

PARELLA

**Couverture de taux d'intérêts
Rapport final**

12 juin 2019

KERIUS Finance SAS

Conseiller en Investissements Financiers

Membre de l'ANACOFI CIF- Association agréée par l'AMF - ORIAS N° 13000716

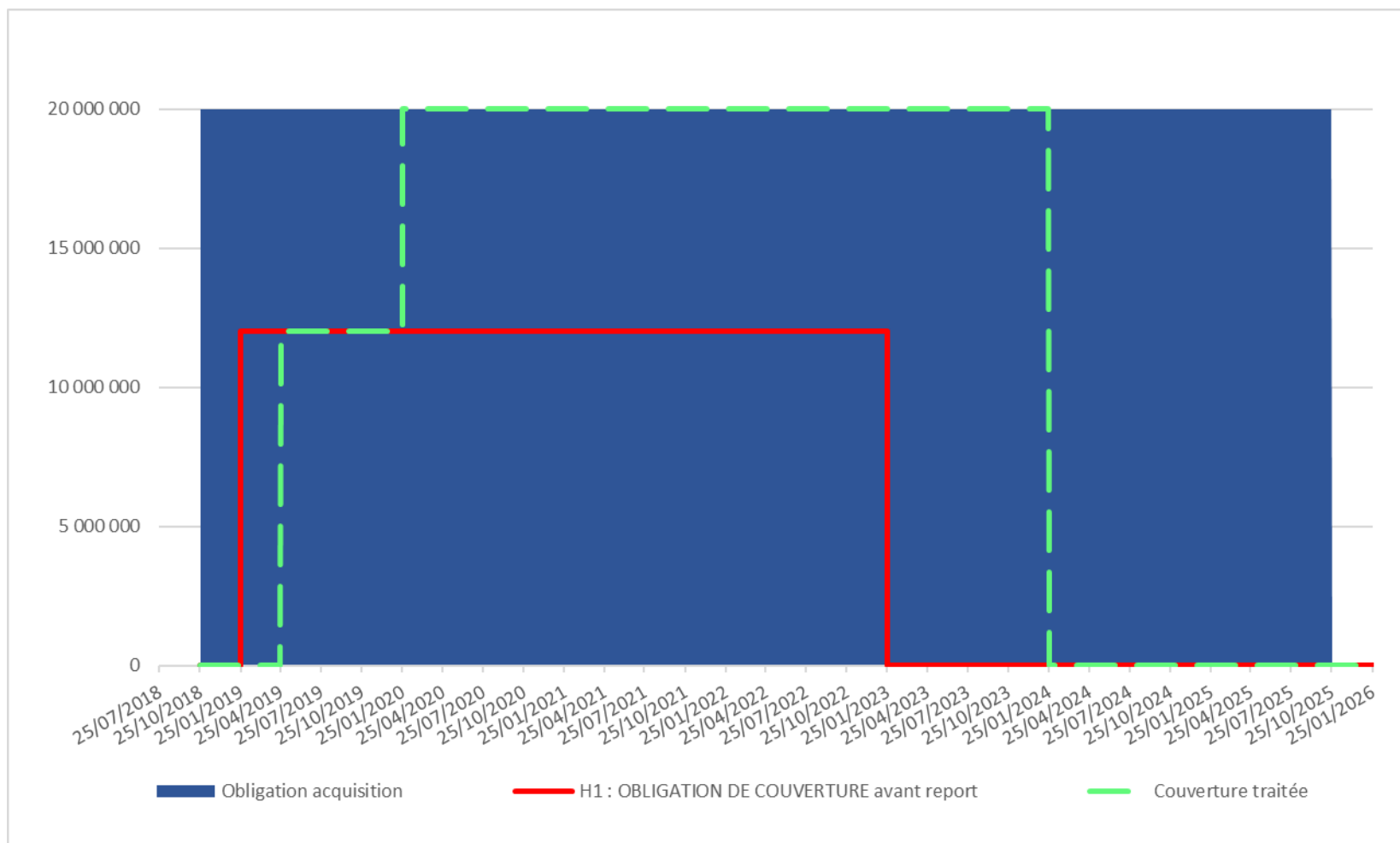
- ☐ Nouvelle couverture mise en place sur un horizon de 4,75 ans pour réduire la sensibilité du groupe aux variations de taux d'intérêts, y compris négatifs.
- ☐ Un cap avec plafond (strike) à 0,50% a été mis en place pour limiter le taux de financement sur la partie couverte. Ces produits prennent en compte le plancher à 0% sur les financements.

