

Crédits syndiqués : la guerre des mondes n'a pas eu lieu



Par Michel Quéré et Pierre François, Dewey Leboeuf

“Les banques reprennent la main”, “Les standards de marché vont devoir être refondus!”... Combien de formules incantatoires ont été prononcées depuis les premiers soubresauts du marché de la dette ?

Un an après les premières turbulences du marché du crédit, la révolution annoncée des relations banques-entreprises ne semble cependant pas avoir eu lieu. Il est pourtant certain que les prêteurs portent une attention renforcée à l'analyse au cas par cas de la situation des emprunteurs et que la syndication des opérations requiert un effort accru de la part des arrangeurs. Dans ces conditions, les emprunteurs ont, eux aussi, adapté leurs comportements et leurs demandes.

34

UN EMPRUNTEUR BIEN DANS SES BASKETS

Dans un environnement caractérisé par une disponibilité de crédit surabondante, la concurrence et la bonne tenue des marchés incitaient les prêteurs à accéder aux demandes toujours plus pressantes de souplesse et de réduction des contraintes pesant sur les emprunteurs au terme de la documentation de financement.

C'est ainsi qu'on avait pu constater ces dernières années un recours quasi systématique à la notion (pour le moins flexible) d'effet significatif défavorable sur la situation de l'emprunteur pour justifier l'éventuelle sanction du non respect d'un engagement de faire ou de ne pas faire souscrit par l'emprunteur. Corrélativement, tout événement susceptible de constituer un cas de défaut du crédit ne pouvait être invoqué par les prêteurs qu'à la condition que cet événement ait, sur l'emprunteur, un effet significatif défavorable.

Cette référence laissait aux prêteurs

la charge de faire la preuve, souvent malaisée, hors le cas de dépôt de bilan de l'emprunteur, d'un défaut sur la situation globale de l'emprunteur. Ainsi, la protection accordée aux prêteurs peut sembler faible car en dehors de tout critère objectif de détermination du non respect d'un engagement, l'exigence d'un événement significativement défavorable comme critère de non respect d'un engagement aboutit à autoriser les prêteurs à mettre en œuvre leurs droits à un moment où la situation de l'emprunteur pourra déjà être irrémédiablement compromise.

Dans le contexte actuel, les prêteurs ont pu refuser l'application de cette notion pour lui préférer le retour à une définition plus objective de seuils de matérialité chiffrés, dénommés «baskets» par la pratique.

D'un point de vue opérationnel, pour être efficace, la détermination de ces baskets (notamment dans les clauses de limitation de cession d'actifs, d'octroi de sûretés et d'opération de croissance externe) doit être adaptée

à la situation de l'emprunteur et requiert ainsi de la part des arrangeurs et des banques du pool des discussions plus approfondies avec l'emprunteur sur sa situation, son activité et ses besoins qui allongent les délais de structuration des opérations de crédit syndiqué.

En première analyse, on doit se féliciter d'une plus grande attention portée à la situation de l'emprunteur et de son activité dans la structuration des opérations contribuant à l'élaboration d'une documentation de financement plus précise et mieux adaptée aux besoins de l'emprunteur et à la protection des intérêts des prêteurs.

Toutefois, il ne faut pas oublier que certains baskets, en ligne avec l'activité de l'emprunteur à une certaine date, pourront se révéler inadaptés ultérieurement, sans que pour autant la situation de l'emprunteur se soit dégradée.

En pratique, il est probable qu'au cours de la vie du crédit, les

emprunteurs seront amenés à solliciter des waivers auprès des banques du syndicat afin de revoir ces baskets au regard de l'évolution de leur situation et des marchés. Certaines opérations récentes ont pu montrer que, même en l'absence de difficultés de l'emprunteur, l'obtention de waivers dits « techniques » (acquisition envisagée d'un montant supérieur à un seuil pré-accordé par exemple) ne constituait pas une simple formalité.

Un équilibre doit donc être recherché afin d'encadrer au plus près les engagements de l'emprunteur sans l'enfermer dans un carcan qui le conduirait à devoir trop souvent solliciter l'accord de ses banques dans la conduite de son exploitation.

DES CRÉDITS EN CLUB DEAL

Le marché récent est caractérisé par

le montage en club deal d'opérations de crédits syndiqués, même de tailles modestes. Il n'est ainsi plus rare de rencontrer deux, voire trois arrangeurs pour un crédit de l'ordre de 100.000.000 euros.

