

L'APPRÉHENSION DU RISQUE SPATIAL PAR LES BANQUES



FRANCK JULIEN *
Direction
juridique
Calyon

Donnée inhérente au métier bancaire, le risque fait l'objet d'un traitement spécifique, en vue de sa détection, de son examen et de sa quantification. Les financements bancaires afférents au domaine spatial, mis en place dans un contexte spécifique, requièrent un travail particulier d'analyse du risque puis de structuration des opérations envisagées.

Le sujet soumis à la considération de l'auteur est assurément flatteur. Car, n'entretenant qu'un rapport ténu avec la chose juridique, il donne à entendre – avec justesse – que le juriste de banque se doit avant tout de comprendre le métier bancaire, le monde de la finance, avant d'effectuer tout travail d'analyse juridique, de livrer ses conclusions et recommandations.

Perspicace donc, le thème de réflexion est également d'une importance très actuelle. Lors du salon de l'aéronautique et de l'espace du Bourget de juin 2007, la société européenne Arianespace a été sollicitée pour le lancement de 44 satellites. Ce nombre record est perçu comme la traduction du « redémarrage du marché des lanceurs »¹.

L'espace intéresse des acteurs de plus en plus nombreux, qu'ils appartiennent au domaine civil ou militaire. À tel point d'ailleurs que la défense du territoire français implique désormais le recours, organisé, à un système performant de surveillance afin de détecter des satellites jugés sensibles. Derrière l'activisme industriel permettant les lancements en nombre, il importe d'organiser le contrôle des engins exploités qui survolent le territoire français².

Faire état du risque spatial en matière de financement

bancaire conduit à envisager trois types principaux d'opérations :

- les financements de la construction d'un actif spatial (satellite, transpondeur...) et en particulier les financements de projet, avec intervention ou non d'une agence de crédit export ;

- les crédits syndiqués consentis à un équipementier, en vue de la satisfaction de ses besoins généraux de capitaux³ ;

- les financements à un acteur du domaine spatial ou un fonds d'investissement, en vue de l'acquisition d'une société cible intervenant sur le marché des actifs spatiaux, qu'il s'agisse d'un financement *corporate* ou par voie de LBO⁴.

C'est peu dire que les risques, présents de façon plus ou moins diluée dans tout financement bancaire, donnent lieu à détection, examen, analyse, quantification puis considération. S'ils ne sont pas toujours un obstacle à la réalisation du projet et donc à la levée de fonds, les risques conditionnent, dans une large mesure, la structuration et le coût du financement.

La liste des risques propres au métier des banques est significative⁵, les principaux étant les suivants :

■ **le risque de crédit**, ou risque de défaut, différencié selon qu'il est imputable à un client donné ou au cycle économique. La protection des banques contre le risque

* Le présent article est issu d'une intervention de l'auteur effectuée le 3 octobre 2007, dans le cadre du deuxième colloque de la Commission Spatiale de la Société Française de Droit Aérien et Spatial. Les propos développés correspondent à l'approche personnelle de l'auteur et ne saurait représenter nécessairement l'opinion de groupe au sein duquel il exerce.

1. J.Y. Le Gall, président-directeur général de Arianespace, *Le Monde* du 21 juin 2007.
2. « Le radar "Graves" scrute l'espace et détecte les satellites américains », *Le Monde*, 21 juin 2007.

3. Orbital Sciences Corporation a conclu le 22 août 2007 un financement de 100 millions de dollars US (une facilité revolving de 5 ans) en vue du refinancement d'une facilité actuelle de 50 millions de dollars US venant à échéance en 2009.

4. *Leverage Buy-Out* : financement d'acquisition des titres d'une société cible, offrant divers effets de leviers (effet de levier juridique, fiscal et financier). Le 10 août 2007, Intelsat a sollicité de la FCC (US Federal Communications Commission) l'autorisation de transférer son capital à différents fonds conseillés par BC Partners. Cette transaction d'un montant de 16,5 milliards de dollars US a déjà été approuvée par le département américain de la justice.

5. Réglementation excessive, risque de crédit, gouvernance, dérivés, hedge funds, fraude, devises, forte dépendance technologique, technique de gestion du risque, évolutions macro-économiques, problèmes du secteur de l'assurance, taux d'intérêt, blanchiment de l'argent, matières premières, marchés émergents, maîtrise des nouvelles technologies, risque juridique, actions, continuation des affaires (terrorisme), chocs politiques, malhonnêteté d'un trader, systèmes de paiement, back-office, risque environnemental, ... : Voir C. Bordes, « Les banques et le filet de sécurité contre le risque systémique », in *Les banques entre droit et économie*, LGDJ, 2006, p. 177 et s.

de crédit micro-économique est effectuée par calcul de probabilités sur un portefeuille important de clients, et en recherchant une grande information sur les contreparties considérées. La protection contre le risque de crédit macro-économique est plus complexe dans l'hypothèse d'une multiplication des faillites dans l'économie ;

■ **le risque de taux**, reflétant les aléas des revenus bancaires dus aux variations des taux d'intérêt. Une banque qui détient plus de dettes sensibles aux taux d'intérêt que d'actifs de même nature peut subir une altération de ses profits en cas de hausse des taux ;

■ **le risque de marché**, lié aux nombreuses opérations sur marché de produits dérivés ou sur le marché des changes, certaines étant de nature très spéculative.

