

# FINANCEMENTS LBO, GAGE DE COMPTE D'INSTRUMENTS FINANCIERS ET BANQUE DE COUVERTURE



**FRANCK JULIEN \***  
Direction juridique  
Calyon

Certaines modalités des financements bancaires sont parfois source d'interrogations juridiques. Ainsi, en matière de financement LBO où la banque de couverture a en principe vocation à bénéficier, de façon différée, du gage de compte d'instruments financiers consenti aux prêteurs prioritaires. La stipulation pour autrui paraît alors constituer la figure contractuelle appropriée pour la protection des intérêts en jeu.



**EMMANUELLE GROS**  
Direction juridique  
Calyon

**P**lus que risqué, le financement d'acquisition par voie de LBO est audacieux. Ce constat n'est pas démenti par l'actualité financière, où se révèlent toutes les difficultés rencontrées par les acteurs dans les tentatives de syndication des financements conclus. L'euphorie d'une séance de signature bien menée peut parfois céder la place aux aléas de la présentation de l'opération au marché, facteur clef de la réussite ultime et complète de la transaction<sup>1</sup>.

Pour les besoins d'une acquisition sous forme de LBO, les prêteurs bancaires sont sollicités pour lever des fonds en faveur d'une société holding, dépourvue de ressources financières propres. Constitutive de l'effet de levier financier mesuré par le TRI<sup>2</sup>, la dynamique de rembour-

sement des encours repose sur un pari quant aux performances futures et durables de la société cible. Une partie des résultats de celle-ci doit en effet permettre, sous forme de distribution de dividendes, le désintéressement des prêteurs prioritaires (« senior ») puis des prêteurs subordonnés.

On conçoit que les risques d'une telle opération conduisent les banques à une vigilance particulière, trouvant une de ses manifestations dans une analyse de risque renforcée. Appréciation qui conduit l'établissement de crédit senior approché à s'enquérir, s'agissant des établissements confrères, de l'appétit pour, ou de la défiance face à une opération donnée. Par ailleurs, les banques peuvent être rassurées si, en amont du processus, le vendeur des titres consent à s'engager soit dans un accord de paiement différé du prix, soit surtout dans un crédit vendeur. Car accepter de n'être payé qu'à l'issue d'un délai de plusieurs mois traduit bien toute la confiance du vendeur dans les performances actuelles et à venir de l'entité cédée.

Le risque des prêteurs paraît plus grand encore lorsque, au-delà des flux financiers, l'attention se porte sur les garanties destinées à être consenties par l'emprunteur. En effet, les dispositions, restrictives et punitives, de l'article L. 225-216 du Code de commerce<sup>3</sup> n'offrent aux bailleurs de fonds qu'un nombre limité de sûretés, tant sur flux que sur actifs : une délégation imparfaite ou une cession Dailly relative à la garantie d'actif et de passif (pour autant qu'elle existe) ainsi qu'à l'indemnité exigible

(dans le cadre de l'investissement) et la valeur actuelle des sommes versées (pour réaliser cet investissement). La formule retenue doit donc permettre de déterminer le taux d'actualisation pour lequel les recettes reçues couvrent les dépenses effectuées » : voir X. Thoumieux, « Le LBO, acquérir une entreprise par effet de levier », éd. Economica, p. 27.

3. Art. L. 225-216 : « une société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers ».

\* Les propos développés correspondent à l'approche personnelle des auteurs et ne sauraient représenter nécessairement l'opinion du groupe au sein duquel ils exercent.

1. « Les banques revoient leur copie dans la syndication de dette LBO », La Tribune, 18 déc. 2007

2. Le TRI (ou taux de rendement interne) est défini par la théorie financière comme « le taux d'actualisation particulier qui permet l'égalité entre la valeur actuelle des sommes reçues

le cas échéant au titre de la police d'assurance « homme clef »<sup>4</sup>, le cautionnement de la holding d'acquisition, le gage du compte d'instruments financiers qui répertorie les titres cédés ou, de façon plus générale, le nantissement ou gage des titres acquis. C'est sur ce dernier point particulier que s'est cristallisée une discussion lorsque le bénéfice de cette garantie doit être étendu à la banque dite « de couverture ». Il y a là une question à résoudre (I) qui suggère la présentation d'une solution (II).