Produit	: Cap à Prime lissée
Cours d'exercice	: 0,50% (« strike » ou plafond)
Date de transaction	: 07/06/2019
Date de début	: 25/04/2019
Date de Fin	: 25/01/2024
Index	: Euribor 3 Mois
Base	: ACTUAL/360

Couverture LCL

Nominal de départ : € 12,000,000 amortissement spécifique, cf. tableau en annexe

Prime annuelle à payer trimestriellement jusqu'au 30/09/2024 : **0,092%**, correspondant à une prime payée à la mise en place (up-front) de **€ 83,066**.



- Couvertures réalisées : Achat Cap 0,50% 4,75 ans.
- Répartition bancaire : LCL 100%.

Tableaux d'amortissement et prime à payer

Fixing	Début	Fin	Paielement	Montant	Prime à payer
23/04/2019	25/04/2019	25/07/2019	25/07/2019	12 000 000	2 791
23/07/2019	25/07/2019	25/10/2019	25/10/2019	12 000 000	2 821
23/10/2019	25/10/2019	27/01/2020	27/01/2020	12 000 000	2 883
23/01/2020	27/01/2020	27/04/2020	27/04/2020	20 000 000	4 651
23/04/2020	27/04/2020	27/07/2020	27/07/2020	20 000 000	4 651
23/07/2020	27/07/2020	26/10/2020	26/10/2020	20 000 000	4 651
22/10/2020	26/10/2020	25/01/2021	25/01/2021	20 000 000	4 651
21/01/2021	25/01/2021	26/04/2021	26/04/2021	20 000 000	4 651
22/04/2021	26/04/2021	26/07/2021	26/07/2021	20 000 000	4 651
22/07/2021	26/07/2021	25/10/2021	25/10/2021	20 000 000	4 651
21/10/2021	25/10/2021	25/01/2022	25/01/2022	20 000 000	4 702
21/01/2022	25/01/2022	25/04/2022	25/04/2022	20 000 000	4 600
21/04/2022	25/04/2022	25/07/2022	25/07/2022	20 000 000	4 651
21/07/2022	25/07/2022	25/10/2022	25/10/2022	20 000 000	4 702
21/10/2022	25/10/2022	25/01/2023	25/01/2023	20 000 000	4 702
23/01/2023	25/01/2023	25/04/2023	25/04/2023	20 000 000	4 600
21/04/2023	25/04/2023	25/07/2023	25/07/2023	20 000 000	4 651
21/07/2023	25/07/2023	25/10/2023	25/10/2023	20 000 000	4 702
23/10/2023	25/10/2023	25/01/2024	25/01/2024	20 000 000	4 702

Taux Prime **0.092%**

Total **83 066**

Outre les aspects qualitatifs (analyses et choix de la stratégie la plus adaptée) et le gain de temps durant le processus, la prestation de KERIUS Finance a permis de générer les économies suivantes:

Valeur 1 BP	9 033
Total	
Economies totales	74 227
Taux/Prix sans marge bancaire	67 000
Prix avec marge bancaire standard *	157 333
Marge bancaire standard (10 points de base) *	90 333
Prix final	83 107
Marge finale	16 107

