par préférence à ces derniers.

Les accords inter-crédanciers énoncent ainsi souvent une interdiction générale aux banques de couverture de recevoir tout paiement pendant la durée du financement²⁹.

Ceci est acceptable pour les banques de couverture dès lors que, par exception à cette interdiction, celles-ci restent autorisées à percevoir (y compris par voie de compensation) tout paiement de sommes dues (i) au titre des échéances normalement prévues par les contrats de couverture et (ii) au titre de la résiliation partielle des opérations de couverture consécutive au remboursement partiel des crédits faisant l'objet d'une couverture.

De même, il est d'usage de prévoir que les banques de couverture ne puissent pas réclamer directement le paiement des soldes de résiliation qui leur seront éventuellement dus par leur contrepartie au titre des contrats de couverture. Ce montant doit en réalité être soit directe-

ment appréhendé par l'agent des sûretés, soit reversé par les banques de couverture à l'agent des sûretés pour répartition entre les créanciers (en ce compris les banques de couverture) conformément à la clause d'ordre de paiement.

De même, les banques de couverture ne peuvent généralement pas bénéficier de sûretés autres que celles consenties également aux prêteurs seniors dans le cadre du financement.

4. En dernier lieu, on peut noter que les accords inter-crédanciers peuvent imposer aux banques de couverture d'autres types d'obligations accessoires. Il s'agit notamment de l'obligation de résilier les opérations de couverture à la demande de l'agent senior en cas d'exigibilité anticipée du prêt senior, de requérir l'accord de l'agent senior en cas de modifications des contrats de couverture ou encore de ne pas initier l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre de la contrepartie.

Il résulte de ce qui précède que les banques de couverture sont des acteurs à part entière des opérations de financement LBO. Leur importance économique est liée au fait qu'elles participent à la viabilité financière des projets d'acquisition en prémunissant l'emprunteur (et indirectement les prêteurs seniors et, le cas échéant, mezzanine) d'une hausse importante des taux d'intérêts qui empêcherait le service normal de la dette. Sur un plan juridique, les droits et obligations des banques de couverture sont énoncés dans deux types de contrats : les contrats de couverture proprement dits et les accords inter-crédanciers. Comme on l'a vu, les contrats de couverture prennent la forme de confirmations d'opérations de dérivés de taux qui retranscrivent principalement les données financières des dites opérations ; ces confirmations sont par ailleurs soumises aux stipulations d'une convention-cadre spécifique qui régit exclusivement les opérations de couverture liées au financement considéré et qui prévoit les cas de résiliation supplémentaires que l'on a évoqués (à savoir l'exigibilité anticipée du financement et le remboursement anticipé, partiel ou total, du financement). Les droits et obligations des banques de couverture figurent toutefois essentiellement dans les accords inter-crédanciers qui peuvent seuls permettre d'assurer effectivement l'équivalence de rang entre les banques de couverture et les prêteurs seniors. C'est également dans ces accords que sont stipulées les obligations et restrictions mises à la charge des banques de couverture. Il convient à ce titre de rappeler que les stipulations des accords inter-crédanciers prévalent ainsi non seulement sur celles des contrats de financement au sens strict (contrats de prêts ou d'émission) mais également sur celles des contrats de couverture. C'est donc plus particulièrement sur ces accords que doit se porter l'attention des juristes chargés de veiller aux intérêts des banques de couverture intervenant dans des opérations de financement LBO. ■

couverture à la discrétion des prêteurs seniors (sauf cas de défaut de paiement ou de faillite) est compensé par le fait qu'elles bénéficient d'un rang de paiement prioritaire et des sûretés consenties aux prêteurs seniors.

24. Si le remboursement anticipé résulte d'un refinancement, les opérations de couverture peuvent le cas échéant être maintenues au titre du nouveau financement mais selon des modalités spécifiques généralement déterminées lors de la mise en place dudit financement.

25. Cette situation est dite de sur-couverture ou *over hedge*.

26. Cela dépend toutefois de la nature du produit dérivé mis en place. Ainsi, un *cap* aux termes duquel l'emprunteur est uniquement bénéficiaire de paiements de la part de la banque de couverture, n'acquiert pas une nature spéculative en cas de remboursement anticipé de la dette au titre de laquelle il a été conclu.

27. Une situation de sur-couverture de 105 % est ainsi fréquemment autorisée par les documentations de financement.

28. On peut noter que si le remboursement anticipé total est généralement prévu comme cas de résiliation anticipée des opérations de couverture qui est autorisé dans les accords inter-crédanciers, le remboursement anticipé partiel est parfois omis.

29. Les créanciers subordonnés subissent également cette interdiction avec des tempéraments (typiquement les créanciers mezzanine sont autorisés à recevoir le paiement des intérêts qui leur sont dus tant qu'aucun cas de défaut senior n'est survenu).