

La technique de la subordination dans les financements internationaux d'acquisitions d'entreprises, de projets et d'actifs

Régime juridique et pratique en France, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne

Zine Sekfali
Paribas

Affaires juridiques internationales
Chargé de conférences à l'ESCP



Le premier LBO transnational d'origine française, Impress Metal Packaging, réalisé en 1998 par les groupes français, Pechiney et allemand, Viag, la titrisation d'un financement bancaire par le groupe Vivendi lors de la cession de cinq tours de La Défense à une banque canadienne et la restructuration du financement du tunnel sous la Manche en 1998 (1), sont des opérations internationales qui, pour différentes qu'elles soient dans leur nature, ont en commun d'avoir eu recours à la technique de la subordination. Une créance dont le remboursement est assorti d'un engagement de subordination peut être définie, en droit français, comme une créance de dernier rang qui n'est remboursable qu'après désintéressement complet des autres créanciers tant privilégiés que chirographaires. Il s'agira alors d'une subordination générale qui sera qualifiée de particulière si elle est contractée

au profit d'un ou plusieurs autres créanciers spécifiques. La subordination a, d'une certaine manière, après avoir été utilisée dans des opérations de dimension nationale, tant en France, aux Etats-Unis qu'en Grande-Bretagne, accompagné le processus d'internationalisation de l'économie. Ainsi, la subordination constitue pour plusieurs raisons, sur lesquelles nous reviendrons ultérieurement, un élément important dans la structuration du financement d'acquisition d'entreprise ou de projet. Dans ces opérations, le financement constitue un élément à la fois fondamental et complexe. Cette complexité s'explique notamment par les origines diverses de celui-ci et l'impérieuse nécessité de concilier les intérêts (2) et objectifs de plusieurs catégories de créanciers qui interviendront à des titres divers dans la transaction ou le projet.

La présente étude a un double objectif qui est à la fois théorique et pratique. Nous nous proposons ainsi d'analyser tant en matière de financement d'acquisition (3) que de projet (4) et d'actif (5) :

I - Le régime juridique de la subordination en France, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne.

II - Le régime de la subordination en droit international privé français.

III - Deux transactions internationales récentes sous forme d'étude de cas : le LBO Impress Metal Packaging et la titrisation d'un financement bancaire lors de la cession par Vivendi à une banque canadienne de plusieurs tours de La Défense.

IV - Les principaux aspects de la structuration d'un contrat de financement mezzanine dans une acquisition d'entreprise et de la négociation d'un engagement de subordination dans un financement de projet.

I Le régime juridique de la subordination en France, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne

Il existe une différence de régime juridique significative entre les Etats-Unis, la Grande-Bretagne et la France. La France a en effet adopté de nombreux textes législatifs contenant des dispositions spécifiques sur la subordination. Les Etats-Unis et la Grande-Bretagne ont en revanche laissé la subordination se développer dans un cadre contractuel. Outre la définition donnée en introduction de cette étude, la subordination a également fait l'objet de nombreuses autres au plan international. Nous retiendrons celle donnée par un auteur anglais (6) « *a subordination is a transaction whereby one creditor (the subordinated or junior creditor) agrees not to*

be paid by a borrower or other debtor until another creditor of the common debtor (the senior creditor) has been paid. » Ce même auteur précise immédiatement après, à juste titre, que l'objectif fondamental de la subordination est que celle-ci puisse être mise en œuvre en cas de procédure collective de la société débitrice.

1. Origine et principaux modes d'utilisation de la subordination

A Origine

Les financements subordonnés se sont développés (7) aux Etats-Unis, peu après la crise boursière de 1929. La subordination est ainsi apparue pour répondre aux besoins de financements en fonds propres exprimés par certaines sociétés non cotées. Celles-ci se sont vu proposer par des établissements

bancaires des financements dont l'octroi était assorti d'une condition de subordination. Après ce premier essor, la subordination a été en quelque sorte exportée dans les années soixante en Grande-Bretagne par les banques d'affaires américaines, dont les plus importantes avaient des succursales ou filiales londoniennes très actives. Celles-ci finançaient les filiales anglaises de sociétés américaines en obtenant de ces dernières qu'elles acceptent de subordonner le remboursement des créances qu'elles détenaient sur leurs filiales au remboursement des financements consentis par les succursales ou filiales bancaires américaines.

Les juristes de droit anglais ont également adopté la distinction entre la subordination générale et la subordination particulière ou complète. La subordination particulière ou totale (*complete subordination*) est surtout utilisée dans le cadre d'opérations de financement de projet alors que la subordination générale ou imparfaite (*inchoate subordination*) est principalement utilisée lors d'émissions obligataires.

B Finalités de la technique de la subordination

La subordination permet notamment d'atteindre les objectifs suivants :

- augmenter la surface financière des entreprises dans la mesure où, tant les analystes financiers, qu'ils soient français ou étrangers, que de nombreuses législations, classent les financements assortis d'un mécanisme de subordination dans la catégorie des «quasi-fonds propres» ou «autres fonds propres» ;
- compléter, lors de financements d'acquisitions, les apports en fonds propres des repreneurs à l'origine d'opérations à effet de levier, tout en évitant aux repreneurs une dilution de leur capital (8) ;
- aider une entreprise en difficulté à éviter, dans certaines circonstances, le déclenchement d'une procédure collective à son encontre ;
- faciliter l'intervention des pouvoirs publics dans le financement des entreprises. Ainsi, en France, l'Etat peut consentir des prêts participatifs (9) sur ressource du fonds de développement économique et social.

Attachons-nous maintenant à analyser le régime juridique de la subordination en France (2), aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne (3), pour terminer ce premier chapitre par une comparaison entre les avantages et les inconvénients de la subordination (4).

2. France

A Ainsi que nous l'avons indiqué précédemment, il existe deux principales catégories de subordination. La première est dite spécifique ou encore spéciale, alors que la deuxième est qualifiée de générale. Ainsi, dans une subordination spécifique, un créancier acceptera de subordonner le remboursement de sa créance au profit d'un autre créancier et ce, avec l'accord de l'emprunteur (10). En revanche, dans la subordination générale, un créancier conviendra avec l'emprunteur de subordonner le remboursement de sa créance au profit de tous les autres créanciers.

B La France est l'un des rares pays à avoir adopté, par voie législative, plusieurs régimes de subordination. L'introduction en France de techniques de financements intermédiaires, se situant entre la dette bancaire classique et le capital social, date principalement de la loi du 13 juillet 1978 relative à

l'orientation de l'épargne vers le financement d'entreprises (11). Le titre IV de cette loi a ainsi introduit les prêts participatifs, lesquels instituent une subordination générale. En effet, l'article 27 énonce que : «*en cas de règlement judiciaire de l'entreprise débitrice, les prêts participatifs ne sont remboursés qu'après désintéressement complet de tous les autres créanciers privilégiés ou chirographaires...*». D'autres régimes de subordination générale ont été adoptés. Il en est ainsi de la loi sur le développement des investissements et la protection de l'épargne du 3 janvier 1983, qui a incorporé les titres participatifs (12) dans la loi sur les sociétés commerciales du 24 juillet 1966. La loi du 14 décembre 1985 sur les valeurs mobilières, titres de créances négociables, sociétés et opérations de bourse, a introduit dans la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, un nouvel article 339-7 sur les titres subordonnés, lesquels ne sont remboursables qu'après désintéressement des autres créanciers, à l'exclusion des titulaires de prêts participatifs et de titres participatifs (13).

Outre les régimes de subordination générale, le législateur a adopté un régime de subordination particulière en matière de fonds communs de créances. Ainsi, l'article 9 du décret du 9 mars 1989, pris en application de la loi du 23 décembre 1988, portant création des fonds communs de créances, a créé les parts «spécifiques» de fonds communs de créances dont le remboursement n'intervient qu'après celui des porteurs de parts non spécifiques. Les parts spécifiques ont été créées pour supporter le risque de défaillance des débiteurs (14).

C Au plan doctrinal, il est généralement admis que la subordination est licite et ne viole pas le principe de l'égalité entre les créanciers chirographaires reposant sur l'article 2093 du code civil (15). En 1943, le doyen Hamel déclarait : «*il est universellement admis qu'un créancier [...] est en droit de s'entendre d'avance avec un autre pour reconnaître à cet autre un droit de priorité. La clause est courante dans certains contrats où un bailleur de fonds se fait reconnaître par d'autres créanciers un droit de priorité*» (16). La renonciation au principe d'égalité entre les créanciers chirographaires intervenant après l'acte de prêt, est réalisée dans le cadre d'un schéma de subordination principalement au moyen de deux techniques (17), la première présentant une efficacité moindre comparée à la seconde. En premier lieu, la technique de la stipulation pour autrui (18) qui permet au débiteur (le stipulant) de faire promettre au créancier (le promettant) qui aura accepté d'être subordonné, d'effectuer une cession d'antériorité au profit des autres créanciers chirographaires présents ou à venir (les bénéficiaires) (19). Pour être opposable, la stipulation pour autrui suppose que le (ou les) bénéficiaire (s) expriment de façon formelle leur acceptation. A défaut, le stipulant reste libre de révoquer sa promesse.

Le second mécanisme juridique retenu par les praticiens, est celui de la remise de dette sous condition suspensive que les autres créanciers ne soient pas réglés par le débiteur. La remise de dette, régie par les articles 1282 et suivants du code civil, constitue un engagement contractuel et, à ce titre, ne peut être révoquée par le créancier.

