

CRÉDITS SYNDIQUÉS

L'INDICE EURIBOR EST-IL ENCORE PERTINENT ?



Frédéric Gros

Avocat Associé

Jones Day

La crise financière a provoqué une perturbation sans précédent du marché interbancaire. Les index Euribor et Libor ne reflètent plus la situation du marché de l'argent entre banques. Ainsi les conditions de mise en jeu des clauses de perturbation de marché des crédits syndiqués sont probablement réunies. Mais les banques devront se garder de tout comportement unilatéral ou potestatif.

Depuis la "faillite" de Lehman Brothers annoncée le 15 septembre 2008, les banques font face à une crise de liquidité exceptionnelle et se prêtent à des conditions devenues

indicibles. C'est d'ailleurs toute la raison d'être des plans de soutien des États aux banques : il convenait d'assurer le fonctionnement normal du marché monétaire en restaurant la confiance entre les banques par le biais de la garantie des États. Cette situation d'illiquidité du marché interbancaire n'est pas sans répercussion sur les index de référence des crédits syndiqués : Euribor et Libor Euro.

La fiabilité de ces index était en réalité mise à l'épreuve depuis le début de l'année 2008. Fragilisées par la crise des crédits *subprime*, certaines banques avaient déjà commencé à éprouver des difficultés à se financer à des taux inférieurs à l'Euribor (encadré) compte tenu de la dégradation de la qualité de leur signature. En outre, la crise de liquidité du marché avait provoqué une augmentation des coûts administratifs liés à la recherche de financements sur le marché.

En septembre 2008, l'illiquidité du marché s'est brusquement aggravée et certaines banques ne souhaitent plus divulguer à leurs consœurs leur véritable coût de financement. On peut comprendre leur réticence à communiquer publiquement qu'elles se financent, par exemple, à 3,5 % lorsque l'Euribor est à 3 %. Aussi, les salles de marché savent-elles pertinemment que l'Euribor ne reflète plus depuis des mois le coût réel de

financement des banques. Le sujet s'avère un peu tabou et un attentisme a prévalu jusqu'à présent sur la possible mise en œuvre des clauses de perturbation de marché.

LA MISE EN ŒUVRE DES CLAUSES DE PERTURBATION DE MARCHÉ EST-ELLE POSSIBLE ?

Toutes les documentations de crédit ne comportent certes pas de clause de perturbation de marché. Toutefois, la pratique en matière de crédits syndiqués internationaux a largement consacré ces clauses qui ont fait leur apparition avec la première crise du Golfe en 1991. En revanche, elles n'avaient, à notre connaissance, jamais fait l'objet de mise en œuvre concrète avant la crise actuelle de liquidité.

La clause de perturbation de marché issue de la documentation LMA [1] prévoit que les banques ont la faculté de répercuter sur l'emprunteur leur coût réel de financement si une ou plusieurs banques, représentant généralement 35 % au moins des engagements du crédit, considèrent que l'index de référence (Euribor ou Libor) ne reflète plus le coût réel de leurs ressources. Elles doivent alors notifier à l'agent leur volonté de mettre en œuvre la clause de perturbation de

L'EURIBOR

■ Avec l'adoption de la monnaie unique, un effort avait été fait pour rendre plus objectif la détermination du taux de référence applicable pour les crédits, d'où la création de l'Euribor, qui correspond à une moyenne des taux offerts par un panel de 41 banques de premier plan. L'Euribor s'est alors généralisé dans les pays européens ayant adopté la monnaie unique et son succès est incontestable. Les banques du panel n'ont toutefois qu'une simple obligation déclarative : elles communiquent librement chaque jour à la BCE une estimation du taux que devrait offrir, selon elles, une banque de premier plan à une autre banque de premier plan pour chaque période de maturité.

[1] Loan Market Association, association interprofessionnelle qui propose des modèles de conventions de crédit largement utilisés en matière de crédits syndiqués.

marché et ce coût réel de leurs ressources. L'emprunteur dispose toutefois de la faculté de négocier avec les banques un taux de substitution si cette situation perdure.

Force est de constater que la situation actuelle du marché interbancaire constitue bien une hypothèse tombant dans le champ d'application de la clause de perturbation de marché et que la documentation LMA a rempli son rôle de documentation de référence avec cette clause en couvrant cette hypothèse dès avant la crise. À notre connaissance, aucune modification des modèles standards de la LMA n'a d'ailleurs été réalisée sur les clauses de perturbation de marché.

À ce jour, ces stipulations contractuelles ont, semble-t-il, rarement été invoquées par les banques car ces dernières préféreront attendre

« La fiabilité des index était en réalité mise à l'épreuve depuis le début de l'année 2008. Fragilisées par la crise des crédits subprime, certaines banques avaient commencé à éprouver des difficultés à se financer à des taux inférieurs à l'Euribor compte tenu de la dégradation de la qualité de leur signature. »

prudemment les prochaines demandes de *waivers* ou avenants aux documentations de crédit pour renégocier leurs conditions financières. Il faut s'attendre, en effet, à une vague sans précédent de demandes de *waivers* par les emprunteurs à la suite des tests de ratios financiers au 31 décembre 2008 mettant en évidence leur non-respect. Les banques disposeront alors de plusieurs solutions pour répercuter leur coût de financement sur les emprunteurs :

- augmenter la marge des crédits à due concurrence du coût réel de financement des banques (bien que la marge n'a pas vocation, en principe, à couvrir les coûts de financement des banques) ;
- définir le taux de référence comme étant le plus élevé de l'Euribor et d'un taux de substitution déterminé en concertation avec l'emprunteur (appelons le ici le "taux réel") ;
- abandonner purement et simplement l'index Euribor et le remplacer par le taux réel.

