

AVIS D'EXPERT

La documentation des financements peut encore gagner en qualité

Stephan Alamowitch, avocat associé, cabinet Franklin

POUR FINANCER L'ACQUISITION D'UN GROUPE cible, la documentation contractuelle est relativement standardisée. Elle présente toutefois plusieurs évolutions notables, et la première est la conséquence de la nouvelle sociologie des parties prenantes du côté financier. Aux banques françaises, se sont ajoutés, pour les financements seniors, des fonds de dette puis d'autres prêteurs institutionnels non bancaires, tels des arrangeurs qui, par leurs divisions spécialisées, sont capables de procurer aux véhicules de reprise des prêts ou des obligations seniors. Le fait est nouveau.

La deuxième évolution concerne la sévérité des engagements contractuels de l'emprunteur envers ses financiers, les *covenants*. Elle semble moindre ces derniers temps, en partie parce que les instruments obligataires plus souvent utilisés qu'il y a dix ans, sont d'ordinaire associés à des engagements contractuels moins nombreux et plus généraux, c'est-à-dire moins sévères. Mais de nombreux contre-exemples existent.

Tout au plus peut-on risquer que dans un contexte de prêteurs plus nombreux et de liquidité abondante, il est moins exigé de *covenants* rigides. L'*equity cure*, les périodes de grâce sont plus faciles à obtenir...

Il est vrai, en toute hypothèse, que la crise sanitaire a incité les prêteurs à accorder plus largement les dérogations aux *covenants*, et notamment aux ratios financiers de référence, qu'imposait la situation, et enseigné à tous les vertus du pragmatisme. Les clauses de rendez-vous n'ont jamais été aussi utiles !

La troisième évolution concerne les clauses dites « d'effet significatif défavorable ». Les parties, acquéreurs en particulier, souhaitent mieux encadrer l'incertitude et en réduire les conditions et les conséquences. Ces clauses permettent aux prêteurs de se délier de leurs engagements sous conditions, souvent analysé en droit français comme une clause résolutoire. La crise sanitaire a appris à ne pas en méconnaître les difficultés de conception, de rédaction, d'application et de preuve, dans les contrats de prêt mais aussi dans les conventions d'acquisition. La jurisprudence en la matière en France et aux Etats-Unis (New York et Delaware) est rare mais intéressante. Les praticiens ne peuvent plus l'ignorer. Il s'agit moins de changer les termes traditionnellement utilisés, notamment par le monde bancaire dans les contrats fondés sur les modèles de la Loan Market Association, que de prévoir des cas spéciaux. Notons ainsi que se répandent, même dans des transactions de taille moyenne sur des cibles non cotées, les clauses dites de « Fonds certains ». Elles restreignent le



«
LA VRAIE
PRÉOCCUPATION
ESG RESTE
RARE DANS LES
CONTRATS
»

nombre de situations que le prêteur pourra invoquer pour se défaire de son engagement. L'incertitude fait peur.

La dernière évolution est récente. Elle tient aux changements législatifs : la réforme du droit des sûretés, notamment celle du cautionnement et du nantissement de valeurs mobilières, et la réforme du droit des procédures collectives obligent à une révision soignée des actes contractuels et à prêter attention à certaines questions. On citera par exemple les obligations plus précises imposées à tout créancier professionnel, et non plus seulement aux établissements de crédit, envers la caution personne physique, tel le dirigeant.

On sait aussi que le gage-espèce a désormais un nouveau régime. Le *security package* devra évoluer, moins dans ses principes que dans certains de ses mécanismes et dans sa lettre.

On s'attendrait enfin à une évolution des pratiques du financement d'acquisition liée à la dimension ESG (environnement, social, gouvernance) si visible en matière de crédit bancaire et de financement obligataire, bien au-delà désormais des grands industriels. Si les clauses « Sanctions / Anti-blanchiment / Anti-corruption » sont désormais présentes dans tous les actes contractuels, la vraie préoccupation ESG reste rare dans les contrats. On accordera qu'elle intervient certes avant la rédaction des *term sheets* et des contrats, au stade du choix par les institutions financières du secteur industriel auquel prêter.

L'approche de la documentation contractuelle gagnerait enfin à évoluer sur deux points au moins.

Elle est d'abord relativement standardisée, en principe afin de gagner du temps, mais de façon évidente aussi, au détriment de la qualité rédactionnelle et de la concision. En réalité, la paresse, l'inertie tendent parfois à l'emporter. Protège-t-on bien les parties prenantes en ajoutant chaque année trois pages aux contrats ? La question est posée. Second point qui devrait attirer l'attention, au prétexte que ces financements doivent attirer des prêteurs étrangers, l'anglais est souvent retenu dans des opérations pourtant sans relation avec le Royaume-Uni. C'est compréhensible pour ce qui concerne la langue des contrats. Mais le choix du droit anglais et le recours aux tribunaux britanniques n'alertent pas autant les emprunteurs et les fonds sponsors qu'il le faudrait. Il est clair que si les banques étrangères demandent la langue anglaise, elles n'ont pas de réticences sérieuses devant le droit et les tribunaux français, surtout quand elles comprennent les conséquences du *Brexit* sur l'exécution des jugements britanniques dans l'Union européenne.