D Financement d'acquisition à effet de levier

a) L'effet de levier est un concept générique qui désigne les montages permettant, par une superposition de sociétés, d'assurer une démultiplication du financement de la prise ou du contrôle du pouvoir dans les sociétés. Dans ce type de financement, le recours à la dette mezzanine, sur la définition

de laquelle nous reviendrons, s'explique principalement par le fait qu'une opération de LBO se heurte fréquemment à deux groupes d'intérêts contradictoires.

D'une part, l'intérêt des investisseurs en fonds propres qui vont chercher à maximiser la rentabilité de leurs apports en utilisant un effet de levier maximal et d'autre part, l'intérêt des prêteurs seniors, dont la principale préoccupation est la rémunération et, naturellement, le remboursement par l'emprunteur des fonds prêtés. Ainsi, l'introduction d'une dette mezzanine dans une structure de financement d'un LBO, permet de concilier les intérêts des créanciers de dettes seniors qui ne souhaiteront pas dépasser un niveau de risque donné avec ceux des investisseurs qui ne souhaiteront pas augmenter le montant de leur participation pour ne pas réduire le jeu de l'effet de levier. La technique de la mezzanine financière est, comme le définit très justement un auteur : «une métaphore juridique d'origine anglo-saxonne destinée à décrire une superposition d'opérations de financement.» Elle a une origine théâtrale (20) puisqu'elle vient de la comparaison entre la scène d'un théâtre et les actifs d'une entreprise. Le financement mezzanine ne se trouve donc ni dans les «loges» ni dans le «poulailler» mais entre les deux.

Une des caractéristiques principales du financement mezzanine est d'offrir aux créanciers en contrepartie de leur subordination, et du risque supplémentaire qui en découle, une rémunération supérieure à celle des créanciers seniors.

b) Alors que la dette senior bénéficie habituellement de sûretés sur les actifs de la *holding* de reprise, à savoir, principalement la participation de cette dernière dans le capital de la société cible, la dette junior ne peut être remboursée qu'après désintéressement de la dette senior et les principales garanties dont elle bénéficie portent sur les revenus (21) de la société cible.

c) Au plan financier (22), l'endettement mezzanine prend la forme d'un crédit bancaire, assorti ou non de bons autonomes de souscription, d'obligations ordinaires ou complexes.

Au plan juridique, il existe deux familles de supports subordonnés :

- les obligations ordinaires, convertibles, échangeables et remboursables en actions, ainsi que les obligations assorties de bons de souscription d'actions ou d'obligations et leurs dérivés, dont le «déclassement» est expressément visé à l'article 339-7 de la loi de 1966 sur les sociétés commerciales,
- les prêts bancaires, dont la subordination peut être obtenue à l'aide d'une cession d'antériorité couplée avec une stipulation pour autrui ou encore d'une remise de dette sous condition suspensive.

Dans les opérations de LBO anglo-saxonnes, le règlement des intérêts de la dette mezzanine est subordonné à celui des intérêts de la dette senior. La validité d'une telle clause est, selon certains auteurs (23), incertaine en droit français. Pour notre part, nous partageons l'avis d'A. Couret lequel considère ce mécanisme comme n'étant pas contraire à un principe fondamental de notre droit. Au plan pratique, la subordination des intérêts est réalisée en recourant à la technique de la capitalisation des intérêts. Cette dernière a d'ailleurs été utilisée dans plusieurs opérations et notamment lors de la reprise de la société Fruehauf (24).

d) La structuration d'un schéma de financement mezzanine repose principalement sur trois engagements contractuels :

- la convention de dernier rang aux termes de laquelle un créancier acceptera d'être désintéressé après les autres créanciers chirographaires existants ou à venir de l'emprunteur. Ce mécanisme s'analyse au plan juridique comme une stipulation pour autrui, aux termes de laquelle l'emprunteur (le stipulant) obtiendra du prêteur mezzanine (le promettant) qu'il accepte de n'être remboursé qu'après le prêteur senior (le tiers bénéficiaire). La convention de dernier rang est opposable à l'emprunteur puisqu'en matière de financement mezzanine, le prêteur senior aura toutes les raisons d'accepter une telle stipulation en sa faveur,

- la remise de dette. Celle-ci peut être consentie par le prêteur mezzanine sous la condition suspensive que les prêteurs seniors ne soient pas remboursés par l'emprunteur,
- l'engagement de *claw back* qui vient en complément des autres mécanismes, en application duquel tout paiement reçu à tort par le prêteur mezzanine et revenant au prêteur senior doit être reversé immédiatement par le prêteur mezzanine au prêteur senior.

e) Une distinction est parfois faite entre les dettes mezzanine seniors et les dettes mezzanine juniors, le remboursement de ces dernières étant subordonné à celui des dettes mezzanine seniors, lesquelles sont naturellement remboursées après désintéressement des créanciers seniors. Ainsi, la dette mezzanine senior est une forme classique de dette mezzanine où les intérêts font l'objet d'un règlement selon un échéancier, sous réserve qu'il n'y ait pas de défaut de paiement du débiteur au titre de la créance bancaire senior, qui doit toujours être désintéressée en priorité. La dette mezzanine junior donne lieu à capitalisation des intérêts dont le versement est subordonné au désintéressement complet des créanciers seniors et des créanciers mezzanine seniors (25).

E Les financements de projet et d'actif

a) Le recours en France à la technique du financement de projet date des années 70 (26) et peut être défini comme un financement dont le remboursement n'est attendu que des revenus ou recettes d'exploitation et non d'un patrimoine existant (27). Une autre définition a été donnée par un auteur (28) qui a qualifié le financement de projet de «*financement d'une unité économique viable sur le triple plan économique, commercial et financier et dont le cash flow est jugé suffisant pour assurer, avec une marge couvrant les aléas, le service de la dette, la couverture des risques opératoires et la juste rémunération du capital.*»

b) Afin d'isoler les risques liés au projet, une entité ad hoc (29) est créée, avec pour responsabilité, la construction et la gestion du projet. La création de cette entité, qui, en principe, contractera les emprunts, permet aux promoteurs du projet de traiter le financement comme une opération de hors bilan. Le poids de la dette repose ainsi sur l'entité ad hoc et figure sur son bilan et non sur celui des entreprises promotrices (30). Toutefois, les banques qui prendront en charge une partie importante du financement s'assureront de l'implication du promoteur dans le projet, en lui demandant de prendre lui-même une participation significative dans le capital de l'entité ad hoc. Le but recherché par les banques est, «*d'impliquer le promoteur dans le projet afin qu'il soit directement intéressé par le bon achèvement et la bonne exploitation du projet*» (31). Ainsi, nonobstant le souhait des promoteurs de faire porter le poids de la dette par la société

de projet, ceux-ci seront amenés à prendre part à capitalisation de celle-ci, part dont le montant variera selon les pays et les risques attachés à la réalisation d'un projet donné.

c) Les sources de financement d'un projet de grande envergure sont, outre les apports en fonds propres des promoteurs et éventuellement des banques, l'appel à l'épargne publique (32), les apports en quasi-fonds propres donnant lieu par exemple, à l'émission de valeurs mobilières subordonnées. A ces sources de financement, viennent s'ajouter d'autres financements mezzanine et, pour ce qui est de la partie endettement pur, des lignes de crédit consenties en général dans le cadre d'une syndication bancaire nationale, voire internationale. En outre, selon les projets, des organismes financiers publics internationaux, tels que la World Bank, l'IFC ou les EXIM Banks, pourront intervenir dans le financement et accepter d'être remboursés après les banques commerciales seniors.

d) La répartition entre endettement et fonds propres dans un financement de projet s'apprécie au cas par cas et peut varier de façon substantielle d'un projet à l'autre. Selon un auteur : «*The golden rule for project equity is that there is no golden rule. The most appropriate structure has to be tailored for each individual project separately.*» Pour illustrer cette réalité, on peut citer deux financements dans lesquels la technique de la subordination était présente :

- le financement du parc de loisirs Euro Disneyland, dont le financement de la phase 1A (33) comportait une part de fonds propres, de quasi-fonds propres sous forme de prêts participatifs et une part d'endettement classique senior sous forme de prêts et d'un crédit bancaire international,
- le financement du tunnel Prado Carénage à Marseille, considéré comme une réussite technologique, comportait une partie de fonds propres, de titres subordonnés convertibles et d'un endettement bancaire classique.

e) Le recours à la subordination dans les opérations de financement de projets ou d'infrastructures s'effectue, soit dans le cadre de financements bancaires, comme c'était le cas pour le financement d'Eurodisney, soit au moyen de valeurs mobilières subordonnées, comme c'était le cas pour le financement du tunnel Prado Carénage. Il s'agit donc, comme pour les opérations de financement d'acquisition à effet de levier, d'un financement mezzanine ou intermédiaire entre les fonds propres et la dette bancaire classique. Nous ne reviendrons pas sur le régime juridique des valeurs mobilières subordonnées, ni sur les techniques juridiques permettant de mettre en œuvre une subordination entre deux créanciers. Sur ce dernier point, il est souvent fait appel en pratique à la stipulation pour autrui parfaite (34) où, à la demande de l'emprunteur (le stipulant) qui est la société de projet, un créancier (le promettant) stipulera en faveur des banques (tiers bénéficiaires) assurant le financement classique ou senior du projet, qu'il renoncera à être désintéressé de sa créance tant que les banques n'auront pas été intégralement remboursées au titre du financement de projet.

