

## *Dérivés associés à des financements : ces pratiques de place qui pénalisent les emprunteurs.*

**Lors d'un projet de financement ou de refinancement, le dérivé de couverture de taux ou de change est souvent le parent pauvre de l'opération, malgré son importance cruciale**

Alors que les financements sont toujours âprement négociés et que la mise en concurrence y est de rigueur, le dérivé est souvent le laissé pour compte des transactions de financement.

Parfois négocié post closing et souvent dans des conditions de concurrence limitée, le dérivé ne bénéficie pas toujours de la même attention en termes de conditions d'exécution, de documentation juridique, ou même de structuration. Pourtant, mal définie, la stratégie de couverture peut soumettre l'emprunteur à des risques élevés, pas toujours bien mesurés.

Or le coût associé au dérivé s'ajoute très linéairement au coût du financement, de sorte **que bien maîtriser les conditions d'exécution de la couverture est aussi important que bien maîtriser la marge de financement.**

**D'autant que, quelques années plus tard, la capacité à refinancer un projet et à bénéficier d'une baisse de marge sur le crédit peut être totalement annihilée par le coût de déboucement du dérivé,** avec des coûts de déboucement qui excèdent la simple variation des taux d'intérêts. Alors, l'emprunteur regrettera de ne pas avoir mieux négocié en amont l'ensemble de ses clauses financières et juridiques.

### **Une complexité cachée**

Les dérivés de taux, a fortiori lorsqu'ils sont simples, sont devenus au fil des années des produits assez standardisés avec une bonne transparence sur les prix et des conditions de fonctionnement uniformisées et ce d'autant plus :

- Qu'ils sont traités dans un cadre collatéralisé, c'est-à-dire que la valeur de marché du dérivé donne lieu à un échange de cash réajusté très fréquemment, appelé collatéral.
- Qu'ils sont documentés dans un cadre standardisé, un contrat cadre qui définit en détail le fonctionnement du dérivé tout au long de sa vie.

Toutefois, lorsqu'ils sont associés à des financements, les dérivés deviennent des produits beaucoup moins standardisés du fait :

- De l'interaction entre le prêt et le dérivé
- De l'absence quasi systématique de collatéralisation de la valeur de marché du dérivé.
- De la documentation du dérivé qui peut s'éloigner plus ou moins fortement des standards de place.

**De manière générale, un dérivé associé un financement doit appeler une attention particulière.**

### Les spécificités des dérivés adossés aux financements

a. Une moindre concurrence :

Un dérivé associé à un financement peut rapidement devenir un dérivé captif. Moindre concurrence rime souvent avec augmentation des coûts, il convient donc d'être vigilant:

- Tenter d'organiser l'exécution en préservant la concurrence.
- Si ce n'est pas possible, mettre en place des garde-fous efficaces contre la dérive potentielle des coûts d'exécution.

b. Une moindre transparence des prix

**Lorsqu'un dérivé associé à un financement n'est pas collatéralisé, le coût d'exécution du dérivé est important et peu transparent.** Ce coût se décline souvent au moins en deux rubriques distinctes :

- Une marge d'exécution, qui est censée représenter le coût de couverture sur le marché de l'opération par la banque.
- Une marge dite de crédit qui a pour vocation de compenser la contrepartie bancaire pour le risque de crédit associé à l'opération. A l'instar de la marge prise sur le financement, cette marge couvre la provision pour risque de crédit que la banque devra marquer dans ses comptes suite à l'opération, mais aussi le coût en fonds propres de l'opération (et donc la rémunération de la banque pour la mobilisation de ses fonds propres).

Mais si la pratique de marché tend à ce que la somme de ces deux éléments représente systématiquement entre 10 et 20 points de base l'an, la décomposition du coût par chaque banque, et sa justification, est peu transparente. Pourtant, il existe des techniques qui permettent de comparer la marge sur le crédit et la marge sur le dérivé et donc d'améliorer la capacité de négociation de l'emprunteur sur le dérivé.

Enfin, contrairement à un financement dans lequel c'est toujours la banque qui est en risque de contrepartie sur l'emprunteur, l'exposition de crédit sur le dérivé est symétrique : **dans de nombreux scénarios c'est l'emprunteur qui peut être en risque sur la banque.** Ce risque n'est jamais valorisé et souvent mal contrôlé dans la documentation du dérivé.

### L'interaction entre le prêt et le dérivé renforce la complexité

#### a. La question du floor sur le prêt

Lorsque le financement est à taux variable, une pratique de marché relativement récente mais largement répandue consiste à définir un taux plancher pour l'Euribor (le « floor »), souvent nul, parfois égal à 0.25% ou 0.50%.

