

FUSIONS & ACQUISITIONS

La première revue des rapprochements d'entreprises

DEPUIS 1987



EXCLUSIF : EQT INFRASTRUCTURE EN NÉGOCIATIONS EXCLUSIVES
POUR LE RACHAT DU GROUPE SAUR AVEC FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER

DOSSIERS : ACTIVISME AVEC LAZARD ET SULLIVAN & CROMWELL
RUSSIE AVEC HERBERT SMITH FREEHILLS

FIRST LOSS / SECOND LOSS : HISTOIRE D'UNE IMPORTATION RÉUSSIE

par *Adrien Paturaud, counsel - Goodwin Procter (France) LLP, et
Laurent Bonnet, collaborateur - Goodwin Procter (France) LLP*



Adrien Paturaud



Laurent Bonnet

A côté des classiques structures senior / mezzanine et *first lien / second lien*, l'acquisition récente du groupe d'équipementier pour motards 2R Holding (marques Shark, Bering, Bagster, Segura) par Eurazeo aura vu l'apparition sur le marché français de la dette d'acquisition d'un nouveau type de structure de financement déjà connu dans d'autres pays européens comme le « *first loss / second loss* ». En l'occurrence, la dette *first loss* était apportée par des fonds de dette privée Alcentra et la tranche *second loss* matérialisée par des crédits mis à disposition par the Governor and Company of the Bank of Ireland. Le cabinet Goodwin Procter conseillait les prêteurs, et le cabinet DLA Piper représentait le sponsor.

Améliorer le rendement en abaissant le coût moyen de la dette

Ce type de structure associe un financement bancaire moins coûteux, mais privilégié en situation *distressed*, à une dette privée qui sera subordonnée en cas de problème de

crédit, mais bénéficiant a contrario d'une rémunération plus élevée. A première vue donc, rien de très différent d'un financement senior / mezzanine ou *first lien / second lien*. Mais en réalité, et bien que l'objectif poursuivi par ces diverses structures soit toujours d'améliorer le rendement final de l'investissement, tant le contexte que les moyens d'y parvenir diffèrent.

L'objectif des structures classiques associant une dette senior et une dette subordonnée est d'augmenter le montant total de la dette (généralement entre 1 tour et 1,5 tour supplémentaire d'EBITDA) en ajoutant à l'endettement bancaire classique et prépondérant (ici senior ou *first lien*) une tranche distincte, ce que les prêteurs senior ou *first lien* n'acceptent qu'à condition que celle-ci soit subordonnée d'une manière ou d'une autre. Cette subordination se traduit évidemment par un coût de la dette additionnelle (ici mezzanine ou *second lien*) plus élevé, mais l'objectif d'amélioration du rendement des fonds propres engagés sera ici obtenu par l'accroissement de l'effet de levier.

Au contraire, la structure *first loss / second loss* – qui pré suppose un financement initial de type « dette privée » senior (la tranche « *first loss* ») – vise à améliorer le rendement de l'opération en remplaçant une partie de ce financement par une tranche de dette « super senior » (la tranche « *second loss* ») moins onéreuse permettant de réduire le coût moyen des financements. Qui dit dette « super senior » ne veut d'ailleurs pas nécessairement dire dette bancaire et il serait a priori envisageable de mettre en place une *first loss / second loss* composée de tranches de dette privée uniquement.

Principales caractéristiques de la structure

Les caractéristiques principales de la structure *first loss / second loss* sont l'inversion des quantum respectifs de dette, une subordination de type « super senior » et le fait que l'ensemble des créanciers votent au sein d'un même *pool*.

Alors qu'un financement senior / mezzanine se caractérise par une prépondérance de la dette senior dans le mix global du financement, les proportions s'inversent dans une structure *first loss / second loss*. La tranche *first loss* sera donc documentée de telle sorte qu'elle détienne toujours au moins les deux tiers de l'endettement total, la tranche *second loss* ne représentant au maximum qu'un tiers du montant total des financements.