3. Etats-Unis et Grande-Bretagne

A La section 510 (a) de la loi sur les faillites (US Bankruptcy Act (35)) stipule que «*a subordination agreement is enforceable in a case under this title to the same extent that such agreement is enforceable under applicable non-ban-*

krruptcy law.» L'engagement de subordination est ainsi opposable en cas de procédure collective de l'emprunteur. Quant au rang du créancier subordonné à l'égard des autres créanciers, l'article 510 (b) énonce que «*For the purpose of distribution under this title, a claim [...] for reimbursement or contribution allowed under section 502 on account of such a claim, shall be subordinated to all claims or interests that are senior to or equal the claim or interest represented by such security, except that if such security is common stock, such claim has the same priority as common stock.*» Il s'agit du principe bien établi en droit des procédures collectives de l'*absolute priority rule*, selon lequel un créancier junior ne peut être désintéressé avant un créancier senior.

B En Grande-Bretagne, l'utilisation de la subordination s'est également développée sans intervention du législateur. En droit anglais et plus particulièrement dans la jurisprudence les engagements de subordination ne sont pas considérés comme contrevenant à la règle pari passu. Dans un arrêt rendu en 1993, dans une affaire Maxwell Communications (36), une juridiction anglaise a déclaré qu'un engagement de subordination était valide et ne portait pas atteinte à la règle *pari passu* (37) et qu'un créancier pouvant renoncer à son droit de créance, rien ne s'opposait à ce que celui-ci accepte d'être subordonné dans l'ordre des remboursements des créanciers. Dans cette affaire, une garantie, régie par le droit suisse, avait été consentie par une société anglaise en faveur des porteurs d'obligations émises par une de ses filiales. Cette garantie faisait l'objet d'une *contractual subordination* (38) et non d'une *turnover subordination*. Elle stipulait qu'en cas de liquidation ou de procédure collective de la filiale, les créanciers non subordonnés seraient désintéressés avant les porteurs d'obligations au titre de la garantie.

C Il y a deux grandes catégories de subordinations :

- la subordination totale, qualifiée de *complete subordination* est celle en vertu de laquelle le désintéressement du créancier junior est suspendu jusqu'au complet remboursement du créancier senior ;
- la subordination imparfaite, qualifiée de *springing* ou *inchoate subordination* est celle en vertu de laquelle le créancier junior est en droit de recevoir des versements tant que certains événements, précisément définis, ne se sont pas produits. Ainsi, le remboursement du créancier junior sera suspendu en cas, par exemple, de défaut de l'emprunteur dans l'exécution des termes d'un financement senior ou encore, de non-respect par l'emprunteur d'un ratio financier.

D Il existe deux méthodes de base permettant de réaliser une subordination, la *turnover subordination* d'une part, et la *contractual subordination* d'autre part.

a) La turnover subordination consiste pour un créancier junior à accepter, en cas de faillite du débiteur, de reverser au créancier senior toutes les sommes qu'il percevra au titre de sa créance junior. Il s'agit là de la méthode de subordination la plus répandue. En général, le créancier junior exécute son engagement dans le cadre d'un *subordination trust* et accepte de recevoir en *trust*, pour le compte du créancier senior, l'ensemble des versements qu'il percevra au titre de sa créance junior aux fins de règlement de la dette senior et complet paiement de cette dernière. Cette méthode, connue sous le nom de clause *hold and pay*, confère au créancier

senior, en vertu du mécanisme du *trust*, un droit réel (39) sur l'ensemble des sommes que le créancier junior pourra percevoir au titre de sa créance.

b) La contractual subordination qualifiée également de *contingent debt subordination* consiste, pour un créancier junior, à accepter de ne pas être réglé aussi longtemps que le créancier senior n'aura pas été entièrement désintéressé. Au cas où l'emprunteur ferait l'objet d'une procédure collective, le remboursement du créancier junior sera subordonné à celui du créancier senior. En conséquence, l'administrateur aura pour obligation de désintéresser en premier le créancier senior. La *contractual subordination* étant susceptible de porter atteinte au principe selon lequel les *unsecured creditors* doivent être désintéressés sur une base *pari passu*, la *contractual subordination* est parfois structurée comme une *contingent debt subordination*. A la différence de la première, elle se caractérise par le fait qu'en cas de procédure collective de l'emprunteur, le règlement de la dette junior interviendra sous réserve que l'emprunteur soit à même de régler l'ensemble de la dette senior.

Deux cas de figure peuvent alors se présenter. Celui où l'emprunteur deviendrait insolvable, auquel cas, le créancier senior ne sera pas remboursé en tout ou en partie de sa créance et le créancier junior devra, en pratique, renoncer à réclamer le montant correspondant à sa créance. Le deuxième cas de figure est celui où le débiteur pourrait être ou redevenir solvable si la dette junior était diminuée sans pour autant être annulée. Dans cette hypothèse, il sera stipulé que le montant de la créance junior sera diminué en conséquence.

E Ainsi que nous l'avons indiqué en a), la *turnover subordination* est la méthode de subordination la plus répandue. Tant en droit américain qu'en droit anglais, celle-ci est mise en œuvre en recourant au concept du *trust* permettant ainsi au créancier senior d'avoir un droit réel sur les produits que le créancier junior sera amené à percevoir. Selon la terminologie anglaise, il s'agira d'un *assignment* ou, selon la terminologie française, d'une cession ou d'un transfert portant sur les produits futurs d'une créance et non sur la créance elle-même. Ce procédé est admis de manière constante par les juridictions américaines (40) et anglaises (41).

F Financements d'acquisitions à effet de levier

Nous nous concentrerons plus particulièrement sur la pratique américaine qui s'est illustrée ces dernières années par des opérations significatives tant par leur taille que par leur complexité. L. Herzel et R.W. Shepro ont (42) bien résumé la philosophie d'une opération de *Leverage Buy Out*: «*debt gets you out of bed in the morning ; equity, on the other hand, lets you sleep late.*»

a) Bridge loans et high yield bonds

La structuration d'un financement mezzanine conduit habituellement l'acquéreur à demander à un ou plusieurs (43) établissements financiers de prendre l'engagement, sous forme de *commitment letter* (44), de consentir un financement subordonné permanent. Celui-ci sera mis en place, le plus souvent, en deux temps. Tout d'abord, un prêt relais subordonné (45) d'une échéance de six mois à un an sera consenti. Cette période sera consacrée à la structuration d'un financement permanent et à l'issue de celle-ci, il sera procédé au refi-

nancement du prêt relais subordonné au moyen d'un autre financement subordonné d'une échéance beaucoup plus longue. Ce refinancement s'effectue en général, dans les opérations importantes, par l'émission de titres obligataires subordonnés (46), lesquels seront souscrits dans le cadre d'un placement privé par des institutionnels ou des fonds d'investissement spécialisés dans les LBO ou par le public. Le produit de l'émission servira ainsi à rembourser les établissements financiers qui auront consenti le prêt relais subordonné. Ces émissions d'obligations subordonnées à haut rendement peuvent être réalisées en plusieurs tranches, dont le remboursement de certaines pourra être subordonné à celui d'une ou plusieurs autres tranches. Ainsi, selon les tranches, certains porteurs auront un rang de créancier subordonné junior et d'autres, de créancier subordonné senior.

b) Dans la pratique américaine, on distingue communément la substantive subordination de la *procedural subordination* (47).

La *substantive subordination* est celle qui définit l'ordre de désintéressement des différents prêteurs juniors dans l'hypothèse où l'emprunteur rencontrerait des difficultés. La *procedural subordination* définit quand et comment le prêteur junior pourra exercer ses droits à l'encontre de l'emprunteur en cas de survenance d'un défaut aux termes du prêt subordonné.

■ La substantive subordination

Les difficultés pouvant apparaître lors d'une négociation sont principalement :

- les paiements en principal au titre du prêt junior : le financement est généralement structuré de telle sorte qu'aucun paiement en principal ne puisse être effectué au titre du prêt junior avant le terme du prêt senior. Il est toutefois habituel, pour les prêteurs seniors, d'accepter que des paiements soient réalisés au titre du prêt junior avec le produit d'émissions d'actions ou d'un autre prêt junior. L'emprunteur pourra être autorisé à effectuer des versements au prêteur junior à la condition qu'il soit par ailleurs à même de distribuer des dividendes à ses actionnaires,
- l'ordre de priorité des paiements au titre des droits accessoires : le prêteur senior s'efforce en général d'obtenir que l'ensemble des pénalités, honoraires et dépenses de recouvrement lui soit versé avant que le prêteur junior ne reçoive un quelconque paiement. En cas de désaccord entre les prêteurs seniors et juniors, ceux-ci conviennent habituellement d'un montant forfaitaire maximum (48),
- le refinancement de la dette senior : dans la mesure où plus de la moitié (49) des LBO donnent lieu à un refinancement de la dette senior, l'emprunteur s'efforce d'obtenir du prêteur junior qu'il accepte de rester créancier junior notwithstanding le refinancement de la dette senior. L'emprunteur souhaitera en effet avoir l'assurance qu'en cas de remplacement d'un prêteur senior par un autre, ce changement ne soit pas utilisé par le prêteur junior pour imposer de nouvelles conditions.

