

Démystifier les clauses restrictives de crédit

Brian Carney, CIM | Gestionnaire de portefeuilles, crédit mondial

Kevin Minas, CFA, CAIA | Gestionnaire de portefeuilles institutionnels

Au sein des conventions de prêt ou d'obligations, les clauses restrictives de crédit sont des clauses contractuelles qui imposent des obligations à un emprunteur ou qui limitent certaines actions, comme la restriction de contracter des dettes supplémentaires ou l'exigence de divulguer certains renseignements financiers. Ces clauses sont essentielles, car elles aident les prêteurs et les investisseurs à gérer les risques et à s'assurer que les emprunteurs maintiennent une discipline financière. Pour les emprunteurs, elles donnent le ton à la souplesse opérationnelle et à l'accès aux capitaux. Chez Mawer, l'examen des clauses restrictives représente une partie importante de notre processus de recherche sur le crédit en raison de son incidence sur les évaluations de la gestion des risques, sur l'analyse comparative entre les titres de créance et, en fin de compte, sur notre prise de décision en matière d'investissement.

Il existe quatre grandes catégories de clauses restrictives: **les clauses positives, les clauses négatives, les clauses financières et les cas de défaut.**

Dans les marchés des obligations à rendement élevé et des prêts à effet de levier, les clauses restrictives positives et négatives sont la norme, bien que leurs modalités puissent varier en degré de rigidité ou de souplesse. Les clauses financières et, plus particulièrement les clauses de maintien, sont des caractéristiques essentielles des prêts à effet de levier, mais elles sont généralement absentes des obligations à rendement élevé, qui reposent davantage sur des tests fondés sur l'engagement. Les cas de défaut de paiement figurent dans les deux structures; cependant, les prêts à effet de levier offrent souvent des recours plus favorables aux créanciers et des événements déclencheurs plus stricts.

Type de clause restrictive	Ce qu'elle couvre	But	Exemple(s)	Prêts à effet de levier par rapport aux obligations à rendement élevé
Clauses positives	Mesures que l'emprunteur doit prendre	Assurer la transparence et maintenir la confiance des prêteurs	Fournir des états financiers audités, maintenir une assurance	Commun aux deux
Clauses négatives	Mesures que l'emprunteur ne peut pas prendre	Limiter les comportements plus risqués ou la fuite d'actifs	Interdiction de nouvelles dettes, limiter les ventes d'actifs	Commun aux deux
Clauses financières	Établissement de quantitatifs liés au rendement	Surveiller la santé financière; déclencher les droits des prêteurs	Maintenir un levier inférieur à 4,0x; couverture des intérêts supérieure à 2,0x	Prêts à effet de levier
Cas de défaut	Détermination des cas où le prêteur peut exercer des recours	Protéger les créanciers en cas de manquements graves ou récurrents.	Défaut de paiement, manquement aux clauses restrictives, déclaration de faillite	Commune aux deux, mais plus stricte dans le cas des prêts

Les émetteurs de titres de catégorie investissement bénéficient généralement de clauses restrictives moins contraignantes que les emprunteurs de titres à rendement élevé. Les clauses restrictives courantes de catégorie investissement comprennent:

- **Engagement de non-concurrence:** Empêche l'émetteur d'accorder des privilèges sur des actifs pour garantir d'autres dettes sans garantir à parts égales les créanciers existants.
- **Changement de contrôle:** Peut déclencher un abaissement de la notation ou une offre de rachat de la dette au pair.
- **Limitations sur les fusions ou les ventes d'actifs:** Souvent liées au maintien de la solvabilité de l'entité survivante.

Voici quelques exemples de scénarios réels qui illustrent la façon dont les emprunteurs ont géré de manière créative (ou controversée) des clauses restrictives ambiguës ou mal rédigées. Chacun de ces exemples a donné lieu à des « blocages » éponymes que les prêteurs ont par la suite mis en place pour prévenir la récurrence. Au fil de l'évolution des marchés, ces obstacles sont devenus courants sur les marchés des titres à revenu fixe.