Par ailleurs, une dette mezzanine est en toute circonstance pleinement subordonnée à la dette senior, avec un blocage quasi-absolu des remboursements du principal de la dette mezzanine tant que la dette senior n'a pas été intégralement remboursée ainsi que la possibilité donnée aux prêteurs senior de bloquer le paiement des intérêts mezzanine sur le fondement de tout cas de défaut intervenu. Au contraire, le principe en matière de *first loss / second loss* est que les deux tranches bénéficient d'un traitement *pari passu*, sauf dans le cas de situation *distressed*. Ce n'est que dans un tel cas de figure que la tranche *second loss* devient prioritaire et que la tranche *first loss* se trouve en seconde position dans l'ordre de distribution des paiements stipulé dans la convention de subordination. D'où le choix du terme « *first loss* » pour désigner cette dette qui a vocation à absorber une éventuelle perte en premier lieu, et donc à être remboursée après la « *second loss* », qui elle ne subira cette éventuelle perte qu'en second lieu. Hormis ce cas de figure, *first loss* et *second loss* seront donc traitées de manière identique et les paiements effectués sont partagés au pro rata entre ces deux tranches, aussi bien en intérêts qu'en principal, y compris en cas de remboursements anticipés volontaires ou obligatoires. Cela est d'ailleurs néces-

saire pour maintenir le poids respectif de chaque tranche de dette pendant toute la durée des financements.

Les accords de subordination d'une structure *first loss / second loss* se rapprochent donc de ceux des premiers financements *first lien / second lien*¹ dans lesquels les deux tranches de dette sont normalement traitées *pari passu*, sauf en cas de situation *distressed* où la tranche *first lien* (qui s'apparente en pratique à la *second loss*) est remboursée en priorité par rapport à la *second lien* (qui remplit donc peu ou prou le rôle de la *first loss*). Mais là encore, alors que la dette *first lien* représente les deux tiers de la dette totale et la dette *second lien* le tiers restant, les tranches *first loss* et *second loss* s'additionnent dans des proportions inverses.

Dernière spécificité de ce type de financement : le regroupement des deux tranches pour les prises de décisions. En effet, contrairement à une structure senior / mezzanine dans laquelle chaque groupe de créanciers vote séparément dans tous les cas de figure, les prêteurs *first loss* et *second loss* sont regroupés et votent ensemble, à la majorité des deux tiers des engagements, sur la plupart des décisions relatives à la documentation de crédit. Ainsi, dettes *first loss* et *second loss* sont documentées dans un même contrat de crédits, qui fixe au cas par cas les majorités (majorité des prêteurs *first loss*, majorité des prêteurs *second loss*, ou majorité de l'ensemble des prêteurs) ou, le cas échéant, les unanimités, requises. Là encore, on note une certaine similitude avec les structures *first lien / second lien*, bien que certaines différences existent.

Difficultés d'importation en droit français de la structure *first loss / second loss*

Bien que l'utilisation d'une documentation unique pour les deux types de dette soit la norme sur les marchés anglais et allemand, cela n'est pas nécessairement adapté pour un financement consenti à des entités françaises et soumis aux contraintes du monopole bancaire, les fonds de dette privée qui apportent la dette *first loss* ne bénéficiant pas nécessairement d'une habilitation pour réaliser des opérations de prêt. Le principal obstacle à la transposition sur le marché français des structures *first loss / second loss* était donc lié au fait que la tranche *first loss* devait prendre la forme d'un financement obligataire – ce qui était le cas dans cette opération – et que le Code de commerce ne permettait pas jusque-là de faire voter les créanciers obligataires et bancaires au sein d'un *pool* unique. Cet obstacle a pu être contourné grâce au nouveau régime issu de l'ordonnance n°2017-970 du 10 mai 2017 portant réforme du droit obligataire.

¹ Les structures *first lien / second lien* actuelles s'apparentant plus à de la senior / mezzanine.

Ainsi, et en application notamment du paragraphe II du nouvel article L. 213-6-3 du Code monétaire et financier, lequel dispose que « *le contrat d'émission peut également prévoir les conditions dans lesquelles les obligataires peuvent voter avec d'autres créanciers, sous réserve d'un accord préalablement convenu avec eux* », la documentation de crédit met en place une procédure de consultation écrite commune aux deux groupes de créanciers selon des procédures qui y sont précisément décrites.