Le risque spatial relève essentiellement de l'appellation de « risque de crédit ». Ce ne sont pas en effet les incertitudes liées directement à l'espace que le banquier va appréhender pour conduire son analyse (le pourrait-il d'ailleurs?), mais la capacité durable de l'actif ou de la flotte d'actifs, financés ou exploités par le client demandeur de crédit, à générer convenablement et régulièrement des revenus (« cash flow ») en vue de leur affectation à l'amortissement du crédit⁶.

Fondamentalement, c'est donc le risque de crédit que le banquier souhaite appréhender, ce qui renvoie à la question de la solvabilité passée, présente et future du client, et à celle de la constance de la fiabilité technique de l'actif financé et/ou exploité. Les probabilités de la survenance d'une procédure collective constituent le centre des investigations conduites, des réflexions menées et des schémas retenus, que ce soit au titre du financement ou des documents de sûreté.

L'appréhension du risque spatial peut se faire sur une base isolée par l'acteur bancaire, mais devant un projet d'importance, son identification et son analyse constituent le travail collectif d'acteurs participant au même projet : compagnies d'assurance, agence de crédit export, département « risques » et direction juridique du groupe bancaire, agence de notation... La simple présence d'autres partenaires dans une opération constitue en elle-même un facteur rassurant pour le banquier, qui y voit la confirmation de la pertinence de ses propres analyses.

Une fois admise, l'existence d'un risque, évalué et apprécié, conduit très souvent le banquier d'affaires à retenir une structuration lui permettant de céder ses intérêts dans l'opération de façon automatique ou quasi automatique. Cette sortie peut consister en un simple transfert de droits et obligations dans un financement syndiqué. Compte tenu toutefois des intérêts en jeu et du montant des investissements accomplis, l'abandon du projet a souvent pour préalable une tentative de sauvetage, en association avec les autres partenaires financiers. Ainsi, dans un financement de projet⁷, les prêteurs s'attachent à pouvoir

bénéficier d'un droit de substitution (« step in right ») leur permettant de prendre le contrôle de la société de projet, et par conséquent des « cash flows » qu'elle génère ou est supposée générer. Dans le cadre d'un financement de LBO, la restructuration peut avoir pour préalable l'exercice du nantissement sur les titres de la société cible, en vue de la réalisation d'un « spin-off »⁸. La présence, détectée ou supposée, d'un risque sur une contrepartie évoluant dans le domaine spatial conduit ainsi l'ingénieur financier à un travail minutieux et spécifique de conception de l'opération (I), cette dernière pouvant le cas échéant donner lieu à reconsidération (II).

I. LA CONCEPTION DE L'OPÉRATION

Très souvent, le financement est sollicité par un opérateur ou équipementier pour les besoins d'un courant d'affaires préexistant qu'il appartient alors au banquier d'analyser. Cette approche doit permettre d'apprécier les suites qui résulteraient de la survenance d'un sinistre, l'impact de la concrétisation d'un risque spatial sur un historique d'activité, afin de mettre en évidence un profil de remboursement, acceptable ou non. Le chargé d'affaires se doit alors de recueillir et analyser des informations (A) qui conditionneront la négociation et signature de documents contractuels stratégiques (B).

A. La recherche et l'analyse des informations

Lorsque le banquier intervient comme arrangeur du financement, la collecte des informations afférentes au client et aux actifs à financer conduit à la rédaction par l'arrangeur (sous le contrôle du client) d'un memorandum d'informations, qui sera ensuite communiqué aux différents établissements de la place auxquels une prise de participation dans l'opération est proposée (1). Ce faisant, l'arrangeur affine son analyse de risque, cette dernière étant reflétée dans certaines clauses spécifiques de la documentation contractuelle (2).

1. La collecte des informations.

Il s'agit assurément du travail principal de la banque approchée. Pour les besoins d'un projet de financement, l'arrangeur s'attache à obtenir des informations complètes, précises et variées de la part du client, ou le concernant : communications faites au marché sur des programmes d'investissement, de renouvellement de flottes d'actifs, réaction du marché, des agences de notation, des investisseurs institutionnels. Il s'agit aussi de savoir si des négociations ont été entreprises par le client avec des fournisseurs industriels et sur quelles bases, si les

6. À ce titre, certains groupes bancaires disposent, parmi leur personnel, d'ingénieurs ou anciens ingénieurs dont l'expertise, sur une classe d'actif spatial déterminée, permet de compléter une analyse de risque, soit en identifiant une ou plusieurs insuffisances techniques, soit en réclamant au client des informations techniques nécessaires à l'analyse de risque.

7. Le financement sur projet est un montage utilisé pour des opérations comportant un risque substantiel sur leur achèvement et sur la valeur économique découlant de leur exploitation, et mobilisant divers intervenants du monde industriel et

financier présentant une forte communauté d'intérêts en vue de l'aboutissement du projet. Le recours à une entité ad hoc (*special purpose vehicle* ou SPV) distincte du promoteur de l'opération et porteuse de la dette bancaire atteignant des montants très significatifs permet un remboursement des prêteurs au moyen de l'allocation, par le SPV, des recettes issues de l'exploitation du projet, avec un recours limité sur le promoteur : voir Michel Lyonnet du Moutier, « financement sur projet et partenariats public-privé », éd. Les essentiels de la gestion, p. 62.