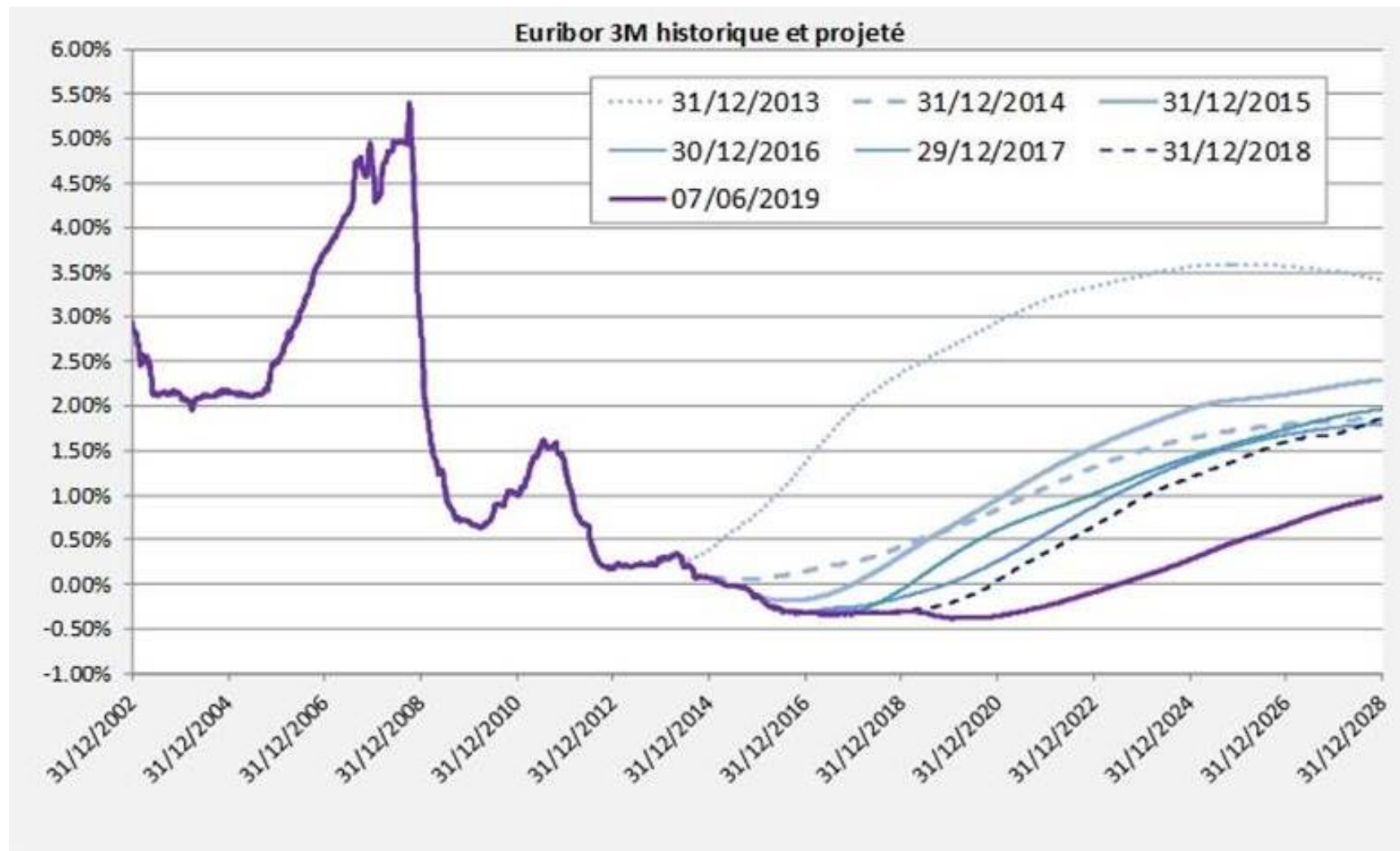
* La marge standard prise par les banques dans ce contexte est de 10 à 15 points de base sur un taux ou une prime lissée par rapport au taux/prix sans marge utilisé ci-dessus. Une marge de 10 points de base est utilisée pour cette comparaison.