Cette évolution alourdit de manière assez sensible les processus d'élaboration des term sheets (dont le contenu reste encore très détaillé, bien que les banques aient dans une certaine mesure repris l'initiative de leur rédaction) et de la documentation de financement définitive.

En effet, bien qu'en pratique une seule banque soit mandatée en qualité d'agent de la documentation, on assiste à un renforcement très net de l'influence des commentaires des autres arrangeurs sur la documentation qui n'est adressée à l'emprunteur et aux banques du pool qu'une fois un accord trouvé entre tous les arrangeurs.

Un phénomène identique se produit lors de l'envoi de la documentation aux banques ayant manifesté le désir de participer au financement.

Contrairement aux expériences du passé où la documentation agréée par l'arrangeur et l'emprunteur était adressée aux banques du pool dans sa forme quasi-définitive, les agents de la documentation sont aujourd'hui conduits à laisser aux banques du pool davantage de temps pour effectuer leur propre revue de la documentation et le marché de la syndication impose de prendre en considération l'ensemble de leurs commentaires.

En pratique, la documentation de financement n'est donc plus le reflet de l'accord des banques « a minima » sur les points essentiels du crédit mais est au contraire bâtie sur la recherche du plus petit dénominateur commun entre les demandes de chacune d'entre elles.

MAC attaque !

La clause MAC concerne en général tout événement ou changement qui affecte de manière significative la situation financière ou l'activité d'une entreprise. La mise en œuvre de la MAC permet à l'acquéreur ou à ses financiers de se dédire de leurs engagements d'acquiescer ou de financer et de renoncer à une opération entre la date de signature du contrat et sa réalisation, sans pénalité. Dans un contexte économique dégradé, le recours à cette clause risque d'être plus fréquent, comme l'a récemment rappelé l'opération Clear Channel aux Etats-Unis.

La plupart du temps, les clauses MAC renvoient à des éléments subjectifs comme une « détérioration significative », mais qu'est-ce qu'une détérioration significative ? Doit-on apprécier une situation donnée au regard de la seule entreprise concernée ou par comparaison avec un secteur d'activité ?

La MAC constitue une source non négligeable de risque de non réalisation pour les vendeurs, qui exigent souvent des pénalités de sortie en cas de rupture abusive, comme pour les acquiesceurs (notamment financiers) qui courent le risque d'un retrait des prêteurs au moment du closing. Si la mise en œuvre de la clause est jugée injustifiée, se pose la question de la sanction : dommages-intérêts ou exécution forcée. Aux Etats-Unis, la mise en jeu de MAC a donné lieu à un important contentieux, qui dans un certain nombre de cas s'est résolu par une modification par les parties de l'accord initial : prix d'achat et quotité financée en baisse, taux d'intérêts augmenté, ou par un accord des parties sur la renonciation à l'opération et le versement éventuel d'une indemnité.

Aujourd'hui encore plus qu'hier, les clauses MAC doivent être négociées avec soin pour réduire les risques d'une MAC attaque ...

AVEZ-VOUS UN MANDAT MONSIEUR L'AGENT ?

Cette prise en compte des observations de chaque banque du pool n'est pas exclusivement liée aux conditions de syndication plus difficiles.

Elle procède également d'une volonté des banques mandatées comme agent (agent de la documentation, agent du crédit ou agent des sûretés) de limiter le risque de mise en cause de leur responsabilité en cas de défaillance de l'emprunteur dans l'exécution de ses obligations.

En effet, dans un contexte dégradé, les risques de contentieux entre prêteurs augmentent et l'agent du crédit, au centre des relations prêteurs/emprunteurs, sera soucieux de réduire les risques encourus dans l'exercice de sa mission.

C'est ainsi que l'on assiste à une implication renforcée des middle offices dans l'examen des clauses relatives aux missions de l'agent. Une attention accrue est portée à toute clause qui, de manière directe ou induite, fait peser sur l'agent un devoir d'information des banques ou a fortiori une obligation de traitement de l'information reçue de l'emprunteur. Autant de clauses dites «standard» qui, par le passé, n'attiraient pas autant de commentaires des banques.

LE RETOUR DES FLEX

Compte tenu des conditions actuelles du marché, les arrangeurs entendent également gérer le plus librement possible la politique de syndication sans devoir d'information de l'emprunteur ou en limitant au maximum celle-ci, une fois la politique de syndication prédéfinie d'un commun accord.