8. Une opération de spin-off revient à séparer une branche d'activité d'un groupe en sociétés distinctes.

assureurs crédit habituels (COFACE...) ont accepté un engagement de couverture, dans quelles proportions et sous quelles conditions, si une promesse de garantie a été ou va être formulée, et en considération de quel profil de financement. Il est important aussi de pouvoir déterminer les charges financières auxquelles l'emprunteur fait face ou risque de s'exposer (historique d'endettement, prime d'assurance et probabilité d'augmentation, significative ou non, de leur montant, par exemple). L'arrangeur doit également connaître les intentions du client quant au lancement éventuel d'un programme d'appel à des capitaux, sous forme d'introduction en bourse ou d'émission obligataire, et le calendrier envisagé. Enfin, la présence d'assureurs de réputation internationale dans le projet (Marsh, par exemple) ou d'un concurrent bancaire désireux de réaliser l'opération est de nature à rassurer les banques, confirmant en cela que leur analyse du risque est sinon juste, du moins partagée par des confrères.

À titre d'exemple, dans un financement de satellites à vocation militaire après appel d'offres organisé par un État, le groupe bancaire candidat entreprend une revue des risques dans le domaine purement technique (par emploi d'un ou plusieurs experts externes ou propres au groupe bancaire), dans celui des assurances (intervention d'un expert en assurances) et enfin au titre de la partie contractuelle et documentaire du projet (saisine d'un ou plusieurs cabinets d'avocats). Le prêteur conduit alors une analyse de risque de crédit classique, appréhendant certaines spécificités liées aux actifs ou au contexte géo-politique du financement. Les consultants externes⁹ émettront un rapport identifiant et analysant les aléas techniques, les aspects environnementaux et de coûts du projet. L'objectif de la banque est de lister les différents risques du projet et d'étudier leur allocation, afin de dégager le cas échéant un ou plusieurs risques résiduels supportés par la société de projet, l'intention étant d'obtenir la prise en charge des risques par des contreparties extérieures¹⁰.

2. Le traitement des informations.

L'appréhension du risque de crédit prend très souvent la forme d'une prévention de sa survenance, au moyen de la définition contractuelle des hypothèses et événements dont la réalisation ou manifestation est annonciatrice d'une défaillance financière proximale de l'emprunteur. Cette démarche requiert un schéma de financement approprié, un montage contractuel ajusté, un suivi méticuleux de l'activité du client et de la vie du crédit¹¹.

Dans le cadre d'un financement de projet, les risques

les plus importants pour les prêteurs se concentrent pendant les premières années d'exploitation, alors que les encours sont significatifs et les recettes parfois à peine perceptibles. En présence d'un emprunteur déjà endetté, ou constitué d'une société ad hoc (SPV ou SPC), l'objectif est de contribuer à limiter les prélèvements ou mouvements de trésorerie au sein de l'emprunteur, en prévoyant par exemple un allongement de la durée du financement, l'aménagement d'une période initiale de franchise de remboursement en capital, le recours à des tranches de financement subordonnées sous forme obligataire, l'adossement de certains amortissements sur des flux de trésorerie destinés à être encaissés par l'agent des banques, la constitution de comptes de réserve nantis en faveur des banques (« collection accounts ») et permettant d'absorber des frais de maintenance non prévus, la mise en place d'une « cascade de cash flows » organisant les priorités dans les ordres de remboursement et paiements des sommes dues.

L'attitude du banquier doit aussi être prospective. À ce titre, les analyses et projections financières effectuées sont exprimées dans différents ratios inclus dans la documentation contractuelle. Les parties peuvent ainsi négocier un « Debt to Equity Ratio », un « Debt Service Coverage Ratio », « Debt / EBITDA¹² » en vue d'offrir aux prêteurs une visibilité constante et régulière sur les capacités financières de l'emprunteur. Surtout, les ratios offrent la possibilité d'envisager en amont – c'est-à-dire avant toute cessation des paiements – des mesures de restructuration, la résiliation ou la révocation des accords contractuels, le tout sans préjudice de la signature de documents de sûreté adéquats concernant les flux financiers générés ou induits par le projet.

B. Les sûretés sur flux

Dans le cadre d'un financement d'actif spatial, la couverture du risque est, fondamentalement, assurée par les compagnies d'assurance, dont les engagements indemnitaires sont conséquents (1). Les banques s'attachent à capter ces flux financiers potentiels en vue de leur affectation au remboursement de la dette, souci pratique qui trouve une expression en droit anglais (2) et français (3).

1. Le rôle des compagnies d'assurance

1.1 L'intervention des compagnies d'assurance

Dans un financement de projet, la société concessionnaire est financée au moyen de prêts bancaires ou d'émissions obligataires avec recours limités sur les actionnaires, alors même que le financement par endettement peut représenter jusqu'à 90 % de l'investissement total. L'amortissement de la dette est en principe adossé aux flux financiers générés ou susceptibles d'être générés par le projet, à l'exclusion des garanties fournies par les développeurs. Le service des flux financiers (cash flow) donne ainsi lieu à signature de contrats de sûretés spécifiques, concernant principalement les loyers issus de l'exploitation du projet, ainsi que les créances indemnitaires attendues des compagnies d'assurance.

9. La firme Mott MacDonald est traditionnellement sollicitée pour délivrer un tel travail d'expertise.

10. Ainsi, le risque de lancement du satellite sera supporté autant que possible par les assureurs. Une partie du risque qui ne serait pas assumé par les compagnies d'assurance le sera par l'État ayant commandé la réalisation du ou des actifs spatiaux.

11. Les contrats de crédit syndiqué contiennent en principe une clause d'information financière, imposant au client de communiquer à l'agent des banques, dans un délai précis à compter de la clôture de l'exercice social, une copie de ses comptes annuels consolidés, certifiés par ses commissaires aux comptes, relatifs à l'exercice écoulé, ainsi que les comptes consolidés semestriels, le tout appuyé par une attestation d'un administrateur de la société confirmant (i) que lesdits comptes donnent une image sincère et fidèle de sa situation financière et (ii) que ces comptes ont été préparés dans le respect des principes et règles comptables applicables.