Les économies totales sont réalisées en trois étapes de manière "coopérative" avec la banque:

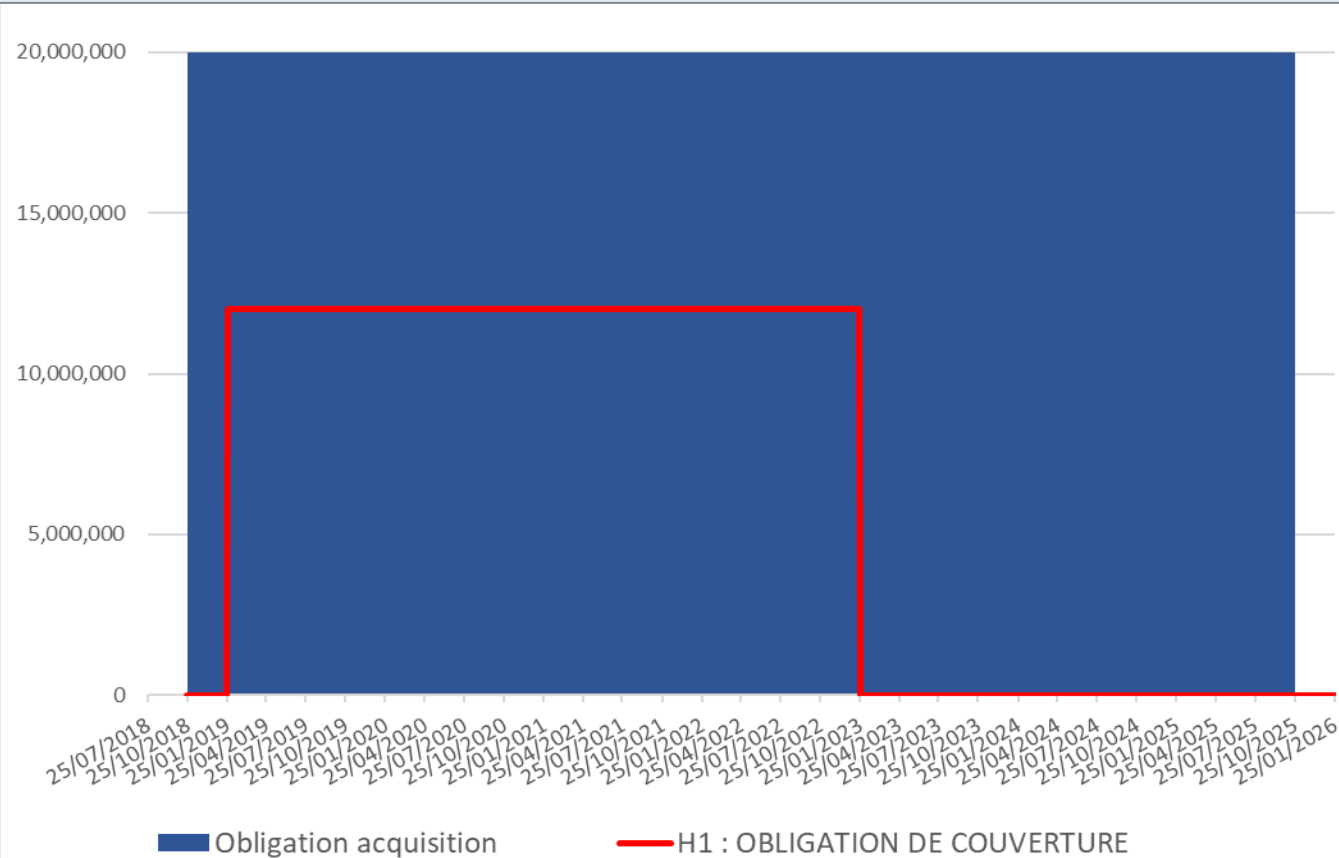
- Choix du produit optimal: des produits similaires sont souvent "margés" différemment (notamment swap flooré vs cap 0%)
- Négociations préliminaires avant cotations de sélection (explication de la méthode KERIUS et de la marge cible pour être sélectionné)
- Négociation finale en fin de processus