J.Crew (2016) Transfert d'actifs « de la trappe »

Ce qui s'est passé :

J.Crew a transféré des éléments de valeur de sa propriété intellectuelle (p. ex., des marques de commerce) à une filiale non assujettie à des restrictions.

Ce transfert s'est appuyé sur la capacité inutilisée du panier « placements » de son accord de crédit.

Cela a eu pour effet de déplacer les garanties hors de la portée des créanciers garantis, sans déclencher une situation de défaillance.

Incidence/résultat :

Les créanciers ont été pris au dépourvu et ne disposaient que d'une protection contractuelle limitée contre cette manœuvre.

L'opération a suscité une vive inquiétude chez les investisseurs et chez les participants du marché.

Serta Simmons (2020), opération d'échange de dettes (uptier)

Ce qui s'est passé :

Serta a émis de nouvelles dettes super-prioritaires à un groupe restreint de prêteurs, améliorant ainsi la priorité de leurs créances.

Les prêteurs non participants sont devenus subordonnés, malgré l'absence de restructuration officielle ou de consentement.

La société a utilisé le libellé « rachat sur le marché libre » dans ses documents de prêt pour justifier l'opération.

Incidence/résultat :

Des luttes juridiques ont suivi et la Cour d'appel de la 5^e circonscription a finalement statué qu'il y avait eu rupture d'une clause restrictive.

Serta Simmons a demandé la protection du chapitre 11 en 2023.

Chewy/Petsmart (2017) Détachement de garantie par distribution

Ce qui s'est passé :

PetSmart a distribué 20 % des capitaux propres de Chewy à sa société mère, en dehors du portefeuille de garanties des prêteurs.

Cette distribution a été exécutée en utilisant la capacité du panier des « paiements restreints ».

Bien que techniquement permise, elle a réduit la valeur de la garantie de la dette de PetSmart.

Incidence/résultat :

Des créanciers ont intenté des poursuites, alléguant que la transaction avait érodé leurs protections de crédit.

La situation a mis en évidence une faiblesse importante dans la rédaction des clauses restrictives concernant les scissions d'actions.

Elle est devenue une étude de cas expliquant pourquoi les prêteurs doivent exercer un contrôle plus strict sur les distributions et les transferts d'actifs, sans déclencher une situation de défaillance.

En plus de bien comprendre les clauses restrictives de crédit, il y a trois autres domaines clés à maîtriser lors de l'analyse des clauses restrictives en pratique :

Ancienneté de la structure du capital

- Dans le marché des prêts à effet de levier, la grande majorité des instruments sont de premier rang garanti, souvent garantis par la quasi-totalité des actifs de l'emprunteur et des garants.
- En revanche, le marché des obligations à rendement élevé comprend une combinaison de titres de créance de premier rang garantis et non garantis, dont une plus petite partie est subordonnée ou de second rang.
- Selon une étude de J.P. Morgan, plus de 90 % des prêts à effet de levier conclus au cours des dernières années sont des prêts garantis de premier rang, et environ 60 à 70 % des obligations à rendement élevé sont des obligations de premier rang non garanties.
- Il est essentiel de comprendre l'ancienneté de la dette pour évaluer les perspectives de recouvrement et les ensembles de clauses restrictives.

Paniers de création et le rôle du BAIIA pro forma

- Les paniers de constructeurs permettent aux émetteurs d'accroître leur capacité de paiements ou de placements restreints au fil du temps, souvent en fonction d'un pourcentage du bénéfice net consolidé ou du BAIIA pro forma.
- Ces paniers accumulent de la valeur à mesure que l'entreprise affiche de bons résultats financiers, ce qui peut accroître la souplesse de l'émetteur pour verser des dividendes, faire des acquisitions ou transférer des actifs.
- Le BAIIA pro forma (y compris les rajouts pour les économies de coûts, les synergies et les éléments non récurrents) joue un rôle essentiel dans les transactions de marketing, car il influence directement les ratios d'endettement, les calculs de capacité et la perception des investisseurs quant au respect des clauses restrictives.
- Des ajouts agressifs ou mal définis peuvent gonfler considérablement le BAIIA, augmentant la capacité en vertu des clauses restrictives et réduisant le langage perçu.