PEUT-ON EXERCER SANS RISQUE LES CLAUSES DE PERTURBATION DE MARCHÉ ?

La mise en œuvre d'une clause de perturbation de marché ou la renégociation des conditions financières du crédit à l'occasion d'un *waiver* ou

Plus de 17 000 ouvrages
sur le seul sujet
qui vous obsède vraiment.

www.revuebanquelibrairie.com

La librairie spécialisée dans la banque et la finance

« Tout comportement unilatéral et non concerté avec l'emprunteur pourrait donner lieu dans le contexte actuel de crise à des contentieux. »

d'un avenant suppose, à notre avis, un minimum de transparence sur les raisons de la modification du taux applicable et ses nouvelles conditions de fixation. Transparence vis-à-vis de l'emprunteur : on voit mal, en effet, comment justifier une perception d'intérêt supplémentaire sans indiquer son origine à l'emprunteur. Rester silencieux sur les modalités de détermination du taux d'intérêt à l'emprunteur paraît intenable dans les circonstances actuelles. Transparence entre les banques : la solution est moins simple qu'il n'y paraît. L'agent d'un crédit syndiqué informé d'une décision de mise en œuvre d'une clause de perturbation de marché par des banques représentant 35 % d'engagements du crédit sera tenu d'opérer un choix entre son obligation de confidentialité et de prudence et ses obligations de mandataire des prêteurs (dont bien sûr l'obligation de rendre compte à ses mandants). Les banques concernées pourront, en outre, légitimement exiger de l'agent un comportement confraternel minimal.

Pour notre part, nous pensons que l'agent devra *a minima* indiquer aux autres banques que certaines d'entre elles ont mis en œuvre, ou ont exprimé leur intention de mettre en œuvre, la clause de perturbation de marché.

En revanche, nous pensons que l'agent ne devrait pas divulguer le nom des banques (et leur coût de financement) sans le consentement des intéressées et que s'il procédait

à une telle information sans y être autorisé, il pourrait, dans certaines conditions, engager sa responsabilité vis-à-vis de ces dernières.

LE TAUX DE BASE BANCAIRE EST-IL ENCORE SUFFISAMMENT OBJECTIF ?

Second écueil : le retour à la détermination unilatérale du taux. On sait que la jurisprudence française du début des années 1990 avait annulé à plusieurs reprises les stipulations d'intérêt (ou plus exactement les stipulations relatives à la révision du taux d'intérêt) reposant sur le taux de base bancaire (le fondement retenu par les juges était celui de l'objet indéterminé – article 1129 du Code civil). La Cour de cassation avait considéré que si le taux de base bancaire dépendait non pas de données objectives provenant du marché mais, en partie au moins, de la volonté unilatérale du banquier, l'annulation devait être prononcée. Toutefois, la Cour de cassation avait finalement admis la validité du taux de base bancaire en 1995 et 1996 [2], après un effort, il est vrai, de la profession bancaire pour fixer de manière aussi objective que possible les modalités de détermination des taux de base bancaires.

Cette jurisprudence a néanmoins laissé des traces : lors de la négociation des clauses relatives aux taux alternatifs à l'Euribor dans les documentations de crédit (qui s'appliquent en cas d'absence de cotation de l'Euribor), il est d'usage pour les parties de sélectionner par prudence des banques de référence en dehors du syndicat. De manière plus générale, la thématique de la potestativité des taux et des conditions déterminées unilatéralement reste toujours bien présente à l'esprit des parties lorsqu'elles négocient les termes

d'une documentation de crédit. À cet égard, les avis juridiques (*legal opinions*) remis usuellement à l'agent dans le cadre des crédits syndiqués prévoient presque systématiquement une réserve relative à la potestativité des conditions.

Le coût individuel des ressources de telle ou telle banque repose en partie sur une appréciation peu ou prou subjective : il s'agit de la qualité de la signature de la banque, telle que perçue par un marché interbancaire lui-même en crise, va devenir ainsi la "référence" unilatérale pour la détermination du taux d'intérêt payé par l'emprunteur. Ces circonstances sont donc bien différentes de celles prévalant au milieu des années 1990 où le taux de base bancaire avait finalement été considéré par les juges comme suffisamment objectif et non potestatif après plusieurs années de jurisprudence défavorable aux banques [3].

ÉVITER UN COMPORTEMENT UNILATÉRAL

En conclusion, si les banques peuvent selon nous légitimement mettre en œuvre ces clauses de perturbation de marché, la prudence recommande à l'agent d'agir dans la limite des clauses de mandat des contrats de crédit et en préservant la confidentialité nécessaire à l'égard des membres du syndicat concernés. Lors de la négociation du taux alternatif avec l'emprunteur, les banques devront faire en sorte de déterminer de la manière la plus objective possible le taux réel notamment en recourant à une ou des banques de référence extérieures au pool et à des mécanismes de détermination réellement négociés avec l'emprunteur. Tout comportement unilatéral et non concerté avec l'emprunteur pourrait donner lieu dans le contexte actuel de crise à des contentieux. ■

[2] Cass., Ass. Plén., 1^{er} déc. 1995 ; Cass., ch. com., 9 juil. 1996.

[3] Exemple : Cass., Civ. 1^{re}, 2 mai 1990.