Annexes

- Données de marché : Euribor historique et projeté
- Rappel: Situation avant mise en place nouvelles couvertures
- Rappel : simulation frais financiers
- Clauses contractuelles
- Rappel : impact des taux négatifs sur les swaps
- Rappel : différents types de couverture

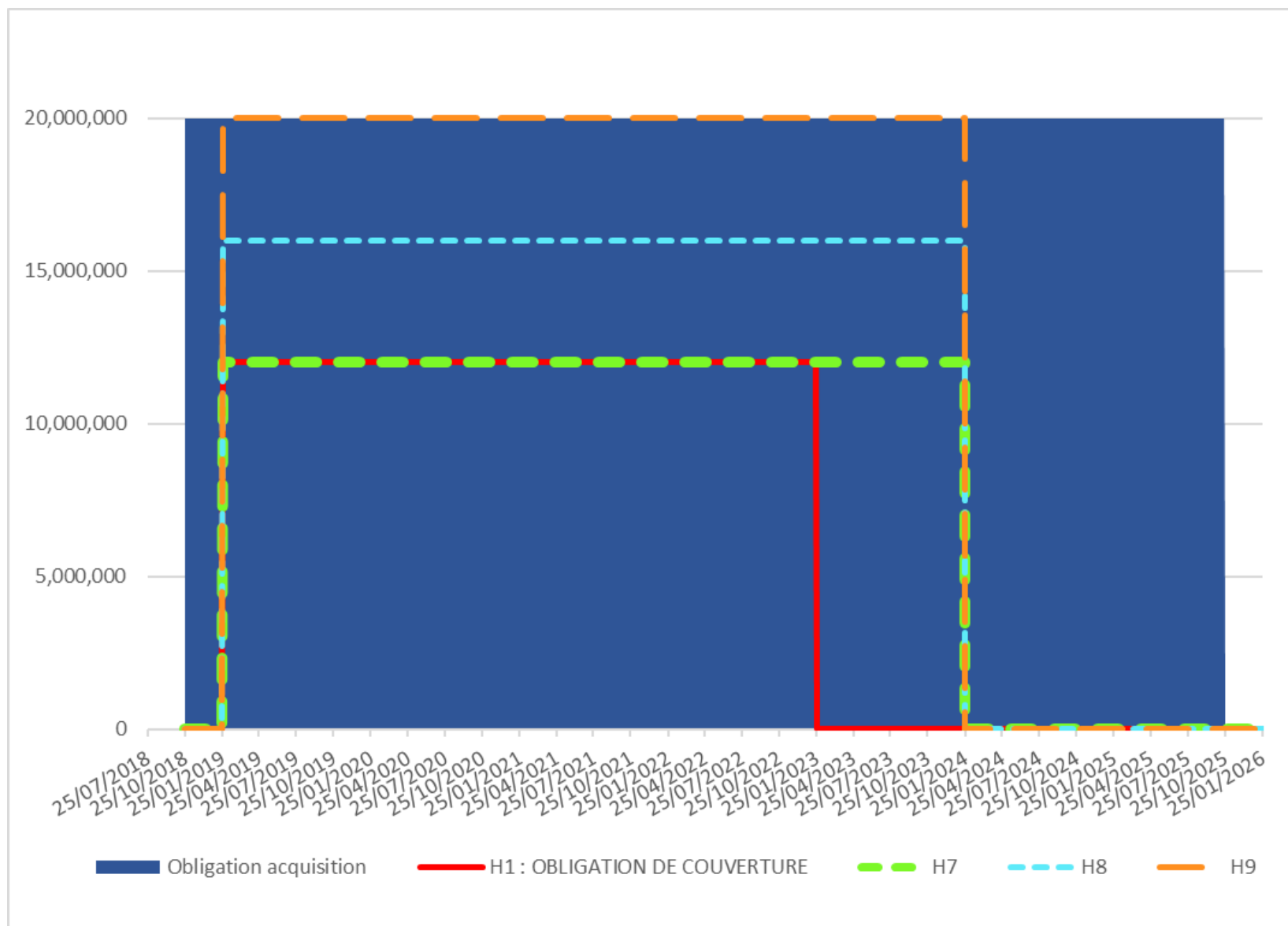


Obligation de couverture : Obligation d'acquisition : **60% minimum**, pendant **4 ans minimum**, contre une hausse de l'Euribor 3 mois de **plus de 100bps** par rapport à sa valeur à la Date de Signature, à **mettre en place dans les 120 jours après la Date de Signature** (=> 22/02/2019)



Financements :

- **Obligation d'acquisition: €20,000,000**, amort. In fine, échéance 25/10/2025, **floor 0%** sur Euribor 3 mois.
- Le Toggle n'a volontairement pas été pris en compte



Couverture	H1	H7	H8	H9
Durée	4 ans	5 ans	5 ans	5 ans
Indice	Euribor 3M	Euribor 3M	Euribor 3M	Euribor 3M
Notionnel départ	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
Début de période	25/01/2019	25/01/2019	25/01/2019	25/01/2019
Fin de période	25/01/2023	25/01/2024	25/01/2024	25/01/2024
Discount Factor	1.00	1.00	1.00	1.00