En outre, la nomination d'un agent des sûretés commun s'imposait pour le cas où *first loss* et la *second loss* se retrouveraient ensemble en situation *distressed*. Toutefois, et le problème est bien connu des praticiens des émissions obligataires, les dispositions du Code de commerce relatives à la masse des porteurs d'obligations impliquent nécessairement la nomination d'un représentant de la masse exerçant de plein droit le rôle d'agent des sûretés des porteurs d'obligations, ce qui rend généralement difficile la cohabitation avec l'agent des sûretés des créanciers bancaires. La solution retenue a consisté en une délégation de pouvoirs consentie par le représentant de la masse à l'agent des sûretés de la *second loss*, ainsi que le permet la nouvelle rédaction de l'article L. 228-53 du Code de commerce, également issue de la réforme du 10 mai 2017.

Enfin, on rappellera que la tranche *first loss* doit à tout moment représenter au moins les deux tiers du financement global de manière à ce que les prêteurs *first loss* déterminent de facto les décisions prises dans le cadre du cours normal de la vie des financements. La documentation met ainsi en place un dispositif de *disenfranchisement* des prêteurs *second loss* dont le poids total dans le financement (en ce compris les éventuelles obligations *first loss* qu'ils pourraient être amené à acquérir) excéderait ce seuil, ce qui là encore n'a été rendu possible que par la mise en place des conventions de vote prévues par la réforme susvisée.

Contraintes techniques propres à l'opération

Plusieurs éléments de complexité additionnels ont dû être traités dans le cadre de cette opération. Tout d'abord, tant la *first loss* que la *second loss* contenaient des lignes additionnelles de financement, à la fois *committed* et *uncommitted*. Selon la pratique usuelle, la tranche *second loss uncommitted* prend la forme d'une tranche potentielle (*incremental facility*) pouvant être confirmée et mise en place conformément aux termes du contrat de crédits *second loss*, alors que le financement *first loss uncommitted* prend la forme de programmes d'émissions obligataires à confirmer et mettre en place au moyen de nouveaux contrats de souscription et termes et conditions. La difficulté ici tenait au fait que ces financements supplémentaires potentiels

devaient absolument être traités de manière identique à la dette initialement mise en place. La solution retenue a alors consisté à ce que les émissions obligataires *first loss* additionnelles bénéficient de l'assimilation avec les obligations *first loss* initiales permise par l'article L. 228-46 du Code de commerce, les porteurs de l'ensemble des obligations *first loss* (initiales et additionnelles) étant groupés en une masse unique liée par la convention de vote instaurée par la documentation de crédit. Cependant, un tel cas de figure suppose que les porteurs desdites obligations aient « *des droits identiques* », écartant de fait cette option en cas d'émissions obligataires assorties des conditions économiques différentes. Par conséquent, afin de palier le risque d'une impossibilité d'assimilation entre obligations *first loss* initiales et additionnelles, la documentation prévoit également, à titre subsidiaire, l'extension de la convention de vote initiale aux nouvelles tranches obligataires.

Enfin, l'une des conditions posées par les prêteurs *first loss* était que le poids de la dette *second loss* dans la structure de financement n'excède pas un montant en principal pré-agréé. La documentation prévoit ainsi que toute portion de la dette *second loss* en excès du seuil convenu sera traitée comme de l'endettement subordonné. En contrepartie, un droit préalable d'information permet aux créanciers *second loss* de refuser de mettre à disposition tout financement additionnel qui aurait pour conséquence que la dette *second loss* excéderait le seuil contractuellement défini.

Déjà employée en Allemagne et au Royaume-Uni, une structure de financement de ce type n'avait jamais encore été utilisée en France, et représente donc une première pour le marché français de la dette.

En choisissant de recourir à cette solution de financement, Eurazeo, Alcentra et the Governor and Company of the Bank of Ireland se positionnent comme pionniers sur le marché français, ouvrant ainsi la voie pour d'autres. Cela devrait d'ailleurs se faire dans un avenir proche puisqu'une seconde opération de financement de ce type était en cours d'étude au moment où le financement de l'acquisition du groupe 2R Holding se clôturait.

Nous rappellerons pour terminer que le décret n°2016-1587 du 24 novembre 2016 offre la possibilité pour certains fonds d'octroyer des prêts aux entreprises. Les contraintes évoquées plus haut ne se poseraient donc pas dans le cas de la mise en place d'un financement *first loss / second loss* avec de telles entités, et qui pourrait alors être documenté au moyen d'un seul et même contrat de crédits comme cela se fait au Royaume-Uni ou en Allemagne. Il y a fort à parier que la structure *first loss / second loss* à la française n'en soit qu'à ses débuts.