L'histoire de ce taux plancher n'est pas très claire. Dans le contexte actuel de taux négatifs, il n'est pas sûr que juridiquement, les prêts puissent porter taux négatif. Mais floorer à zéro le taux des prêts conduirait à floorer Euribor à « moins la marge » et non pas à zéro.

Quoi qu'il en soit, que le floor dans le prêt soit sur Euribor ou sur Euribor moins la marge, il faut qu'il y ait un floor identique dans le swap pour que la couverture soit parfaite. Dans le cas contraire, dès lors que l'Euribor évolue en dessous du niveau du floor, le taux fixe payé par l'emprunteur est majoré de toute la variation de l'Euribor en dessous du plancher.

Par exemple, si un emprunteur a figé un taux de 2% sur un swap, que le taux variable est flooré à zéro dans le prêt et non flooré dans le swap, et que l'Euribor vaut -0.32%, le taux final payé par l'emprunteur après swap devient 2.32% puisque la jambe variable du swap paye un coupon (-0.32%) qui n'est plus adossé au taux du financement (0%).

La couverture devient alors non couvrante, ce qui peut mettre en défaut les covenants puisque l'impératif contractuel de couverture du risque documenté dans le prêt n'est plus vérifié : le taux redevient variable au gré des variations de l'Euribor. C'est désormais la baisse des taux qui renchérit le coût de financement et non la hausse des taux mais, dans les deux cas, la charge de l'emprunt est variable. Pour certains groupes cotés, ce non-respect des covenants peut même entraîner une accélération de la dette avec toutes les conséquences associées.

**Avec la persistance de taux négatifs de plusieurs dizaines de points base, cette question du floor doit retenir toute l'attention des emprunteurs**, non seulement pour les nouvelles opérations mais aussi pour les opérations existantes mal adossées. Avec une question sur le rôle de la banque, qui a exigé une couverture de taux pour gérer son risque de contrepartie mais qui a structuré une couverture laissant persister le risque dans les scénarios de baisse des taux.

#### b. La question du calcul des indemnités de remboursement anticipé

Le remboursement anticipé du prêt embarque généralement la résiliation du dérivé. Or les modalités de calcul de l'indemnité de remboursement sur le prêt et sur le dérivé sont généralement très différentes :

- Sur le prêt à taux variable le remboursement du prêt embarque l'arrêt total ou partiel (1) du paiement de la marge de crédit.
- Sur le dérivé, la résiliation anticipée embarque mécaniquement l'accélération du paiement de la marge de crédit. La documentation ne prévoit presque jamais la faculté de l'emprunteur de récupérer tout ou partie de la marge de crédit entre la date de résiliation et la date de maturité initiale du dérivé.

Ainsi, lorsque le taux fixe du swap incorpore une marge de crédit, la valeur de marché du dérivé comprend automatiquement et dès le premier jour toute la valeur actuelle de cette marge. Or c'est précisément cette valeur de marché qui est référencée comme valeur de l'indemnité de résiliation.

Pourtant, lorsque le dérivé est débouclé, le risque de crédit de la banque s'éteint immédiatement. Il n'est donc pas logique qu'au moment du débouclage, la valeur résiduelle du crédit ne soit pas rétrocédée à l'emprunteur. Pour que ceci soit possible, il est nécessaire de le préciser en amont avec les partenaires bancaires, et de l'inclure dans la documentation.

Là encore, l'emprunteur gagnera à pouvoir se reposer sur des clauses contractuelles claires permettant de réduire l'incertitude, et maximisant ses chances de pouvoir un jour refinancer le crédit.

#### **Le cas du dérivé internalisé**

La documentation du crédit peut faire appel à la notion de « dérivé internalisé » de sorte que l'emprunteur emprunte directement à taux fixe alors même que le contrat de prêt fait référence à un emprunt à taux variable et à un dérivé de couverture.

Dans ce cas, le prêteur impose parfois une marge supplémentaire censée couvrir le risque de crédit marginal lié au dérivé internalisé, alors que le dérivé est fictif puisqu'il n'existe qu'à travers le taux fixe du crédit en lieu et place d'un crédit à taux variable.

Pourtant, il y a deux bonnes raisons pour lesquelles, lorsque le crédit est à taux fixe, la marge de crédit devrait être plus faible que lorsqu'il s'agit d'un crédit à taux variable et d'un dérivé de couverture:

- Un crédit à taux fixe est par définition intégralement couvert en taux et ne soumet pas l'emprunteur à une variabilité quelconque de ses charges financières. La probabilité de défaut de l'emprunteur devrait donc y être inférieure à celle d'un crédit à taux variable ou à celle d'un crédit à taux variable partiellement couvert par un dérivé de taux.