Ainsi, les clauses de market flex / structure flex ont fait leur grand retour dans les discussions avec les emprunteurs, au point qu'elles apparaissent parfois comme des clauses non négociables. On peut noter en particulier que les arrangeurs sont réticents à entrer dans toute

discussion qui pourrait conduire à ce que la mise en œuvre de telles clauses soit conditionnée par la preuve par l'arrangeur que la syndication n'est pas possible sans augmentation de la marge ou que l'augmentation de la marge est la condition nécessaire d'une syndication réussie.

Ensuite, quoique les emprunteurs aient toujours à cœur de contrôler les transferts de leur dette, les arrangeurs ne concèdent à l'emprunteur tout au plus qu'un droit de consultation pour certains transferts de participation : il semble désormais également difficile aux emprunteurs d'interdire le transfert de participations à certains acteurs opérant sur le marché du financement, comme des hedge funds.

UN CRÉDIT POUR TOUT ...

Les difficultés du marché ont incité certains emprunteurs à réunir dans le cadre d'une documentation de financement unique l'ensemble de leurs interlocuteurs bancaires pour la mise en place de crédits syndiqués et de crédits bilatéraux.

De fait, la mutualisation des sûretés mises en place dans le cadre de ces opérations constitue un élément de confort pour les banques bilatérales. L'emprunteur trouve un avantage certain à associer ses banques bilatérales au syndicat bancaire et à regrouper l'ensemble de ses financements bancaires sous un seul contrat cadre. Il reste par ailleurs libre de déterminer au cas par cas avec chaque banque bilatérale les conditions particulières (notamment financières) des crédits bilatéraux.

Élément de simplification pour l'emprunteur dans le traitement de l'ensemble de ses relations bancaires, la réunion de lignes de crédit syndiqués et de lignes de crédits bilatéraux nécessite cependant une adaptation des standards de marché principalement conçus pour la mise en place de crédits syndiqués.

Un crédit pour tout

Réunir lignes bilatérales et lignes syndiquées dans un même crédit est séduisant mais n'est pas sans difficultés. Bien que leurs conditions soient fixées à chaque tirage, les lignes bilatérales sont encadrées par des limites générales (notamment de montant) et sont par ailleurs garanties par les mêmes sûretés que les lignes syndiquées. Dans ces conditions, quel rôle attribuer à l'agent dans la gestion de ces lignes bilatérales ?

A priori, l'agent ne devrait assumer aucune responsabilité dans la gestion des lignes bilatérales, laissant à chaque prêteur concerné le soin de vérifier le respect par l'emprunteur des engagements généraux pris au titre de ces lignes. Toutefois, seul l'agent est à même de centraliser l'information nécessaire à s'assurer que les encours des lignes bilatérales restent dans les limites stipulées du crédit, dans la mesure où les prêteurs au titre des lignes syndiquées et des lignes bilatérales viennent en concours sur les mêmes sûretés. De ce point de vue, le rôle que doit remplir l'agent dans la gestion des lignes bilatérales reste à définir. C'est donc là un point nouveau des discussions dont les parties financières ne peuvent pas faire l'économie.

Rachat de dette : l'exemple US

Aux Etats-Unis, le modèle de contrat de crédits préparé sous l'égide de la Loan Syndication and Trading Association prévoit que les prêteurs ne peuvent transférer leur droits ou obligations ni à l'emprunteur, ni à ses filiales ou aux sociétés affiliées à l'emprunteur. Ainsi, toute cession à l'emprunteur ou à une entité contrôlant l'emprunteur est, en principe, interdite. Cependant, la négociation peut aboutir à un assouplissement de cette clause et permettre le rachat partiel (le plus souvent dans une limite inférieure au tiers de la dette) des dettes de l'emprunteur par une société contrôlant l'emprunteur, sous condition de la privation des droits de vote correspondants.

UN RISQUE NOUVEAU : LA DÉFAILLANCE D'UN PRÊTEUR

Les crédits syndiqués reposent sur un principe de non solidarité entre les prêteurs. En cas de défaillance de l'un d'entre eux, les autres ne sont pas tenus d'honorer ses engagements. Le risque de défaillance d'un prêteur pèse donc sur le seul emprunteur.