## LA QUESTION À RÉSOUDRE

Dans un financement de type LBO, il est traditionnel de requérir l'intervention d'une banque pour les besoins de la mise en place d'un contrat d'échange de conditions d'intérêt (*cap, collar, swap*) portant sur un montant significatif des encours de financements consentis à la holding d'acquisition. En contrepartie de son exposition, cette banque souhaite légitimement bénéficier du gage du compte d'instruments financiers où sont logés les titres de la société cible détenus par l'emprunteur. Or, dans l'ordre des choses, il arrive souvent qu'un délai de quelques mois soit consenti à l'emprunteur pour la négociation et conclusion du contrat de couverture, de sorte que le bénéfice de la déclaration de gage initiale est étendu, selon des modalités parfois discutables, à la banque de couverture, une fois ses engagements vis-à-vis de l'emprunteur devenus définitifs.

Il peut arriver également que les parties optent pour la signature d'une nouvelle déclaration de gage concomitamment à la signature du contrat de couverture, ou peu de temps après. C'est précisément ce décalage dans le temps de l'accès au bénéfice de cette sûreté qui suscite la discussion, car tout juriste prudent et avisé, attentif aux risques de la période suspecte, veille à éviter toute création de sûreté en faveur de la banque de couverture, qui résulterait de la signature d'une nouvelle déclaration de gage<sup>5</sup>. L'accès ainsi ménagé à ladite banque ne lui offrirait qu'une protection relative si l'on considère la période courant de la date du contrat de couverture à la date de l'acte portant gage additionnel. Que se passerait-il en effet si le constituant de ladite sûreté venait ensuite à faire l'objet de difficultés financières irrémédiables, au point de justifier la reconnaissance, pendant cette période, d'un état de cessation des paiements ?

Ainsi présentée, la participation non concomitante, de parties multiples à un schéma contractuel peut dans un premier temps paraître délicate à traiter juridiquement. Les dispositions du Code civil semblent offrir la solu-

tion attendue en permettant, à la faveur de l'article 1121, une gestion affinée et pragmatique des relations juridiques évoquées.

## LA SOLUTION PROPOSÉE

Le droit civil des obligations permet d'appréhender les relations contractuelles plures, en particulier quand le bénéfice global d'un contrat se trouve réservé à un partenaire ultérieur, mais déjà pressenti par les acteurs du rapport initial. Une technique contractuelle concevable est celle de la stipulation pour autrui, ayant son siège à l'article 1121 du Code civil, dont le régime paraît bien convenir à la situation d'une banque de couverture accédant, de façon différée, au bénéfice d'une sûreté initialement négociée par l'arrangeur et les banques, moyennant l'éviction de quelques hésitations parfois formulées.

Dans le schéma envisagé, l'arrangeur et les prêteurs négocient puis concluent avec l'emprunteur une convention cadre de gage, complétée d'une déclaration de gage destinée à grever les titres de la société cible. Ce faisant, l'arrangeur et les banques agissent en qualité de stipulants (pour leur compte et celui de la banque de couverture pressentie, pris en leur qualité collective de bénéficiaires), le tout en vue de la rédaction d'un jeu de documents de sûreté<sup>6</sup> par lequel le constituant-promettant s'engage à réaliser des prestations spécifiques<sup>7</sup>.

Cette figure contractuelle peut donc être rattachée à une stipulation de prestation pour autrui<sup>8</sup> telle que prévue et admise, certes à titre dérogatoire, par l'article 1121 du Code civil, lorsque la stipulation pour autrui est la condition d'une stipulation que l'on fait pour soi-même<sup>9</sup>. Reconnaître dans le cas présent le schéma de la stipulation pour autrui ne fait que donner un écho supplémentaire à un courant jurisprudentiel ancien admettant l'existence de ce mécanisme contractuel dans des hypothèses multiples et variées. Progressivement, « la jurisprudence s'est engagée délibérément dans la voie de l'admission du principe de la validité de la stipulation pour autrui et dans celle de la généralisation et de l'extension de cette institution pour justifier un nombre important d'opérations. [...] Les applications de la stipulation pour autrui sont en effet nombreuses. Elle sert à expliquer et à donner une base juridique solide à un bon nombre d'opérations »<sup>10</sup>. Outre le domaine des assurances où la stipulation pour autrui a trouvé des applications pratiques éprouvées, les juges