12. Earning Before Interest Tax Depreciation and Amortization.

Pour les besoins d'un important investissement, la présence d'une seule compagnie d'assurance peut se révéler trop limitée, et plusieurs assureurs interviennent alors en co-assurance, sous l'impulsion d'une compagnie, agissant pour le compte des autres, appelée « apériteur ». Par ailleurs, le financement d'opérations internationales peut parfois subir les contraintes d'une réglementation locale imposant la souscription de polices dans le pays abritant le projet. Les compagnies d'assurance du pays concerné offrent dans certains cas des couvertures de risques d'une portée limitée, devant être complétées par des assureurs internationaux.

Au-delà de ces considérations, les sponsors du projet ont habituellement recours à un courtier en assurance pour être conseillés sur les techniques d'assurance idoines, au moyen de la conduite d'investigations (« due diligence ») et d'un audit des propositions émanant des futurs actionnaires de la société concessionnaire.

1.2 Les risques couverts¹³

Le financement d'actif spatial est le domaine privilégié d'intervention des assureurs, par opposition au financement *corporate* ou LBO portant sur un équipementier ou opérateur d'actif spatial. Les investisseurs financiers examinent avec soin les couvertures offertes par les polices d'assurance, que ce soit au titre de la phase de construction, de lancement ou d'exploitation. Par nature en effet, compte tenu de l'environnement dans lequel il est exploité, l'actif spatial est issu d'une technologie de pointe, basée sur des composants précieux, à très haute valeur ajoutée. Le moindre incident intervenant en phase de construction (par exemple, chute du satellite du support permettant le travail des ingénieurs) développe des conséquences financières parfois désastreuses. Les faits générateurs de risques ont ainsi soit une origine soit humaine (fraude, malveillance, fait du prince...), soit catastrophique (inondation, tremblements de terre, tsunami...). Selon que l'actif financé se trouve en phase de construction, de lancement ou d'exploitation, l'une ou l'autre catégorie de fait générateur sera retenue.

La police d'assurance TRC¹⁴ est la plus importante. Elle couvre les risques liés à la réalisation de l'ouvrage depuis l'origine jusqu'à la réception ou mise en exploitation, en intégrant également la période de maintenance. Cette assurance prend en charge les suites des sinistres résultant d'une mauvaise conception, mauvaise exécution ou mise en œuvre déficiente des produits, d'une part, et les effets des catastrophes naturelles, du terrorisme ou vandalisme, avec des cas d'exclusion¹⁵. Cette police est souvent complétée par une garantie visant les pertes d'exploitation

liées à un sinistre relevant de la TRC. Le projet doit également être assuré contre les risques découlant de la responsabilité civile, qu'elles qu'en soient les conséquences (corporelles, matérielles ou immatérielles). Les aléas liés au transport terrestre ou maritime des matériaux destinés au chantier peuvent aussi être pris en charge. Enfin, les risques politiques sont susceptibles de couverture de la part d'agence de crédit export (COFACE, Lloyd's...).

Les banques ont habituellement recours à un courtier-conseil afin de déterminer la qualité des assurances souscrites (nature des polices, montant des garanties, cas d'exclusion...), et de veiller à la bonne prise en compte de leurs intérêts dans les textes des polices. Les conditions suivantes sont habituellement imposées par les banques :

■ Nature des assurances

- tous les risques assurables, à des conditions acceptables, doivent être couverts,
- souscription par la société concessionnaire de toutes les polices imposées par la loi, même non réclamées par les prêteurs.

■ Pendant la vie du contrat

- les prêteurs doivent avoir la qualité d'assurés ou de délégataires, sans être toutefois redevables du paiement des primes d'assurance,
- engagement de la société concessionnaire de payer les primes et de justifier de leur paiement sur demande,
- continuité des polices entre la phase de construction et d'exploitation de l'actif,
- étude des mécanismes de renouvellement des polices annuelles avec possibilité d'augmentation des montants assurés.

■ En cas de sinistre

- les indemnités destinées à être perçues sont à verser sur un compte bancaire spécifique ('collection account') sous contrôle de l'agent des prêteurs.

■ Clauses d'information des banques

- information des prêteurs de la survenance de tout événement concernant les assurances : souscription, paiement des primes, résiliation des polices, survenance de sinistres...
- non-opposabilité par les assureurs de certains événements (défaut d'information, mauvaise foi de la société concessionnaire).

Sur cette base, toute indemnité allouée par les assureurs est attribuée en principe directement aux prêteurs, aux moyens de techniques contractuelles appropriées.

2. Cession de créances et droit anglais

Le transfert de droits au titre d'une police d'assurance régie par le droit anglais peut prendre deux formes : la mise en place d'une cession de créance à titre de garantie (« *assignment by way of security* ») au titre des droits de l'assuré sous la police, ou l'insertion dans la police d'une clause de « *loss payee* » ou « *loss payable* », dont la rédaction peut prendre la forme suivante :

Clause de « *loss payee* »

« *For the benefit of the Security Agent, the insured parties irrevocably authorise and instruct the Insurer to pay, and the Insurer agrees to pay, all claims, return premiums, ex gratia settlements and any*

13. Voir Michel Lyonnet du Moutier, « financement sur projet et partenariats public-privé », p. 172 et s.

14. Tout Risque Chantier.

15. En phase de construction, les assureurs ont recours au concept de « sinistre maximum possible » correspondant au sinistre potentiel de l'ouvrage complet le plus coûteux de l'infrastructure, la prime variant en fonction de l'ouvrage assuré. Le montant des fonds levés, la durée du projet sont également pris en compte (importance des capitaux, liquidité des marchés financiers). En phase de construction et d'exploitation, la couverture fournie tient compte du pays concerné, de l'environnement culturel, sociologique, industriel, du niveau d'urbanisation.

other monies payable to any of them, other than the Finance Parties, under or in relation to this contract to the account of [identify Security Agent account holder] to the following bank account [] or to such other account as the Security Agent as loss payee may specify in writing, and that no instruction, whether by the Company or by any person other than the Security Agent, to make any payment to any other person or account shall be honoured by the Insurer unless given or countersigned by the Security Agent, or such other person as the Security Agent may notify to the Insurer in writing. All such payments shall be made by the Insurer without any deduction or set-off on any account or of any kind..."