■ La procedural subordination

Nous distinguerons les clauses de blocage («*blockage provisions*»), des clauses de suspension («*suspension provisions*») :

- les clauses de blocage ont pour objet d'interdire à l'emprunteur, dans certaines circonstances, d'effectuer des paiements au profit des prêteurs juniors. Ainsi, en cas de défaut de paiement au titre du prêt senior, l'emprunteur ne

sera plus autorisé, par exemple, à verser d'intérêts aux porteurs de *high yield bonds*. La mise en œuvre par un prêteur senior de la clause de blocage est, en principe, constitutive d'un défaut au titre du prêt junior et autorise le prêteur junior à résilier son prêt, sous réserve que cela ne lui soit pas interdit en vertu de la clause de suspension. Dans une telle hypothèse, il est vraisemblable que le prêteur senior renoncera (50) à se prévaloir de son droit de blocage, à moins que l'emprunteur ne soit véritablement en difficulté ;

- les clauses de suspension sont celles qui, en cas de survenance d'un défaut au titre du prêt junior, ont pour objet de suspendre certains droits du prêteur junior, tels que demander un remboursement anticipé ou le dépôt de bilan de l'emprunteur. Ces dispositions sont courantes lorsque le financement subordonné a fait l'objet d'un placement privé. Selon la nature du financement junior (placement privé, public, émission obligataire, prêt bancaire) les droits du prêteur junior feront l'objet d'un contrôle plus ou moins strict.

G Les financements de projet et d'actifs (51)

a) Ainsi que nous l'avons mentionné précédemment, il est rare que des établissements bancaires acceptent de financer l'ensemble d'un projet. En effet, il est souvent demandé aux sponsors d'un projet de fournir une partie du financement et, par conséquent, de supporter une partie des risques liés à la réalisation du projet. Le financement bancaire senior représente habituellement la source de financement la plus importante. Cette caractéristique a toutefois tendance à évoluer avec la multiplication des sources de financement. Ainsi, dans le cadre de la *Private Finance Initiative* ou PFI (52), il a été fait appel au marché obligataire anglais pour financer un projet. En mars 1996 et pour la première fois (53) dans le cadre d'un PFI, la société anglaise Road Management Group Plc a lancé une émission obligataire cotée à la Bourse de Londres. Le produit de cette émission de 169 millions de livres sterling a servi à financer la construction et l'amélioration de plusieurs routes (54) selon les termes et conditions d'accords DBFO (55) passés avec le secrétariat d'Etat aux Transports. Cette émission obligataire a fait l'objet d'une notation AAA de la part des agences de *rating* à la suite de la mise en place d'un rehaussement de crédit (56).

b) Les sponsors du projet interviennent habituellement aussi dans le financement. Cette intervention s'effectue soit en fonds propres au moyen d'une souscription d'une partie des actions de la *project company* (57) (encore appelée la *consortium company*), soit en quasi-fonds propres, au moyen d'un prêt subordonné consenti par les sponsors à la *project company*. Afin de limiter le risque de crédit des banques, il est d'usage que les sponsors concluent avec les banquiers seniors un *equity agreement* (58), accord aux termes duquel les sponsors conviennent avec les banques des modalités de souscription du capital de la *project company*. Alternativement, les sponsors peuvent conclure avec les banques seniors un accord de subordination. Il arrive souvent que la participation des sponsors prenne la forme d'un financement subordonné (59).

c) Dette mezzanine et financement de projet :

- **En Europe**, pendant de nombreuses années, le financement mezzanine a été associé aux opérations d'acquisition d'entreprise. Aux Etats-Unis, il en a été de même, en soulignant toutefois que la dette mezzanine a été également utilisée pour les besoins généraux de financement des sociétés.

La présente décennie a vu le rôle de la dette mezzanine progressivement évoluer vers d'autres secteurs. Ainsi, depuis maintenant plusieurs années, les financements de projet aux Etats-Unis comportent une partie de financement mezzanine (60). L'Europe a, à son tour, eu recours à ce financement intermédiaire. Récemment, la banque UBS est intervenue en Angleterre comme *lead arranger* (61) de la structuration du financement mezzanine et senior de la centrale électrique Saltend Merchant. Ce projet a d'ailleurs été présenté comme comportant l'un des plus grands financements mezzanine à ce jour. Dans un financement classique d'infrastructure de type BOT (*Build Operate Transfer*) avec recours limité sur les sponsors, la structure de financement est souvent de 70 % de financement senior pour environ 30 % de fonds propres. L'interposition d'un financement mezzanine de l'ordre de 20 %, par exemple, aura pour effet de faire passer le financement senior de 70 à 60 % et le financement en fonds propres de 30 à 20 %. Les experts de la Commission européenne ont d'ailleurs recommandé que soit encouragé le développement de nouvelles formes de financements mieux adaptées aux caractéristiques propres des investissements d'infrastructures et ont expressément cité les prêts subordonnés et les fonds d'investissement mezzanine (62).

- **L'interposition d'un financement mezzanine** aura pour conséquence d'élargir les sources de financement d'un projet et de rendre plus réalisable des projets qui autrement n'auraient pas été perçus comme attractifs par les sponsors ou les prêteurs seniors.

Pour un projet, un financement mezzanine présente les avantages suivants :

- la dette mezzanine aidera les sponsors d'un projet à rehausser les taux de rendement interne ou TRI, s'il apparaît nécessaire d'augmenter le montant du financement et que celui-ci, par hypothèse, ne puisse être obtenu auprès de sources traditionnelles. Ainsi, les banques seniors seront en mesure, pour les besoins du calcul de certains ratios (*cover ratios...*), de comptabiliser le financement mezzanine, sous réserve qu'il ait été structuré de manière adéquate, comme des fonds propres, alors que le montant de l'investissement des sponsors en fonds propres sera passé, dans notre exemple, de 30 à 20 %,
- les prêteurs seniors peuvent utiliser le financement mezzanine comme une sorte de tampon ou de protection contre des risques qu'ils n'ont pas pour habitude de prendre,
- les prêteurs mezzanine, en prenant des risques plus importants, recevront une rémunération également plus importante.

On soulignera enfin que dans les financements de projet comme dans les financements d'acquisition à effet de levier, l'un des aspects donnant lieu à d'âpres négociations (63) concerne la définition des droits des prêteurs seniors à l'égard des prêteurs juniors ou mezzanine.

4. Principaux avantages et inconvénients de l'endettement subordonné par rapport au financement par capitaux propres

L'endettement subordonné peut être préférable à un financement en capital pour les raisons exposées ci-après (64). Nous verrons également qu'il présente certains inconvénients. Selon les objectifs recherchés par l'établissement financier, les premiers l'emporteront sur les seconds ou inversement.

A Avantages de l'endettement subordonné

- Un débiteur est, en principe, autorisé à déduire les charges d'intérêts de ses résultats pour le calcul de sa base imposable. En revanche, les distributions de dividendes ne sont, en général, pas déductibles. Toutefois, la charge d'intérêt pourra être en partie requalifiée en dividende et imposée en conséquence si le montant des intérêts variables dus en fonction des résultats apparaît excessif. Il est donc important, particulièrement lorsqu'il y a création d'instruments financiers hybrides (65), de bien analyser les risques ainsi que les conséquences d'une requalification sur le financement. Aux Etats-Unis (66), le contentieux fiscal relatif à la qualification de dette ou de capitaux propres de certains instruments financiers est particulièrement important. Un auteur américain a, non sans humour, résumé cette difficulté en écrivant : «*The judicial response in defining debt and equity has much in common with its response in defining an obscenity under the First Amendment ; that is, judges have been unable to enunciate a complete definition, but they know when they see it.*»
- L'obligation incombant à un débiteur de verser des intérêts ne dépend pas, au moins pour la partie fixe de la rémunération du prêteur, du montant des profits qu'il pourra réaliser et par conséquent doit être entièrement honorée. La distribution de dividendes dépend principalement de la réalisation ou non de profits par la société.
- Certaines institutions ne sont pas autorisées à investir dans des actions, notamment non cotées, alors qu'elles sont habilitées à investir par voie d'endettement.
- Une société débitrice pourra rembourser une dette sans avoir à se conformer aux règles contraignantes applicables aux sociétés lors d'une réduction de capital.
- Un prêt peut être consenti sous réserve que des sûretés soient constituées, ce qui n'est pas le cas en contrepartie d'un investissement en capital.
- Un endettement subordonné pourra être structuré sans que les droits de certaines catégories d'actionnaires ne soient atteints et sans qu'il y ait lieu de se conformer à des mécanismes de préemption d'actionnaires ou d'obtenir l'accord des actionnaires sur une émission de nouvelles actions.

B Désavantages de l'endettement subordonné

On mentionnera essentiellement le fait que les créanciers ne disposent pas, en principe, de droit de vote et ne peuvent «contrôler» la gestion de la société qu'en obtenant de la part de l'emprunteur certains engagements ou *covenants*.

II La subordination en droit international privé français (67)

A La détermination du droit applicable à un contrat contenant à titre principal ou accessoire un engagement de subordination s'effectue par application des règles de conflit de lois en matière contractuelle. Les conventions contiennent généralement une clause de droit applicable que les parties auront librement choisie en application du principe d'autonomie (68), sous réserve naturellement que ce choix ne soit frauduleux.