4. Le fondateur de la société cible se voit en principe offrir un mandat social au sein de la holding d'acquisition ainsi qu'un contrat de travail le liant à la cible. L'idée des investisseurs financiers, actionnaires de la holding, est de rassurer le personnel et de s'assurer une continuité dans l'activité et donc les résultats de la cible. La holding souscrit alors une assurance « homme clef » couvrant les risques de décès, l'invalidité (partielle, totale, permanente ou non) qui feraient suite à un accident subi par le fondateur, « homme clef » de l'opération.

5. L'article L 632-1 du Code de commerce dans sa rédaction issue de la loi n° 2005-845 du 26 juillet 2005 de sauvegarde des entreprises prévoit en effet : « sont nuls lorsqu'ils sont intervenus depuis la date de cessation des paiements, les actes suivants [...] tout droit de nantissement ou de gage constitués sur les biens du débiteur pour dette antérieurement contractée ».

6. À savoir, une convention cadre, une déclaration de gage et une attestation de « nantissement » de compte d'instruments financiers.

7. Affectation en garantie des instruments financiers concernés, virement des titres au crédit du compte nanti, signature de tout document et accomplissement de toute formalité nécessaires à l'effectivité du transfert des instruments financiers au profit du créancier gagiste, paiement des frais et honoraires liés à la réalisation du gage, notifications d'informations, réalisation de formalités le cas échéant.

8. Alors que l'adhésion de la banque de couverture à la convention sur le rang et à la convention de subordination résulterait d'une stipulation de contrat pour autrui. Concernant la distinction entre stipulation de prestation pour autrui et stipulation de contrat pour autrui, voir Didier R. Martin, « La stipulation de contrat pour autrui », D. 1994, chron., p.145 et s.

9. La stipulation pour autrui est considérée comme valable toutes les fois que le contrat présente un intérêt pour le stipulant : voir F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, *Droit civil, les obligations*, précis Dalloz, 9<sup>e</sup> éd., n° 515.

10. Voir C. Larroumet, D. Mondoloni, « Stipulation pour autrui », Rép. Civ. Dalloz, n°11.

l'ont également admise en droit du travail<sup>11</sup>, en matière de bail<sup>12</sup>, de droit de la propriété intellectuelle<sup>13</sup>, dans le domaine bancaire<sup>14</sup>, sans que cette liste soit limitative. L'attrait de ce dispositif conventionnel est tel que la jurisprudence, de façon plus ou moins fondée, a accepté de voir sa présence, sous forme tacite<sup>15</sup> ou présumée<sup>16</sup>, lorsqu'il était question de protection d'intérêts particuliers<sup>17</sup>. C'est dire que l'admission d'une stipulation de prestations pour autrui en faveur de la banque de couverture doit recevoir tout l'accueil positif auquel invitent ces précédents, au prix toutefois du règlement de quelques scepticismes manifestés.

Un point de doute pourrait tenir, d'abord, à la qualité de bénéficiaire indéterminé de la banque de couverture. En effet, le schéma de la stipulation pour autrui revient à admettre que le droit convenu en faveur de ladite banque trouve sa source et son fondement dans la convention cadre de gage, complétée de la déclaration de gage, alors même qu'à ce stade premier, ce bénéficiaire n'est qu'envisagé : à la date de la déclaration de gage, « ce serait un droit sans titulaire »<sup>18</sup>. Pareille situation est pourtant expressément et largement consacrée par le droit positif, l'article L. 132-8, al. 3 du Code des assurances, relatif aux assurances sur la vie, admettant la désignation comme bénéficiaires des « enfants nés ou à naître du contractant, de l'assuré ou de toute autre personne désignée ». Dans l'hypothèse examinée, le fait que le bénéficiaire soit simplement déterminable n'empêche nullement l'accès de l'obligation du promettant à la positivité juridique, seul son effet étant différé jusqu'à la naissance ou la détermination du tiers bénéficiaire<sup>19</sup>. Or c'est bien là tout l'attrait du mécanisme, qui en fait l'appréciable efficacité dans le contexte toujours redouté d'une période