Comprendre les obligations d'information américaines par rapport à celles du Canada

- Les pratiques de divulgation américaines offrent un accès plus systématique et détaillé aux conventions de crédit et aux actes de fiducie, en particulier pour les émetteurs inscrits auprès de la SEC.
- Il est courant de trouver des conventions de prêt, des modifications et des actes de fiducie complets sur EDGAR.

- En revanche, les entreprises canadiennes sont moins susceptibles de divulguer publiquement l'intégralité de leurs documents de crédit et elles n'y sont pas tenues, ce qui rend l'analyse des clauses restrictives plus difficile.
- Les analystes qui étudient les titres de créance canadiens se fient souvent aux communiqués de presse, aux résumés de prospectus et aux activités de relations avec les investisseurs pour reconstituer les modalités de la structure du capital.

Les clauses restrictives ne sont pas que des petits caractères; elles sont le fondement du véritable profil de risque d'un titre. Lorsqu'elles sont bien conçues, elles agissent comme des garde-fous qui aident à préserver la valeur et à limiter les baisses pour les prêteurs. Or, lorsqu'elles sont trop souples, d'importantes protections peuvent disparaître discrètement. Il est important de toujours se demander : quelles mesures l'emprunteur pourrait-il prendre pour exposer un prêteur à un risque?

Clause de non-responsabilité

Mawer Investment Management Ltd. fournit cette publication à titre d'information uniquement et elle n'est pas et ne doit pas être interprétée comme un conseil professionnel. Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des données jugées fiables au moment de la publication et Mawer Investment Management Ltd. ne peut en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les particuliers doivent contacter leur représentant pour obtenir des conseils professionnels concernant leur situation personnelle et/ou financière. Cette publication n'aborde pas les considérations fiscales, fiduciaires et successorales qui peuvent s'appliquer à la situation particulière d'un individu. Les commentaires sont de nature générale et il convient d'obtenir des conseils professionnels concernant la situation fiscale particulière d'une personne au regard de sa situation spécifique.

Tous les énoncés, autres que les énoncés de faits historiques, inclus dans le présent rapport qui traitent d'activités, d'événements ou de développements qui, selon Mawer, se produiront ou pourraient se produire à l'avenir, y compris des éléments tels que le rendement financier prévu, sont des énoncés prospectifs. Les mots " peuvent ", " pourraient ", " devraient ", " croire ", " planifier ", " anticiper ", " s'attendre à ", " avoir l'intention de ", " prévoir ", " objectif " et autres expressions similaires ont pour but d'identifier les énoncés prospectifs. Toutes les opinions contenues dans les déclarations prospectives sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et sont fournies en toute bonne foi, mais sans responsabilité juridique. Mawer n'a pas l'intention de mettre à jour les énoncés prospectifs, que ce soit à la suite de nouvelles informations, d'événements futurs ou autres, sauf si la législation sur les valeurs mobilières l'exige.

Les performances passées ne garantissent ni n'indiquent les résultats futurs. Tous les investissements financiers comportent un élément de risque. La valeur des investissements peut varier à la hausse comme à la baisse, de sorte que vous pouvez récupérer moins que ce que vous avez investi à l'origine. Les investisseurs doivent prendre en compte les risques, y compris la baisse des rendements, liés aux mouvements de change entre la devise dans laquelle ils investissent et la devise de base du portefeuille, si elle est différente. Les investisseurs doivent être conscients que les déclarations prospectives et les prévisions peuvent ne pas se réaliser.