B Le principe d'autonomie a été consacré une nouvelle fois par la convention de Rome du 19 juin 1980 (69) sur la loi applicable aux obligations contractuelles conclues entre les

Etats membres de la Communauté européenne (70). Cette convention constitue aujourd'hui le droit international privé français des contrats (71). L'article 3.1. énonce que «*Le contrat est régi par la loi choisie par les parties*», ce qui est le plus souvent le cas. A défaut de choix exprès d'une loi ou à moins qu'un choix ne résulte de façon certaine des dispositions du contrat ou des circonstances de la cause, le contrat est régi selon l'article 4 «*par la loi du pays avec lequel il présente les liens les plus étroits.*» La convention prévoit expressément le régime des contrats conclus par des opérateurs du commerce international. Ainsi, si le contrat est conclu dans l'exercice de l'activité professionnelle d'une partie, on devra prendre en considération le pays de son principal établissement, ou, si, en vertu du contrat, la prestation doit être fournie par un établissement autre que l'établissement principal, le pays où se trouve situé cet établissement. Cette présomption conduit pour de nombreux contrats à un résultat relativement simple, du fait notamment de l'abandon de la référence à la loi du lieu d'exécution de la prestation, souvent délicate à mettre en œuvre. Ainsi, lorsque le débiteur de l'obligation ou de la prestation caractéristique est un professionnel, il verra la plupart des contrats soumis à une loi qui est la sienne. S'agissant d'opérations bancaires, comme le souligne J.-P. Mattout (72), «*il semble difficile d'admettre que la partie qui doit fournir la prestation caractéristique ne soit pas la banque.*»

C En matière de financements internationaux tant d'acquisitions que de projets, il est inhabituel, compte tenu des enjeux et du nombre important de juristes et avocats sollicités, que le droit applicable ne soit pas expressément visé dans la documentation contractuelle. Ces clauses sont dans certains cas particulièrement sophistiquées à l'image de celles élaborées dans le cadre du financement du tunnel sous la Manche. Ainsi, le contrat de construction du tunnel renvoyait expressément et de manière cumulative au droit anglais et français et, de manière supplétive, aux principes généraux du droit commercial international. A financement de projet exceptionnel... clause de droit applicable exceptionnelle (73) ! Le contrat de construction, comme le soulignait M. Nouel, comportait une clause de rattachement extraordinaire puisque, précisément, ses rédacteurs avaient soigneusement évité de choisir entre le droit français et le droit anglais (74).

D Au plan pratique, l'intérêt essentiel de l'engagement de subordination est de pouvoir être exécuté en cas de procédure collective du débiteur. Quelle que soit la loi que les parties auront choisie, la loi du débiteur failli viendra substantiellement interférer sur ce choix en application du principe de territorialité des procédures collectives et de l'importance de leur force d'attraction. Non sans humour un auteur a écrit : «*... there are some laws that you choose and some laws that choose you*» (75).

Aux Etats-Unis, en application de l'article 510 (a) déjà cité du code de la faillite, l'engagement de subordination est opposable en cas de procédure collective. Il en est de même en Angleterre où les juridictions ont confirmé, dans l'affaire Maxwell Communications Corp précitée, que l'engagement de subordination ne violait pas le principe d'égalité entre les créanciers. En France, plusieurs textes législatifs dont ceux relatifs aux prêts et titres participatifs, sont venus valider la subordination. Il est en outre admis que si le principe de l'égalité entre les créanciers est d'ordre public, il concerne avant tout les rapports du ou des créanciers subordonnés

avec le débiteur. Ainsi, dans un arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 19 avril 1985, il a été statué qu'il n'était pas permis à un créancier prêteur, par une clause pénale appropriée, de se ménager un dividende de faillite calculé sur une base élargie. Une telle clause a été considérée par la Cour comme contraire au principe d'égalité entre les créanciers. Il en est autrement dans un mécanisme de subordination par lequel le créancier ne se voit pas attribuer une préférence dans l'ordre des remboursements mais plutôt une «contre-préférence» (76).

III Etudes de cas

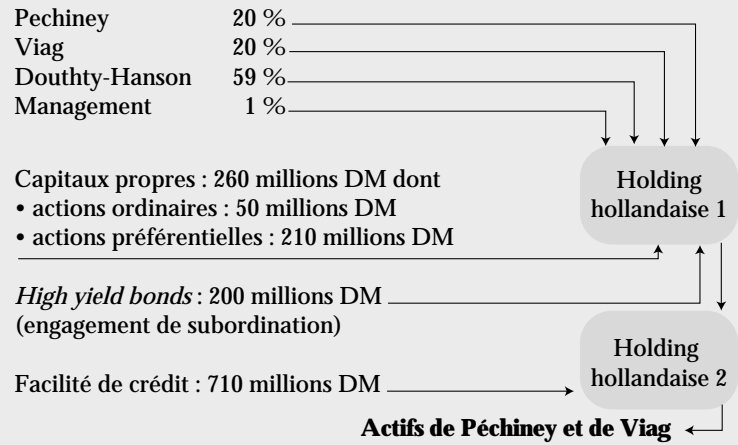
1. Le LBO Impress Metal Packaging (77)

A Les groupes allemand Viag et français Pechiney ont au cours de l'année 1998 cédé leurs activités d'emballage au fond d'investissement européen Doughty Hanson pour un prix de 1,17 milliard de Deutschemarks (78). Cette opération était originale à plus d'un titre puisque la *holding* de reprise des activités «emballage» des deux groupes a été créée aux Pays-Bas et a procédé à l'émission de *high yield bonds* ou obligations à haut rendement, dont le remboursement est entièrement subordonné à celui des créanciers bancaires seniors d'une deuxième *holding* hollandaise détenue à 100 % par la *holding* de reprise. On peut être tenté de considérer qu'il ne s'agit pas là d'une subordination au sens juridique du terme puisqu'elle n'est pas réalisée entre créanciers d'un même débiteur mais de deux, qui bien que faisant partie du même groupe, n'en demeurent pas moins des sociétés indépendantes.

B Impress Metal Packaging est une société issue du rapprochement des groupes Pechiney et Viag. Pechiney était présent dans ce secteur aux Pays-Bas et en Allemagne, tandis que Viag était présent en Angleterre, en France et en Italie. Les parties à l'opération ont choisi de constituer la *holding* de reprise aux Pays-Bas pour, notamment, optimiser la transaction au plan fiscal. Les plus-values sur cession de participations sont en effet exonérées d'impôts aux Pays-Bas.

C La structure de l'endettement se compose d'un endettement sous forme de prêt bancaire et de *high yield bonds*, lesquelles présentent l'avantage de ne pas entraîner de dilution du capital de la société, contrairement aux financements par endettement mezzanine qui sont en général assortis d'un *equity kicker* (79). L'une des conditions posées par les banques seniors a été de soumettre l'émission à un régime de subordination. En effet, les banques souhaitaient s'assurer que le remboursement des porteurs d'obligations ne puisse venir compromettre celui de leurs créances. Aussi, les banques seniors ont obtenu que le remboursement des *high yield bonds* soit subordonné au complet remboursement de leurs créances. Une clause de subordination a donc été introduite dans le contrat d'émission obligataire. Les créanciers seniors ont également obtenu que les *high yield bonds* soient émises par une entité juridique distincte de celle qui allait contracter l'endettement bancaire classique (i.e., la ligne de crédit). En effet, les banques crai-

❶ Schéma simplifié de l'opération (80)



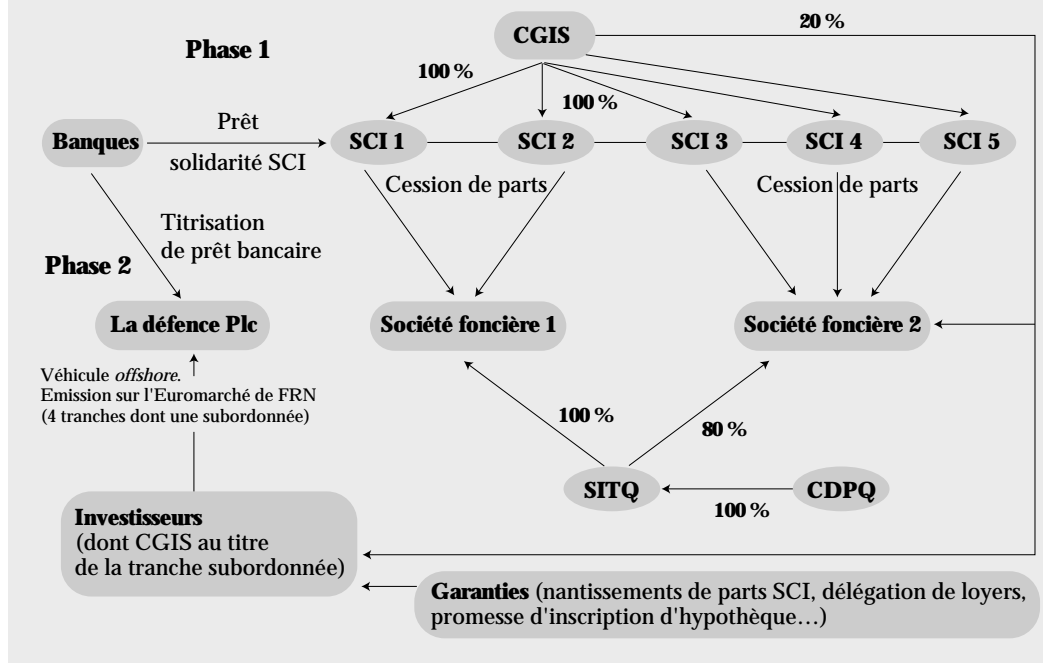
gnaient, dans l'hypothèse où les deux endettements seraient contractés par une même entité juridique, que les porteurs d'obligations puissent, en cas de difficultés financières rencontrées par la *holding* de reprise, se retourner contre la société et compromettre ainsi le remboursement de la dette senior ❶.