suspecte du constituant-promettant, l'engagement de ce dernier envers la banque de couverture prenant vie dès signature de la déclaration de gage originelle. La seule exigence est celle d'un bénéficiaire « déterminable au moment où la stipulation produira ses effets à son profit, c'est-à-dire, dans la plupart des cas, au moment où il aura connaissance de la stipulation et se fera connaître au promettant »<sup>20</sup>. Exigence précisément satisfaite au moyen de la signature, par la banque de couverture, le moment venu<sup>21</sup>, d'une lettre d'adhésion – et non d'un avenant et encore moins d'une nouvelle déclaration de gage – à la convention cadre et à la déclaration de gage.

Enfin, à cet accommodement, certains sont tentés d'opposer les dispositions de l'article D 431-1, 3° du Code monétaire et financier<sup>22</sup>, régissant méticuleusement le contenu de la déclaration de gage. L'argument est qu'une lecture littérale fait ressortir l'obligation d'une mention des noms, dénomination sociale et adresse du créancier gagiste, dispositions qui feraient obstacle à la souplesse attendue de la stipulation pour autrui où le bénéficiaire est, en l'occurrence, indéterminé. Mais c'est oublier ici les autres vertus de la lettre d'adhésion du bénéficiaire aux accords contractuels originels, qui permet cumulativement de constater l'assentiment exprès du bénéficiaire (la banque de couverture) au gage initialement stipulé à son profit<sup>23</sup>, et, par le jeu de la rétroactivité propre à la stipulation de prestation pour autrui, de conférer au document de sûreté toutes les précisions requises par la loi en ce qui concerne la désignation du créancier gagiste, une fois celui-ci déterminé. Où l'on observe que cette particularité des modes de financement structuré trouve dans une technique du Code civil la sécurité juridique utile aux partenaires financiers. ■

11. Les juges ont admis qu'une convention collective pouvait contenir une stipulation pour autrui au bénéfice des salariés : Cass Soc 4 fév. 1981, Bull Civ V, n° 103).

12. Constitue une stipulation pour autrui la clause d'un contrat prévoyant l'engagement du nouveau locataire de payer les loyers que devait le précédent occupant des lieux : CA Paris, 12 janv. 1984, D 1984, IR, 121.

13. Il a été ainsi reconnu qu'un contrat conclu entre un éditeur et un sous-éditeur peut contenir une stipulation pour autrui en faveur de l'auteur : TGI Paris, 15 fév. 1984, D. 1984, IR, 291.

14. La Cour de cassation a en effet décidé que les clients d'une banque bénéficiaient d'une stipulation leur profitant, à la faveur d'un contrat de transport de fonds conclu par ladite banque : Cass civ 1<sup>re</sup>, 21 nov. 1978, D 1980.309).

15. Ainsi, en matière de contrat de transport de personnes : Cass Civ 6 déc 1932, S. 1934, 1, 81.

16. TGI Paris, 1<sup>er</sup> juil. 1991, JCP 1991, II, 21762, dans le cas de victimes de transfusions sanguines, contaminées par le virus HIV, et bénéficiaires d'une obligation de résultat de la part du centre de transfusions.

17. En ce que la stipulation pour autrui porte dérogation à l'effet relatif des contrats consigné à l'article 1165 du Code civil, les parties seront bien inspirées d'en prévoir expressément le recours de façon formalisée.

18. Voir F Terré, P. Simler, Y. Lequette, *op. cit.*, n° 511, p. 514.

19. Voir F Terré, P. Simler, Y. Lequette, *op. cit.*, n° 535, p. 531.

20. C. Larroumet, D. Mondoloni, *op. cit.*, n° 36.

21. À savoir, l'instant parfait de la signature du contrat de couverture.

22. Art. 431-1 : « La déclaration de gage d'un compte d'instruments financiers inscrits en compte auprès d'un intermédiaire habilité, un dépositaire central ou, le cas échéant, la personne morale émettrice doit être datée et contenir : [...] 3° : le nom ou la dénomination sociale ainsi que l'adresse du constituant et du créancier gagiste ou de leur siège social s'il s'agit de personnes morales ; ... »

23. Cette acceptation du bénéficiaire ayant aussi pour effet d'empêcher toute révocation de la stipulation par le stipulant.