Clause d'« assignment of policy interest »

« The Borrower shall assign by way of first ranking security for the Secured Liabilities all its present and future (i) rights under and in respect of the Material Insurances and (ii) rights, benefits and interest in the Insurance Proceeds (other than claim's monies payable under any Liability Insurance direct to a third party in or towards discharge of a liability of the Borrower to such third party) to the Security Agent on behalf of the Finance Parties.

The Borrower shall procure that notices of assignment shall be given promptly by the Borrower to every insurer from time to time of the Material Insurances and acknowledged by those insurers as specified therein and by way of endorsement of the notices on the appropriate policies of Material Insurance. The assignment, notices and acknowledgements shall each be in such form as the Security Agent may reasonably require."

Le recours à un « assignment by way of security » confère à la banque cessionnaire un droit sur les indemnités d'assurance à titre prioritaire vis-à-vis des autres créanciers de l'assuré dans le cas où ce dernier serait sujet à une procédure collective d'insolvabilité. Il est toutefois des cas où la police d'assurance de droit anglais interdit toute cession de droits par l'assuré et il convient d'obtenir le consentement préalable écrit de l'assureur à une telle cession à titre de garantie. À défaut, la cession des créances indemnitaires au prêteur serait inopposable à la compagnie d'assurance, qui serait habilitée à ignorer la banque et à sa prévaloir de possibilités de compensation de sa dette avec ses propres droits envers l'assuré. L'assureur pourrait aussi exercer des recours contre l'assuré pour non-respect du contrat d'assurance conclu.

En vertu de la clause « loss payee », les réparations financières sont versées directement à la banque désignée sur la base d'une instruction de paiement (« direction to pay ») insérée dans la police elle-même. Cette modalité contractuelle ne peut être perçue comme un substitut satisfaisant et efficace à un « assignment by way of security ». Il s'agit en effet d'une instruction donnée à l'assureur de payer les indemnités à la banque désignée. Ce dispositif peut donc être tenu en échec en cas de procédure collective à l'endroit du souscripteur de l'assurance. L'organe de la procédure s'attache en effet à inclure les fonds concernés dans la masse de biens et actifs sujets à distribution aux créanciers chirographaires. Enfin, le document constatant la clause « loss payee » utilisés aux fins ci-dessus et le « deed of assignment » devront être enregistrés dans les délais requis auprès de l'« English Companies Registry » afin d'être pleinement opposables aux organes d'une procédure collective et aux autres créanciers de l'assuré.

3. Droit français

En matière de financement bancaire structuré, évoquer les transferts des droits issus d'une police d'assurance renvoie instantanément à la technique civiliste de la délégation prévue par les articles 1275 et suivants du Code civil. Assurément, la délégation imparfaite, avec renonciation par le délégué à l'opposabilité des exceptions, constitue une des protections les plus efficaces du délégataire, titulaire ainsi d'une sûreté proche d'une garantie de paiement à 1^{re} demande. L'intérêt pour l'établissement de crédit est en effet de bénéficier d'une délégation offrant un double recours contre le délégué et le délégant, dans le cadre de laquelle le délégué renonce à la possibilité de se prévaloir des exceptions pouvant exister tant dans les rapports « délégant-délégué » que « délégant-délégataire ».

La délégation se voit aussi dotée d'une véritable efficacité dans le contexte toujours redouté des périodes suspectes, cessation des paiements et procédures collectives. Les plus hautes instances juridictionnelles ont en effet clairement affirmé que l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre du délégant ne fait pas obstacle aux droits du délégataire sur des créances nées de la poursuite d'un contrat à exécution successive¹⁶. Ensuite, avec la même autorité, la jurisprudence a précisé que la créance objet de la délégation était frappée d'indisponibilité au seul bénéfice du délégataire, de sorte que la saisie-attribution qui serait effectuée par un créancier du délégant entre les mains du délégué serait privée de tout effet¹⁷. Par ailleurs, la délégation, technique de sûreté sur flux couramment utilisée dans les financements bancaires structurés, doit pouvoir bénéficier de la protection officielle offerte par l'article L 632-1, I, 4^o du Code de commerce, réputant nul « tout paiement pour dette échue, fait autrement qu'en espèces, effets de commerce, virements, bordereaux de cession visés par la loi n°81-1 du 2 janvier 1981 facilitant le crédit aux entreprises ou tout autre mode de paiement communément admis dans les relations d'affaires »¹⁸.