2. La cession de cinq tours de La Défense à un groupe canadien (81)

A Dans cette opération, la subordination a été utilisée lors d'une émission sur l'Euromarché de *floating rate notes* (82) dirigée par la Citibank. La Compagnie générale d'immobilier et de services (CGIS), filiale immobilière du groupe Vivendi a, en 1998, cédé à la Caisse de dépôts et placement du Québec (CDPQ), cinq tours de La Défense. Cette cession a donné lieu à une opération de titrisation d'un crédit relais de deux milliards de francs ayant servi à assurer 58 % du financement. Dans un premier temps, la Société immobilière Trans Québec (SITQ), filiale immobilière de la CDPQ, a acquis les parts des SCI propriétaires des cinq tours de La Défense par l'intermédiaire de deux sociétés foncières dont elle était détentrice de l'intégralité du capital pour l'une et de 80 % du capital pour la seconde. Le financement bancaire a ainsi été consenti aux cinq SCI pour une durée de sept années avec faculté de prorogation du terme à dix ans. Les banques se sont elles-mêmes refinancées en procédant à une opération de titrisation auprès d'une structure *offshore*, La Défense Plc.

B La titrisation du prêt bancaire a donné lieu au lancement, par la société *offshore*, d'une émission de *floating rate notes*, composée de quatre tranches, dont une a été souscrite par CGIS. Le remboursement de la tranche ainsi souscrite par CGIS, d'un montant de 1,084 milliard de francs et ne faisant pas l'objet d'une notation, est subordonné à celui des souscripteurs des trois autres tranches. Ces derniers bénéficient en conséquence d'un droit à remboursement prioritaire sur la tranche dite mezzanine. La souscription de cette tranche subordonnée par la CGIS permet à celle-ci de bénéficier d'une éventuelle revalorisation des immeubles qu'elle a cédés aux deux sociétés foncières. Le mécanisme de subordination n'aurait pas été utilisé si le groupe Vivendi avait souhaité se désengager complètement de cet investissement ❷.

② Schéma simplifié de l'opération



remboursements des prêteurs subordonnés ne soient effectués qu'après les distributions de dividendes aux actionnaires de la société projet. En outre, les prêteurs seniors pourront demander que certains versements effectués par la société de projet servent à alimenter un compte de réserve destiné à assurer le service de la dette senior ou encore la maintenance du projet. Le prêteur junior pourra tenter de s'opposer à la constitution d'un compte de réserve en arguant qu'un tel mécanisme a pour conséquence de détourner de leur finalité des fonds qui devraient servir au désintéressement des créanciers tant seniors que juniors et non à la constitution d'une sorte de matelas de sécurité en faveur des prêteurs seniors.

IV Négociation de l'engagement de subordination et du contrat de financement mezzanine ⁽⁸³⁾

1. Négociation de l'engagement de subordination et de financement de projet

Les objectifs recherchés par les différents intervenants dans une opération de financement sont multiples. Certains préféreront consentir un prêt à la société de projet plutôt que de participer au capital de cette dernière. D'autres pourront consentir un financement subordonné s'ils ont intérêt à voir le projet réussir et pas uniquement à réaliser un profit dans le cadre d'un prêt classique.

Quelle que soit la motivation qui conduira un intervenant à consentir un financement subordonné ou junior, les établissements bancaires seniors s'attacheront invariablement à ce que le remboursement du prêteur subordonné soit aussi subordonné que possible à celui des créances des prêteurs seniors, de telle sorte que le prêteur junior ait à peine plus de droit(s) qu'un actionnaire de la société de projet. Inversement, le prêteur junior s'efforcera d'accéder à un statut équivalent à celui d'un prêteur senior, exception faite bien sûr de ce qu'en application de l'engagement de subordination, toute somme due à une échéance donnée selon les termes du prêt subordonné, ne pourra être versée qu'après désintéressement des prêteurs seniors et que les remboursements en principal seront différés jusqu'au complet remboursement en principal des créances des prêteurs seniors.

A Priorité des paiements

a) **Le prêteur junior** s'efforcera d'être classé immédiatement après les prêteurs seniors dans l'ordre des remboursements de la société de projet. Les prêteurs seniors s'attachent quant à eux, à rapprocher les prêteurs juniors des actionnaires de la société de projet et demanderont que les

juniors et non à la constitution d'une sorte de matelas de sécurité en faveur des prêteurs seniors.

b) **Il est souhaitable de stipuler** dans la documentation contractuelle, qu'au cas où la société de projet serait en défaut de paiement d'une échéance de remboursement au titre du prêt junior, au motif que des échéances de remboursement de prêts seniors n'auront pas été respectés, les obligations de remboursement de la société de projet à l'égard des prêteurs subordonnés ne seront pas pour autant levées. Il sera en outre spécifié qu'en pareille hypothèse, le prêteur junior maintiendra son prêt au profit de la société de projet à la condition expresse qu'un intérêt de retard soit appliqué et que la somme correspondante soit versée jusqu'à complet paiement des sommes dues au titre de l'échéance concernée.

B Déchéance du terme et procédures collectives

a) **Les prêteurs seniors** voudront également s'assurer que les prêteurs juniors ne pourront, de façon indépendante, déclencher un remboursement anticipé, une réalisation de sûretés ou une action judiciaire à l'encontre de la société de projet en cas de défaut de cette dernière au titre du prêt junior. Ainsi, les prêteurs seniors ne souhaiteront pas voir un prêteur junior tenter de faire procéder à la liquidation de la société de projet si, pour leur part, ils estiment le projet viable. Une telle restriction est naturellement susceptible d'avoir des conséquences importantes sur le prêteur junior qui pourra être d'un avis différent.

b) **Afin de satisfaire les attentes des prêteurs seniors**, il est d'usage de négocier une période de *standstill*, pendant laquelle le prêteur subordonné renoncera à exercer certains de ses droits contre la société de projet afin de permettre, le cas échéant, aux prêteurs seniors de trouver des solutions adaptées. Cette période de *standstill* peut présenter un intérêt pour le prêteur junior qui pourra également souhaiter faire prendre par les prêteurs seniors un engagement de renonciation à exercer certains droits pendant une durée limitée.

C Sûretés

a) Dans la grande majorité des financements de projets régis par le droit anglais, il est d'usage que les sûretés consenties par la société de projet soient transférées à un trustee ou à un agent qui agira pour le compte des établissements prêteurs bénéficiant desdites sûretés. Un prêteur junior souhaitera également obtenir certains droits sur les mêmes sûretés.

b) Les créanciers seniors peuvent être tentés de demander que les créanciers juniors ne bénéficient que de certaines sûretés. Dans la mesure où la durée des prêts juniors est en général plus longue que celle des prêts seniors, le prêteur junior aura tout intérêt à tenter d'obtenir que lui soient consenties des sûretés complémentaires, lesquelles prendraient effet après le terme des prêts seniors.

2. Contrat de financement mezzanine et acquisition d'entreprise

A Un contrat de financement mezzanine d'acquisition diffère d'un contrat de prêt classique sur de nombreux points. Fondamentalement, une opération de financement à effet de levier est une opération dans laquelle les prêteurs courent un risque réel compte tenu de l'importance de l'endettement contracté par l'emprunteur, d'où la nécessité d'introduire dans la documentation contractuelle des clauses spécifiques, notamment sur les engagements ou, selon la terminologie anglaise, *covenants*, de l'emprunteur. Pour encadrer ce risque, le prêteur mezzanine s'efforcera d'atteindre les cinq objectifs suivants :

- contraindre l'emprunteur à gérer la société acquise selon les termes du *business plan* tel qu'il aura été approuvé par les banques (84),
- mettre en place un mécanisme d'alerte en cas de non-respect du *business plan* et/ou de détérioration de l'environnement économique,
- préserver les sûretés ou selon la terminologie anglaise, le *collateral*,
- prévenir les déperditions de liquidités ou des biens de l'emprunteur (i.e., contrôle des paiements effectués à des tiers ou tout simplement des distributions éventuelles de dividendes),
- permettre à la banque d'exercer un recours ou de faire

(1) *Revue de droit des affaires internationales*, n° 5, 1996, p. 672 ; *International Financial Law Review*, cutting Edge Close-Up Eurotunnel restructuring, mai 1998, p. 7.

(2) M. Crémieux, «Le financement des infrastructures : le rôle des investisseurs financiers», *Revue d'économie financière*, janvier 1999, p. 217.

(3) L'étude portera plus particulièrement sur les opérations d'acquisition d'entreprise à effet de levier dont la structure de financement comporte en général un élément d'endettement mezzanine (également appelé intercalaire). Ces techniques sont connues sous l'expression anglaise de LBO (*Leverage Buy Out*) lorsque l'effet de levier est produit au bénéfice d'un ou de plusieurs repreneur(s) non salarié(s) et sous l'expression anglaise LMBO (*Leverage Management Buy out*) lorsque l'effet de levier joue au bénéfice des salariés.

(4) Le financement de projet est une technique visant à isoler, au sein d'une structure ad hoc, le financement et les garanties offertes par celui-ci. Les banques acceptent de partager les risques liés au projet avec les promoteurs de celui-ci tout en renonçant à un droit de recours sur les actifs du ou des promoteurs, ou en disposant d'un recours limité sur les actifs du projet, ou à l'encontre du promoteur. Dans le premier cas, il s'agit d'un financement sans recours (*without recourse*), ce qui est plutôt rare dans la pratique et dans le second cas, d'un financement de projet

valoir ses droits à un stade aussi avancé que possible en cas de détérioration de la situation et de non-respect par l'emprunteur de l'un de ses engagements ou, selon la terminologie anglaise, *covenants*.