Ce risque n'étant plus perçu comme un événement purement théorique, les emprunteurs ont souhaité se prémunir contre la défaillance d'un prêteur.

Ainsi, certains emprunteurs ont sollicité l'introduction d'une clause permettant l'ouverture de négociations avec les banques pour trouver un remplaçant au prêteur défaillant. Si une banque de remplacement est trouvée, il est demandé au prêteur défaillant de s'engager, à l'avance, à céder sa participation et ses engagements à son remplaçant.

Ces clauses de non-funding lender sont susceptibles, selon leur rédaction, d'accroître les engagements des banques et doivent être abordées avec prudence. En effet, la nature des engagements pris par les prêteurs peut aller de l'obligation de résultat de reprendre la participation du prêteur défaillant ou de lui substituer un nouveau prêteur, en passant par l'obligation de faire des «efforts raisonnables» ou «ses meilleurs efforts» aux mêmes fins, jusqu'à la simple acceptation d'ouvrir des discussions avec l'emprunteur pour examiner ce qu'il serait possible de faire, sans autre engagement.

La question se pose également de savoir si la recherche de nouveaux participants doit être effectuée par l'emprunteur ou par les banques et, dans cette dernière hypothèse, de déterminer dans quelles conditions.

Une autre solution consisterait pour l'emprunteur à pouvoir remplacer les engagements du prêteur défaillant par la mise en place d'une ligne de crédit complémentaire qui bénéficierait contractuellement des mêmes

conditions que le crédit existant.

Le prêteur défaillant serait alors «sorti» et remplacé par un nouveau prêteur, mais sans que le concours du prêteur défaillant ne soit requis en vue d'un quelconque transfert de ses droits et obligations.

Dans ce cadre, les prêteurs n'auraient collectivement aucune obligation de discussion avec l'emprunteur, seulement l'obligation d'accueillir dans le syndicat un nouveau prêteur à des conditions prédéterminées.

UNE OPPORTUNITÉ DE MARCHÉ : LE RACHAT DE DETTE

Dans un contexte de dettes fortement décotées, les fonds d'investissement et, en particulier, les fonds de private equity ont vu une opportunité dans le rachat à bon prix de leur propre dette et notamment de leur dette mezzanine. A titre d'exemples, TDC, l'opérateur télécom danois, et PAI en ce qui concerne Lafarge Roofing, ont racheté une partie de la dette mise en place à l'occasion d'opérations d'acquisitions à effet de levier.

L'intérêt économique d'une telle opération est indéniable. Elle permet à l'emprunteur d'utiliser sa trésorerie disponible pour réduire un coût de crédit élevé (les tranches rachetées étant le plus souvent les tranches subordonnées les mieux rémunérées) et réduire son niveau global d'endettement.

Ces opérations ont toutefois donné lieu à débats.

Les obstacles au rachat de sa dette par l'emprunteur peuvent provenir en premier lieu de la rédaction des clauses de cession ou de l'application de la réglementation bancaire.

Le rachat de sa propre dette par un emprunteur pose aussi la question de l'égalité de traitement de l'ensemble

de ses prêteurs. En principe, tout remboursement anticipé d'un crédit doit se faire au nominal (hors pénalités), au prorata entre les prêteurs et dans un ordre prédéterminé entre les différentes tranches, selon leur rang de subordination.

On peut donc se demander si le rachat par l'emprunteur à une valeur inférieure au nominal, à un seul créancier, de surcroît subordonné, ne constitue pas une triple violation des termes des contrats de financement.

Enfin, dans l'hypothèse où le rachat de la dette n'entraîne pas son extinction, il convient de traiter la question des droits de vote de l'emprunteur devenu son propre créancier dans le cadre des décisions soumises au vote des prêteurs.

A cet égard, la Loan Market Association vient de revoir ses recommandations.

Elle considère que la décision d'autoriser ou non le rachat de sa dette par l'emprunteur ou un affilié relève de la négociation commerciale.

Elle indique que si cette opération est autorisée, elle doit être conduite d'une manière qui préserve le principe de l'égalité de traitement des créanciers.

Quoi qu'il en soit, dans le marché et aux conditions de crédit actuels, le rachat de sa dette par l'emprunteur, directement ou indirectement, par le recours à une cession de créance ou la mise en place de dérivés de crédit, constitue une réalité et il est peu probable que cette tendance s'inverse à court terme. ■