Enfin, dans la perspective d'une cession de participation dans un crédit, la délégation de paiement sera préférée à la cession de créance par voie de bordereau Dailly, réservée aux seuls établissements de crédit communautaires¹⁹. Car, en présence d'un financement dont les perspectives d'amortissement harmonieux se réduisent, le prêteur voudra céder sa participation rapidement et à bon compte, et le cas échéant à une entité dépourvue du statut d'établissement de crédit²⁰. Or, la participation du prêteur sera d'autant plus liquide que l'acquéreur pressenti pourra profiter pleinement de toutes les sûretés y afférentes, la délégation révélant sur ce point une supé-

16. Cass. Com. 30 mars 2005, Act. Proc. Coll. 2005, n° 98. La Cour relève que le principe de l'interdiction de payer les dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture ne s'opposait pas au paiement des loyers par le délégué au délégataire même après l'ouverture de la procédure en faveur du délégant, le délégué étant un tiers à la procédure collective.

17. Cass. Com. 14 fév. 2006, D. 2006, X Delpech, p.650.

18. Cass.com. 23 janv. 2001, Dall. 2001, p. 701, obs. A. Lienhard.

19. Réponse ministérielle du 27.01.2003.

20. S'agissant du financement du tunnel sous la Manche, de nombreuses banques ont peu à peu cédé leurs participations à des fonds d'investissement américains, créant en cela et sans le vouloir des situations juridiques complexes lors de la mise en œuvre de la procédure de sauvegarde et de la constitution des comités de créanciers, incluant le comité des établissements de crédit.

riorité appréciable sur le bordereau Dailly. Il est des cas où, malheureusement, la structure de financement la plus affinée cède devant les difficultés économiques, contraignant les investisseurs à envisager l'opération dans une perspective radicalement opposée.

II. LA RECONSIDÉRATION DE L'OPÉRATION

Le banquier est par nature un personnage avisé et prudent, analysant le passé et organisant le présent pour mieux contrôler l'avenir. Une levée de fonds en faveur d'un opérateur ou équipementier spatial suscite, par nature, plus d'appréhension qu'un financement classique, compte tenu des aléas et contraintes présentés par l'espace, cette inconnue majeure. Tout incident sur un actif peut en effet développer une onde de choc à laquelle l'investisseur financier souhaite pouvoir échapper rapidement et à bon compte.

Confronté à un financement qui évolue mal, la banque doit donc disposer de la possibilité contractuelle, déjà conçue et parfaitement opposable (A), soit d'entreprendre ou de contribuer à la réalisation d'une restructuration (B), soit de céder sa participation, afin de sortir d'une opération qui, plus qu'insatisfaisante, se révèle périlleuse (C).

A. Les prétextes à la restructuration

La survenance, en phase de construction ou d'exploitation de l'actif, d'un événement initialement non prévu par les parties autorise-t-elle la remise en cause par le juge du rapport contractuel ? sur ce point, les droits anglais (1) et français (2) paraissent se rejoindre dans le sens de la négative, ce qui conduit les banques à prévoir dans le contrat de prêt la conduite à tenir en telle occurrence (3).

1. Droit anglais et « discharge by frustration »

La doctrine de la « frustration » en droit anglais s'attache au sort du contrat en cas de survenance d'un événement imprévisible qui rend l'exécution des obligations physiquement ou commercialement impossible, ou transforme l'obligation initiale en un autre engagement, radicalement différent de ce qui fut souscrit lors de l'entrée en relation. La libération du débiteur par le juge est alors permise.

Cette doctrine reçoit toutefois un champ d'application limité, les juridictions ne souhaitant pas permettre à une partie d'échapper à son engagement, en arguant d'un événement de « frustration » simplement parce que l'affaire juteuse initialement espérée, la perspective de gain, fait finalement défaut. Par ailleurs, les parties insèrent souvent dans le contrat des clauses de force majeure ou d'événement insurmontable (« hardship and interverner clauses »). Dans ces cas, la « frustration » ne peut être opposée, celle-ci ne considérant que les événements totalement imprévus par les parties. S'agissant des financements susceptibles de présenter un risque spatial, le recours à la théorie de la « frustration » paraît donc bien illusoire, car les documents signés, qu'ils soient financiers ou non, ne peuvent faire l'économie de clause de force majeure ou

de « survenance d'un événement contraire significatif » (« Material Adverse Change » clause). Surtout, l'intention des parties quant à l'opposabilité de ces clauses peut paraître éloignée de la sanction attachée par le droit anglais à une hypothèse de « frustration ». Dans un contrat de prêt, la clause MAC, systématiquement requise, doit permettre aux prêteurs dans le pire des cas de mettre un terme au contrat, ou, dans une moindre mesure, de contraindre l'emprunteur à ouvrir des négociations en vue d'une restructuration du financement. Souplesse absente des dispositions relatives à la « frustration », et de celles du Code civil français concernant l'imprévision.

2. Droit français et imprévision

Le droit français se montre réfractaire à l'idée d'autoriser le juge à reconsidérer le rapport contractuel, après survenance d'événements particuliers présentant un effet défavorable à l'une des parties, au motif qu'aucune considération de temps ou d'équité ne peut permettre à celui-ci de modifier la convention des parties, en application de l'article 1134 du Code civil²¹. Le recours à un ou plusieurs avenants est concevable, mais cette voie requiert toutefois l'accord des contractants. Ces situations ne font toutefois pas obstacle à la stipulation de clauses particulières tendant à la remise à plat des rapports contractuels, en vue soit de leur adaptation automatique aux circonstances nouvelles, soit de leur renégociation, si des données essentielles à l'équilibre du contrat viennent à changer²². Une double obligation pèse alors sur les parties : ouvrir des discussions et négocier de bonne foi en vue d'un résultat communément acceptable. Deux objectifs que la pratique financière internationale paraît bien vouloir atteindre dans la clause dite de « Material Adverse Change » ou clause « MAC ».