B Aux objectifs énoncés ci-dessus, viennent s'ajouter des dispositions spécifiques répondant à d'autres objectifs des prêteurs mezzanine, notamment en matière de moyens de contrôle sur la *holding* de reprise, de garanties complémentaires octroyées aux prêteurs mezzanine. Un pacte d'actionnaire (85) devra également être conclu. En effet, lorsque le prêteur junior détient un *equity kicker*, à savoir des titres lui permettant à terme de devenir actionnaire de la société, celui-ci a tout intérêt à négocier sans attendre certaines dispositions contractuelles visant à maintenir l'intégrité du groupe (i.e., clause d'équilibre, de préemption, de *take along come along*) (86) ainsi que celles permettant une éventuelle modification du capital (i.e., clause de sortie, clause anti-dilution).

* *
* *

Internationalisation de l'économie et internationalisation du droit (87). Il s'agit là d'un constat que l'on peut aisément faire en relevant toutefois que le deuxième processus est indéniablement plus lent que le premier. On pourra citer à cet égard le sort qui a été fait à la fiducie dont le projet de loi a manifestement été abandonné ou, à tout le moins été reporté loin dans le temps. Ce projet, s'il avait été adopté aurait, à l'image du *trust*, été un outil efficace pour les banques bénéficiaires de sûretés dans le cadre de financements de projets ou d'actifs. En matière de financement mezzanine ou subordonné, les opérateurs français, qu'ils soient industriels ou financiers, sont parvenus à mener à bien de nombreux projets et opérations en s'inspirant des pratiques tant américaines qu'anglaises en la matière mais en utilisant des instruments ou mécanismes juridiques déjà existants en droit français. Il en est ainsi de la technique de la capitalisation d'intérêts en matière de financement mezzanine d'acquisitions et de celle de la stipulation pour autrui parfaite dans les financements de projets. Le recours à la technique de la subordination est loin d'être arrivé à son terme (88) et, sans aucun doute, celle-ci continuera d'être un outil au service du financement d'opérations et de projets les plus divers. ■

avec recours limité (*limited recourse*). Pour une étude générale sur le sujet, lire notamment, A. Douhane et J.-M. Rocchi, Techniques d'ingénierie financière, *SEFI Collection Finance* ; J.D. Finnerty, Project Financing ; Asset-Based, Financial Engineering, Wiley, 1996 ; John H. Riggs, Innovation des financements de projets, *Banque & Droit* n° 19, septembre-octobre 1991.

(5) Le financement d'actifs consiste à financer un actif en l'isolant au sein d'une structure ad hoc. Les actifs sont le plus souvent des aéronefs, des navires ou encore des immeubles.

(6) P. Wood, Law and Practice of international finance, Project finance, subordinated debt and State Loans, *Sweet & Maxwell*, p. 37.

(7) J.-J. Caussain et B. Mercadal, Prêts participatifs et prêts subordonnés : un nouveau mode de financement, *FEDUCI* p. 91, ainsi que dans le même ouvrage, l'excellente étude de P.-F. Murray, Les prêts subordonnés aux Etats-Unis.

(8) Th. Jacomet, Ph. Matignon et S. Montet, LBO : utilisation de levier juridique et financier lors d'une acquisition, *Bulletin July* 1990, p. 415, § 97. Lire également, sur les Etats-Unis l'étude de M.-R. Meyers, *IFLR*, mars 1999 et celle de John R. Ettinger, C. Mayer, C. V. Reich dans *IFLR*, février 1990. Sur la Grande-Bretagne, N. Morrison, *IFLR*, mars 1998.

(9) Il convient toutefois de rappeler que le recours aux prêts participatifs

- est quelque peu tombé en désuétude.
- (10) H. Le Roy, Les clauses de préférence et de subordination en droit français, p. 725 *RDAL* n° 7, 1986.
- (11) B. Cordier, Le renforcement des fonds propres dans les sociétés anonymes, *LGDJ* 1989.
- (12) T. Bonneau, Fonds propres et titres d'emprunt, *Dictionnaire Joly*, Bourse et produits financiers.
- (13) Demians d'Archimbaud et R. Portait, Ratios Cooke, titres subordonnés et titrisation : coût des fonds propres et gestion de bilan française. *Revue Banque* 1989 p. 254 et 482. Landier-Juglar, TSDI, dettes ou fonds propres ? *Revue Banque* 1991, p. 462 s.
- (14) J. Terray, La titrisation des crédits, *Joly*, 1990, n° 181 s., 219 s.
- (15) L'article 2093 du code civil énonce que «les biens du débiteur sont le gage commun de ses créanciers, et le prix s'en distribue entre eux par contribution, à moins qu'il n'y ait entre les créanciers des causes légitimes de préférence.»
- (16) *Banques et opérations de banque*, tome II, 1943, p. 487.
- (17) Lire sur ce point, l'excellente étude d'O. Bertin-Mouroit sur le financement mezzanine et les diverses techniques permettant de réaliser une subordination, *Option finance*, n° 19, 13 juillet 1992.
- (18) Aux termes de l'article 1121 du code civil : «On peut pareillement stipuler au profit d'un tiers, lorsque telle est la condition d'une stipulation que l'on fait pour soi-même ou d'une donation que l'on fait à un autre. Celui qui a fait cette stipulation ne peut plus la révoquer, si le tiers a déclaré vouloir en profiter.»
- (19) D.-R. Martin, La stipulation de contrat pour autrui, D. 1994, Chronique p. 145.
- (20) Plus précisément italienne puisque «mezzano» signifie en italien «qui est au milieu de».
- (21) La formule anglaise de *cash flows* est communément admise dans la pratique française.
- (22) Lire sur ce point notamment, P. Desbrières, Ingénierie financière, Collection Les essentiels de la gestion, *Litec*.
- (23) Cf. Ingénierie financière. Op.cit. p. 80 s dans lequel cette réserve a été exprimée sans toutefois apporter de précision sur le fondement juridique de celle-ci.
- (24) A. Couret, Les financements mezzanine, *JCP E* 1990. A. Couret observe que «pour être peu coutumière, cette disposition (i.e., la subordination d'intérêts) n'apparaît pas contraire à un principe fondamental de notre droit.»
- (25) Cf. Techniques d'ingénierie financière, op. cit. p. 75.
- (26) Certains auteurs considèrent qu'il s'agit d'une technique très ancienne : «Project finance is older than most legal systems : Greek olive growers made use of it in the 5th century BC. Via nineteenth century rail building and 1920s American oil prospecting, it has come to occupy a vital niche in the development of natural resource extraction and infrastructure - offering as it does low-cost capital, limited recourse of individual financing vehicles», cité dans l'ouvrage de P.-H. Ganem, Sécurisation contractuelle des investissements internationaux, p. 736, *Ed Bruylant*.
- (27) J. Terray, Les composantes juridiques du financement de projet, *MTF* n° 42, juillet 1992.
- (28) M. Sarment, Les financements internationaux de projets en Europe, *Revue Banque*, n° 392, février 1980, p. 183.
- (29) La nature de la structure ad hoc varie en fonction des objectifs recherchés par les promoteurs du projet. Dans les financements aéronautiques, il s'agira en France du groupement d'intérêt économique ou aux Etats-Unis de «foreign sales corporations» ; dans le financement du Parc de loisirs Eurodisney, il y a eu création d'une société en nom collectif (SNC Eurodisney) et d'une société en commandite par action (SCA Eurodisney). Dans les financements maritimes, on utilise des «one ship company». Les promoteurs et leurs conseils pourront souhaiter – ils le font très souvent – chercher à optimiser le projet au plan fiscal, en essayant de tirer avantage d'une qualification juridique d'une structure ad hoc qui pourrait s'avérer différente entre deux pays.
- (30) Sur le droit des groupes de sociétés aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, Z. Sekfali dans Vers un nouvel environnement juridique pour les groupes, *ANSA*, p. 65 s. février 1994.
- (31) Cf. Innovations des financements de projets, op. cit., p. 177 s.
- (32) Cela a été le cas pour des montants importants lors du financement du Tunnel sous la Manche.
- (33) Cf. Techniques d'ingénierie financières, op. cit., p. 328 s. Le projet Eurodisney s'articulait autour de deux programmes. La phase dite 1A portait sur la construction du Magic Kingdom, un hôtel de prestige de 500 chambres, un terrain de camping de 595 places. La phase dite 1B portait sur la construction d'un centre de loisirs, de plusieurs restaurants et magasins sur une surface de 95 000 m² et la construction de 4 700 chambres d'hôtel.
- (34) Par opposition à la stipulation imparfaite, la stipulation parfaite est acceptée par les banques et de ce fait ne peut plus être révoquée.
- (35) The Portable Bankruptcy Code & Rules, 1998 Edition, American Bar Association, Section of Business law.
- (36) Maxwell Communications Corpn plc (n° 3) 1993 BCC 369.
- (37) J.-P. Mattout, Droit bancaire international, *Banque Editeur*, 1996, p. 131. Egalement G.A. Penn, A.M. Shea et A. Arora «Law and Practice of International Banking», «Sweet & Maxwell», «Under a pari passu covenant the borrower warrants that its obligations under the loan will not be subordinated to any unsecured creditor. [...] that the rights of the Eurocurrency lender will rank at least pari passu with the rights of the borrower's other unsecured creditors.»
- (38) Sur la distinction entre la *contractual subordination* et la *turnover subordination*, lire les développements en 1.3.4.
- (39) Sur la nature des droits des bénéficiaires d'un trust : M. Elland-Goldsmith, Le trust : ses emplois bancaires et financiers, Actes du colloque sur la fiducia et ses applications dans plusieurs pays Européens, 29 novembre 1990, *Bulletin Joly*.
- (40) *First National Bank v Am Foam Rubber Corp*, 530 F 2d 450 (2d Cir. 1976) ; *New York Stock Exchange v Pickard & Co, Inc*, 296 A2d 143 (Del 1972).
- (41) *Russel & Co Ltd v Austin Fryers* (1909) 25 TLR 414 ; *The Litison Pride* (1985) 1 Lloyds Rep 437.
- (42) *Bidders & Targets, Mergers and Acquisitions in the US*, p. 111.
- (43) La présence de plusieurs établissements financiers prêteurs est une source de conflits, compte tenu des risques découlant des opérations à effet de levier. Les relations entre les banques pendant la durée du financement sont d'ailleurs régies par des «*inter creditor agreements*».
- (44) Il arrive que l'engagement contracté par l'établissement financier «arrangeur» du financement mezzanine prenne seulement la forme d'une lettre destinée aux acquéreurs, par laquelle il déclarera être très confiant (*highly confident*) quant à la probabilité d'obtention d'un financement subordonné permanent. Dans les années 80, la banque d'affaires Drexel Burnham Lambert émettait des lettres «*highly confidential*» à l'occasion d'une opération de LBO, dans lesquelles elle déclarait : «*We have reviewed transaction X and are sure that we can place the financing*» Cf. The Art of M & A, op.cit. p. 200.
- (45) Selon la terminologie anglaise, il s'agit d'un *subordinated debt bridge financing*.
- (46) Dans les années 80, il s'agissait de *junk bonds*, littéralement des «obligations pourries» et, dans les années 90, de *high yield bonds* ou obligations à haut rendement.
- (47) Cf. The Art of M & A, op.cit. p. 222.
- (48) La formule consacrée est celle du «*cap on the fees*», formule anglaise que l'on retrouve d'ailleurs également dans la pratique française.
- (49) Cf. The Art of M & A, op.cit. p. 224.
- (50) Le prêteur senior émettra ce que l'on appelle communément un «*waivers*».
- (51) Cf. P. Woods, *Project Finance*, op. cit. p. 19 s.
- (52) En 1992, le gouvernement conservateur a lancé le PFI dont l'objet était de faire prendre en charge par le secteur privé les risques liés à la construction et à l'exploitation d'un projet. Les concessions sont données dans le cadre d'accords DBFO (*Design Build Finance and Operate*) et non plus dans le cadre de ce que certains praticiens anglais ont qualifié de *Build and Disappear* (!)
- (53) Cf. N. Morison, *Project Finance*, op. cit. p. 47, mars 1998.
- (54) Il s'agit des routes A1(M) et A417/A419.
- (55) La réalisation d'un projet donne lieu, selon la terminologie française, à une concession de travaux et/ou de services ou, selon la terminologie anglaise, à des accords de BOT (*Build Operate Transfer*) ou de BOOT (*Build Own Operate Transfer*). Sur les différentes variantes de ces accords : P.-H. Ganem, Sécurisation contractuelle des investissements internationaux p. 731.
- (56) Dans le cadre d'une émission obligataire, la technique, d'origine anglo-saxonne, du rehaussement de crédit consiste pour une société bénéficiant d'une excellente notation, à «louer» la notation qu'elle a obtenue à une entreprise souhaitant lever des fonds sur le marché. En général, la société louant sa notation est une compagnie d'assurance, spécialisée dans la contre-garantie des risques de crédit qui, par conséquent, prend à sa charge le risque de défaillance de l'emprunteur final de telle sorte que les investisseurs soient assurés de percevoir les sommes qui leur sont dues.
- (57) Dans la terminologie française, il s'agit d'une société de projet. Sur les procédures de sélection d'une société de projet, H. Lesguillons, *RDAL* p. 603, n° 6, 1998.
- (58) Sur les principales dispositions figurant dans un *equity agreement* dans le cadre d'un financement de projet, se reporter au modèle donné par P. Wood. dans *Law and Practice of International Finance - Project Finance*, p. 222.
- (59) Sur les avantages d'un financement subordonné par rapport à un financement en fonds propres, lire les développements en 1.4 de la présente étude.
- (60) A. Mac Rae. «Mezzanine debt offers added funds for project finance», *International Financial Law Review*, août 1998.
- (61) Cf. Mezzanine debt offers added funds for project finance, op. cit.