*(1) Dès lors que la pénalité de remboursement anticipé prévoit par exemple l'usage d'un coût de redéploiement des fonds pour estimer la perte d'opportunité de la banque liée à ce remboursement anticipé et pour chiffrer l'indemnité.*

ESTER S.A.S - Société par Actions Simplifiée au capital social de 60.000 EUR

Siège Social : 37 rue des Mathurins 75008 Paris – Tel : 01 70 60 72 32 - RCS 512 378 407 Paris

- En cas de défaut de l'emprunteur à taux variable qui a contracté un dérivé de couverture, la créance sur le dérivé subit un traitement asymétrique. En effet, si la valeur de marché du dérivé est en faveur de la banque, la banque produit une créance à la faillite mais si la valeur de marché est en faveur de l'emprunteur, la banque devra payer intégralement cette valeur au liquidateur. A contrario, le swap internalisé bénéficie d'un traitement symétrique : il peut faire baisser ou augmenter la créance de la banque sur l'emprunteur en défaut. Cette symétrie du dérivé internalisé réduit considérablement le risque de la banque.

Lorsqu'il y a malgré tout une marge de crédit relative à un swap internalisé, la problématique de la soule de résiliation du swap doit être bien documentée de sorte à ce qu'en cas de résiliation anticipée l'emprunteur ne soit pas tenu de payer une indemnité qui englobe aussi la valeur actualisée de cette marge.

#### **Renforcer l'analyse et la capacité de négociation**

En amont d'une mise en place de financement, de couverture, ou lors d'un refinancement, il faudra :

- Faire l'analyse des dérivés les plus efficaces à mettre en place compte tenu des objectifs et des contraintes : produit, modalités, timing de la couverture, possibilité et modalité d'une pré-couverture.
- Simuler en amont les conditions financières du dérivé pour calibrer au mieux l'endettement cible.
- Négocier les marges avec la (ou les) banque(s) en faisant notamment la transparence sur le niveau relatif de la marge sur le prêt et de la marge sur le dérivé associé.
- Bien étudier dans la documentation les clauses relatives au dérivé.
- Préserver la pression concurrentielle et la transparence sur les prix du dérivé.
- Préparer l'exécution des dérivés (dry runs).
- Optimiser les conditions financières obtenues lors de l'exécution finale du dérivé.
- Vérifier les confirmations et les contrats.

**Depuis plus de cinq années, ESTER développe son activité de Hedge Advisory auprès des institutions financières, des entreprises, des sociétés de financement de projets et les fonds (ou leurs participations). Auprès de ses clients, ESTER a démontré de manière continue sa capacité à établir un dialogue constructif et étayé et à obtenir des résultats concrets.**

**N'hésitez pas à nous contacter pour une assistance sur mesure sur l'ensemble de ces sujets.**

**Contacts :**

**Elsa Sitruk, Directrice Générale**  
Tel : 01 70 60 72 33  
[elsa.sitruk@esterfinance.com](mailto:elsa.sitruk@esterfinance.com)

**Stéphane Kourganoff, Président**  
Tel : 01 70 60 72 32  
[stephane.kourganoff@esterfinance.com](mailto:stephane.kourganoff@esterfinance.com)

Site Internet : [www.esterfinance.com](http://www.esterfinance.com)

Lettre d'information : La Lettre ESTER



Rédigée le 6 décembre 2016

**Avertissement**

*La société ESTER s'entoure de toutes les précautions d'usage et tests pour fournir des informations aussi justes que possible. En aucune façon, les niveaux de prix et informations fournies par ESTER, ne constituent un conseil en investissement. Ces valorisations et informations ne représentent pas non plus une sollicitation, recommandation ou invitation à acheter ou vendre des produits financiers et n'engagent en aucune manière la société ESTER. Les idées et opinions émises dans le cadre de cette lettre par les consultants d'ESTER résultent d'analyses faites en toute bonne foi et sur la base d'un ensemble limité d'informations qu'ESTER et ses consultants pensent être fiables. Elles n'ont aucun pouvoir prédictif sur l'évolution des marchés. ESTER ou ses consultants ne pourront être en aucun cas rendus responsables de toute action, manque d'action, ou délai dans l'action résultant des analyses et opinions exprimées dans cette lettre. Avant d'agir sur la base de ces opinions ou idées, vous devrez décider si elles sont applicables à votre situation propre, à vos objectifs de gestion, et à votre situation réglementaire et fiscale. En conséquence, ESTER ne pourra être tenu comme responsable des idées, déductions, conclusions et plus généralement toute information communiquées dans cette lettre. ESTER décline toute responsabilité sur l'utilisation que le Client ou de tierces personnes pourraient faire des informations, résultats, et analyses déclinant de la mission.*

*ESTER est Conseiller en Investissements Financiers immatriculé à l'Orias sous le numéro 13000667, [www.orias.fr](http://www.orias.fr), et membre de la CNCIF.*