3. La clause MAC²³

La clause « MAC » ou de « Material Adverse Change »²⁴ prend usuellement la forme suivante, dans un financement bancaire syndiqué :

Contrat de droit anglais

« Material Adverse Change means in the opinion of the Agent or the Majority Lenders :

- (a) a material adverse change in the business, condition (financial or otherwise), assets, operations, performance, properties or prospects of the Obligors and their Subsidiaries taken as a whole ; or
- (b) a material adverse change in the ability of any Obligor to perform its payment obligations ; or
- (c) a material adverse change in the financial, political or economic situation in any jurisdiction in which the Obligors conduct operations or in which any of their assets are located ; or
- (d) a material adverse change in the international money, loan syndication, debt, bank financial or capital markets ; or
- (e) a material adverse change in the validity or enforceability of any provision of any of the Finance Documents or any Secu-

21. Cass. Civ. 6 mars 1876, DP 1876, 1, 195, arrêt dit « Canal de Craponne ».

22. F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, « Droit Civil, les obligations », précis Dalloz, 7^e éd., n° 447 et s., p. 435.

23. F. Julien, J.-M. Lamontagne, « Material Adverse Change et financements bancaires syndiqués », Banque & Droit n° 90, p.2 et s.

24. Changement contraire significatif.

rity Documents or any Security purported to be created by any Security Document ; or

(f) any thing which might give rise to a significant liability to a Lender or any receiver, receiver and manager, administrative receiver or other officer (or any equivalent of the foregoing in any other jurisdiction) appointed pursuant to any Security Document upon or in connection with the enforcement of any Security thereunder.”

Contrat de droit français

“Événement Significatif Défavorable” désigne la survenance de tout fait ou événement :

(a) affectant immédiatement ou à terme de façon défavorable et significative la situation financière, les actifs, le patrimoine ou l'activité du groupe de l'emprunteur et la capacité de l'emprunteur à satisfaire à ses engagements ou obligations au titre des Documents de Financement ; ou

(b) susceptible d'affecter immédiatement ou à terme de façon défavorable et significative la situation financière, les actifs, le patrimoine ou l'activité du groupe de l'Emprunteur et la capacité de l'emprunteur à satisfaire à ses engagements au titre du Contrat ou ses obligations de paiement au titre des Documents de Financement. »

Cette disposition contractuelle, devant être maniée avec précaution dans un contexte de droit français, répond aux attentes des prêteurs là où la clause de force majeure, la théorie de l'imprévision ou de la « frustration » révèlent leurs limites : elle est en effet destinée à permettre aux prêteurs, à leur gré, soit de résilier le financement, soit de contraindre l'emprunteur à entamer des discussions en vue d'une restructuration de la dette et l'octroi de nouvelles garanties, et ceci alors même que le financement, loin d'être totalement compromis, s'avérerait simplement moins rentable pour eux. La clause MAC pourrait aussi être opposée alors même que l'événement pris en considération n'a pas pour effet nécessaire d'empêcher de façon définitive et irréversible l'exécution du contrat ou des prestations considérées. Le libellé de la clause MAC permet surtout à l'arrangeur financier de s'affranchir des contraintes et rigidités imposées par le critère d'extériorité imposée par le droit français applicable en cas de force majeure ou la théorie de la frustration de droit anglais, et d'un autre point de vue, ouvre la porte à des discussions nouvelles.

B. Les modalités de restructuration – l'exemple du « spin-off »²⁵

Un financement LBO sur une cible intervenant dans le domaine spatial est, de toute évidence, une opération à risques, le LBO étant en lui-même un mode de financement audacieux²⁶. Des incidents observés dans le cadre du rem-

boursement de la dette senior traduisent un dysfonctionnement opérationnel au niveau de la cible et/ou du groupe que cette dernière peut diriger. Certaines filiales peuvent se révéler plus profitables que d'autres, et ce contraste peut, sous certaines conditions, permettre la mise en place d'une restructuration par voie de « spin-off », qui revient à scinder une branche d'activité du groupe de la cible en sociétés distinctes²⁷. Une telle opération impose une distribution au prorata des titres de la nouvelle entité aux actionnaires de la société initiale, qui deviennent alors titulaires de participations dans deux sociétés distinctes.

Le spin-off permet de renforcer la lisibilité et donc la prévisibilité de l'activité d'une société. Une valorisation stratégique est obtenue par la structuration d'entités sur mesure au profit d'acquéreurs potentiels, la séparation d'activités hétérogènes permettant d'attirer différents acheteurs. De plus, la filialisation de l'activité permet une meilleure comparaison des offres. Celles-ci porteront sur un périmètre clairement défini et imposé, et non arbitré par les investisseurs potentiels²⁸. L'intention des banques est qu'une partie du produit de la cession des nouvelles entités juridiques soit affectée au remboursement de la dette bancaire. Il convient alors d'être particulièrement prudent dans la détermination du montant de cette affectation, afin d'éviter toute contestation/discussion juridique sur les fondements d'abus des biens de la société cédant sa participation, d'abus de majorité ou des pouvoirs et des voix. De même, les banques ne doivent pas être excessivement impliquées dans le processus de revente, ce qui pourrait révéler que tout est organisé et mis en œuvre en vue de la seule sauvegarde des intérêts des prêteurs, au détriment des intérêts des entités juridiques elles-mêmes²⁹. L'opération de spin-off ne doit donc pas être perçue comme étant organisée dans le seul but de solder le financement bancaire, sans aucune autre retombée positive pour le groupe lui-même. Lorsque la restructuration s'avère trop contraignante ou consommatrice de temps et d'argent, le prêteur peut alors recourir au marché secondaire.