(62) P. Ponsolle, Les financements privés d'infrastructures, *Revue d'économie financière*, janvier 1999, p. 125.

(63) Voir sur ce point, les développements en IV de la présente étude.

(64) Au plan français : C. David, La faveur traditionnelle pour l'endettement dans l'endettement : mode de financement des entreprises, *Litec*, p. 157. Au plan américain : S. Foster Reed et A. Reed Lajoux, Tax concerns in financing the acquisition dans *The Art of M & A*. op. cit. p. 299. Au plan anglais : Project Finance, subordinated debt and state loans, op. cit.

(65) A. Bénabent, L'hybridation dans les contrats dans *Prospectives du droit économique*, Dialogues avec M. Jeantin, *Dalloz*, p. 27.

(66) Sur la France, le lecteur pourra lire, Ambiguïtés de la distinction entre endettement et fonds propres, dans l'ouvrage *l'Endettement des entreprises*, op. cit.

(67) Droit bancaire international, op. cit. Titre préliminaire sur la loi applicable aux opérations bancaires.

(68) Principe consacré par la chambre civile de la Cour de cassation par un arrêt du 5 décembre 1910, dans une affaire *American Trading Co.* En Angleterre, ce principe a été consacré par un arrêt de 1760 dans une affaire *Robinson versus Bland*. Lire également P. Mayer, *Droit international privé*, 6^e édition, p. 450.

(69) Cf. *Droit international privé*, op. cit. p. 452.

(70) Devenue depuis l'Union européenne.

(71) P. Lagarde, «Le nouveau droit international privé des contrats après l'entrée en vigueur de la convention de Rome du 19 juin 1980», *RCDIP* 1991, p. 287. Lire également, Delebecque, *Droit commercial International*, p. 95.

(72) Cf. *Droit bancaire international*, op. cit. p. 12.

(73) P. Nouel, Cartesian Pragmatism: Looking for common principal in French and English Law, *IBL*, janvier 1996, p. 22

(74) Sur cette question, Brabant, Les marchés publics et privés dans la CEE et outre-mer, *Ed. Bruylant*. P.-H. Ganem, Financement de grands projets internationaux, *RDAI* n° 5, 1996, p. 672.

(75) S. Carroll, The biggest Fallacy in the Euromarkets, *Euromoney*, octobre 1981, p. 259. Egalement M.-Y. Loussouarn et J.-D. Bredin, *Droit du commerce international*, 6^e partie sur la faillite.

(76) L. Faugérolas, La subordination de créances, *JCP entreprises* 1991, n° 42.

(77) Sur les caractéristiques générales de cette opération, L. Chevillard, *Impress Metal Packaging* : le premier LBO transnational, *Option finance*, n° 519, 19 octobre 1998.

(78) Ce montant représente le prix d'acquisition d'une participation majoritaire de 59,9 % dans le capital de la holding de reprise.

(79) Il s'agit de titres prenant la forme de warrants ou de bons donnant accès à terme au capital de l'entreprise.

(80) *Option finance*, article de L. Chevillard op. cit.

(81) Sur les caractéristiques générales de l'opération, lire notamment l'article de MTF- *L'AGEFI* n° 95, avril 1998 : «Comment Vivendi (ex-CGE) a titrisé cinq tours de La Défense.»

(82) Les *floating rate notes* sont des titres d'emprunt à taux variable offerts sur le marché euro-obligataire. Il existe plusieurs variantes de FRN dont les FRN flip-flop (échangeables en FRN à échéance définie), les FRN *mis-match* (intérêt calculé mensuellement), les FRN mini-max (coupon d'intérêt minimum et maximum).

(83) Cf. *Law and practice of International finance* op.cit. chap.10, p. 72. Egalement, P. Avery, How to negotiate the subordinated lender's position, *International Financial Law Review*, août 1998 p. 17.

(84) Le prêteur mezzanine se heurte à certains risques, notamment celui de faire l'objet d'une action en comblement de passif en qualité de dirigeant de fait ou de droit en application de l'article 180 de la loi du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaire des entreprises.

(85) O. Bertin-Mouro, Le financement mezzanine, *Option finance*, n° 219, juillet 1992, p. 31-34. Egalement *Ingénierie financière*, op. cit.

(86) Lorsqu'un actionnaire dispose d'une proposition sur au moins 95 % des titres, l'ensemble des actionnaires devra «sortir» ; si la proposition est inférieure à ce pourcentage, les actionnaires pourront le faire au prorata de leur participation. *Techniques d'ingénierie financière*, op. cit.

(87) Mélanges en l'honneur de Yvon Loussouarn, Internationalisation du droit, *Dalloz*. J.-P. Mattout, L'évolution des missions du juriste international, *Banque* n° 548, mai 1994.

(88) L'émission par Axa en début d'année d'obligations convertibles subordonnées sur les conseils de la banque américaine Goldman Sachs. *Option finance* n° 534, 8 février 1999. Lire également *High yield bonds : how to succeed in the European Market*. *IFLR*, août 1998, p. 23. B. Pérignon : *High yield bonds : le marché européen décolle*, MTF *L'AGEFI*, n° 104 février 1999, p.47.

MILAN, 7 & 8 OCTOBRE 1999

CONGRÈS AEDBF

BANQUE
ET
ELECTRONIQUE

Réservations :
Fax 00 39 02 88 50 30 58
Milan, Banca commerciale Italiana



A E D B F
Association Européenne
pour le Droit Bancaire et Financier