C. Les substituts à la restructuration : le transfert des participations

En cas de difficulté, le marché financier peut constituer une porte de sortie appréciable pour un prêteur engagé dans un financement concernant le domaine spatial. La question est alors pour le prêteur de transférer sa participation dans les conditions de grande liquidité et au mieux des intérêts du nouveau participant, qui souhaite bénéficier, en toute opposabilité, des sûretés et garanties attachées au crédit. Le droit anglais attribue au « security trustee » des prérogatives appréciables (1) qui, malheureusement font défaut en droit français (2).

25. Le « spin off » correspond à l'opération de « scission » prévue par le droit des sociétés français : voir M. Cozian, A. Viandier, F. Deboissy, « Droit des Sociétés », 14^e éd., n° 1770 et s.

26. Dans un LBO, les banques senior avancent des fonds à une société holding, sans substance économique. En contrepartie, les garanties offertes sont limitées et sans portée économique véritable : nantissement des titres de la cible, délégation du vendeur au titre de la garantie d'actif et de passif, délégation de la compagnie d'assurance dans le paiement de l'assurance « homme clef » le cas échéant. L'article L 225-216 du Code de commerce, prohibant l'assistance financière, ne permet pas aux prêteurs de bénéficier de sûretés sur les actifs de la cible.

27. Il s'agit de revendre « par appartement » les actifs rachetés, afin d'en maximiser la valeur de revente.

28. Il convient cependant de bien évaluer les risques fiscaux, sociaux, environnementaux susceptibles de faire l'objet d'une demande de garantie de la part de l'acquéreur.

29. Mise en place d'une revente au meilleur prix à des acquéreurs ne présentant pas de garantie véritable pour la continuité de l'activité de l'entité cédée, rendant aléatoire l'aspect durable et continu d'un redressement amorcé.

Droit anglais – « Security Trustee »

Dans les financements bancaires syndiqués de droit anglais, les prérogatives des prêteurs au titre des sûretés sont habituellement gérées par un « Security Agent » ou un « Security Trustee ». Dans le dernier cas, chaque sûreté, bénéficiant collectivement aux membres du syndicat, est constituée en faveur du « Security Trustee », cette particularité trouvant une appréciable application lorsque des mesures de publicité s'imposent³⁰. En effet, les sûretés de droit anglais sujettes à enregistrement au Royaume-Uni (auprès de la « Companies House » et du « Land Registry » en ce qui concerne les sûretés sur immeubles) donnent lieu à publicité au seul nom du « Security Trustee », bénéficiaire des garanties pour le compte des prêteurs. Dans la mesure où l'inscription de ces sûretés dans les registres concernés ne fait apparaître que le nom du « Security Trustee », à l'exclusion de celui des autres prêteurs, la souplesse et l'économie offertes par ce mécanisme sont particulièrement appréciables dans la perspective d'une cession de participation.

Droit français

En droit français, les prêteurs bénéficiaires de sûretés sujettes à mesures de publicité doivent parfois être désignés nommément dans l'acte constitutif enregistré auprès des organismes concernés³¹. En cas de cession de participation dans le crédit, le transport des sûretés

accessoires nécessite alors l'accomplissement de formalités supplémentaires, fastidieuses et consommatrices de temps, pour s'assurer que les acquéreurs des droits et obligations dans le crédit bénéficient de sûretés pleinement opposables erga omnes. La lourdeur des procédures et les coûts induits militaient pour l'introduction en droit français d'un mécanisme présentant la souplesse propre aux règles de droit anglais mentionnées ci-dessus.

La loi n° 2007-211 du 19 février 2007 instituant la fiducie a introduit l'article 2328-1 dans le Code civil³², selon lequel la personne désignée dans l'acte constatant la créance garantie peut procéder à l'enregistrement, la gestion et la réalisation des sûretés pour le compte des créanciers de l'obligation garantie. Le dispositif retenu a suscité de nombreuses interrogations³³, la plus importante concernant l'articulation de l'article 2328-1 avec l'obligation imposée par l'article 2019 nouveau du Code civil. Selon ce texte en effet, la transmission des droits résultant du contrat de fiducie donne lieu à rédaction d'un écrit à fin d'enregistrement dans le délai d'un mois de sa date à peine de nullité, formalité substantielle contrariante dans la perspective d'un transfert de participations. Sur ce point au moins, comme sur d'autres, les anciennes recettes seront les meilleures. ■

30. Voir Martin Hugues, « Selected Legal Issues for Financial Lawyers », LexisNexis Butterworths, p. 190

31. En matière de nantissement de fonds de commerce, par exemple, la pratique des greffes des tribunaux de commerce n'est pas uniforme, certains se contentant d'une désignation générique des membres du syndicat, d'autres d'une identification nominative.

32. L'article 16 de la loi de 2007 prévoit l'insertion dans le Code Civil d'un article 2328-1 ainsi rédigé : « Toute sûreté réelle peut être inscrite, gérée et réalisée pour le compte des créanciers de l'obligation garantie par une personne qu'ils désignent à cette fin dans l'acte qui constate cette obligation. »

33. Voir J. F. Adelle, « Les apports de la fiducie dans les financements complexes assortis de sûretés : une révolution », « Décideurs, Stratégie Finance Droit », n° 84, p. 24 – J. Bertrand Balanda, E. Anker Sorensen, « La fiducie : un enfer pavé de bonnes intentions ? essai d'analyse critique de la loi de février 2007 du point de vue des sûretés », Revue Lamy Droit Civil, juin 2007, n° 39, p. 53 et s.