Valeur 1bp en EUR	4,870	6,087	8,116	10,144

Voir comparaisons des profils de couverture en annexe

Cotations indicatives sans marge bancaire. Les prix finaux pourront être supérieurs à ceux-ci de 0,10% à 0,20% selon les marges de crédit des banques.

Les marchés sont actuellement très volatils et peuvent faire varier ces prix significativement.

Taux de swap (cf annexes sur problèmes liés aux taux négatifs)

Swap sans Floor	-0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
Floor 0%	0.23%	0.24%	0.25%	0.25%
Swap avec Floor	0.20%	0.27%	0.27%	0.27%

Prime d'option lissée

Cap 0% annualisé	0.20%	0.27%	0.27%	0.27%
Taux financement Max	0.20%	0.27%	0.27%	0.27%

Cap 0.5% annualisé	0.09%	0.15%	0.15%	0.15%
Taux financement Max	0.59%	0.65%	0.65%	0.65%

Cap 1% annualisé	0.05%	0.08%	0.08%	0.08%
Taux financement Max	1.05%	1.08%	1.08%	1.08%

Prime des options en EUR

Floor 0%	110,800	149,000	199,100	248,800
Cap 0%	95,500	165,900	220,500	275,600
Cap 0.5%	44,800	90,400	120,100	150,000
Cap 1%	23,000	51,700	68,700	85,700

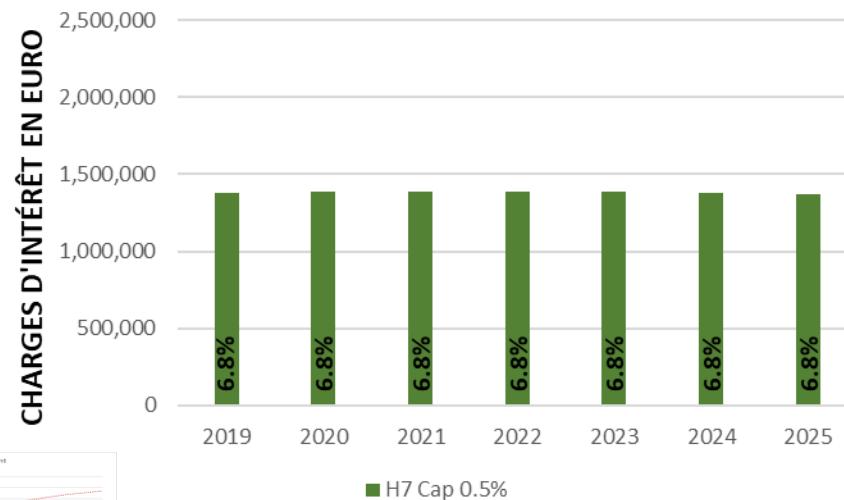
Indications pour comparer les cotations entre elles:

- Le taux de swap représente le taux de financement de la partie couverte de la dette (hors problème spécifique du floor en cas de taux négatifs).
- La prime annualisée du cap représente le coût à payer sur la durée pour bénéficier du plafond (strike). Le taux de financement global est alors plafonné à strike + prime annualisée. Le cap permet de bénéficier de taux Euribor plus faibles que le strike, pour autant que le strike soit supérieur au plancher inclus dans le financement couvert.
- En cas de revente du cap avant échéance, la prime lissée non payée reste due, mais de ce montant sera déduit la valeur résiduelle (mark to market / fair value) du cap, qui peut excéder le montant de la prime restant due (par exemple si les taux ont monté).

STRATEGIE H1



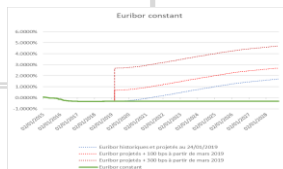
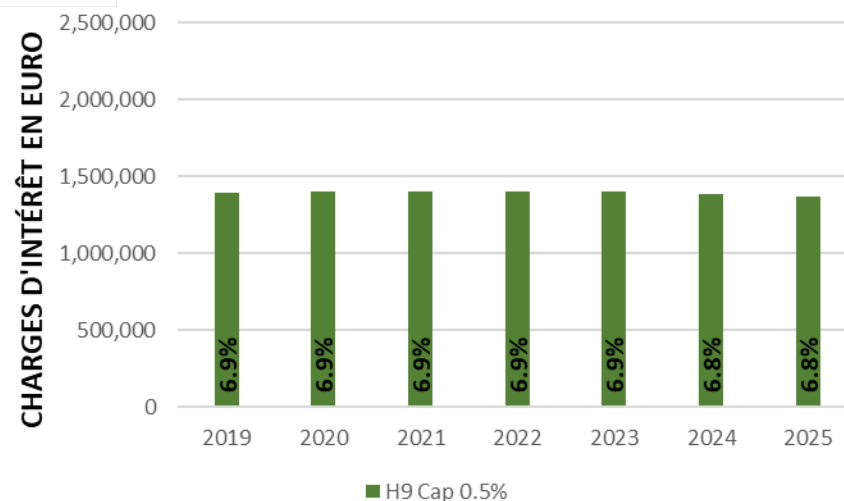
STRATEGIE H7



STRATEGIE H8



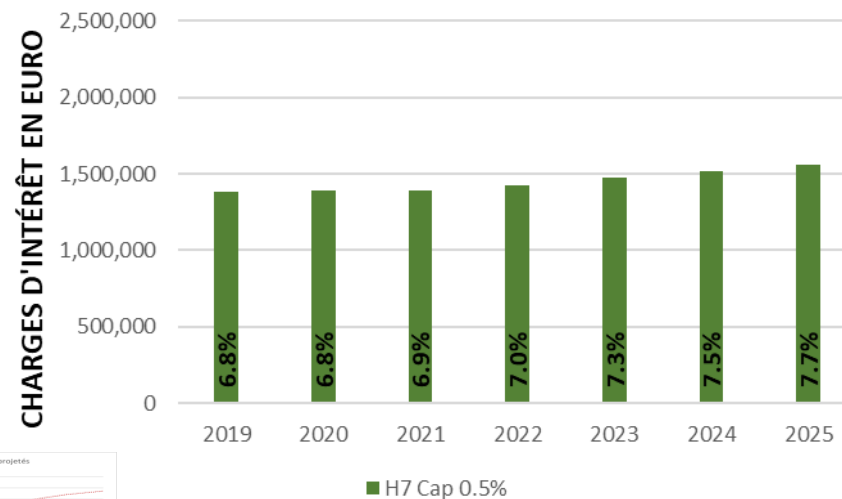
STRATEGIE H9



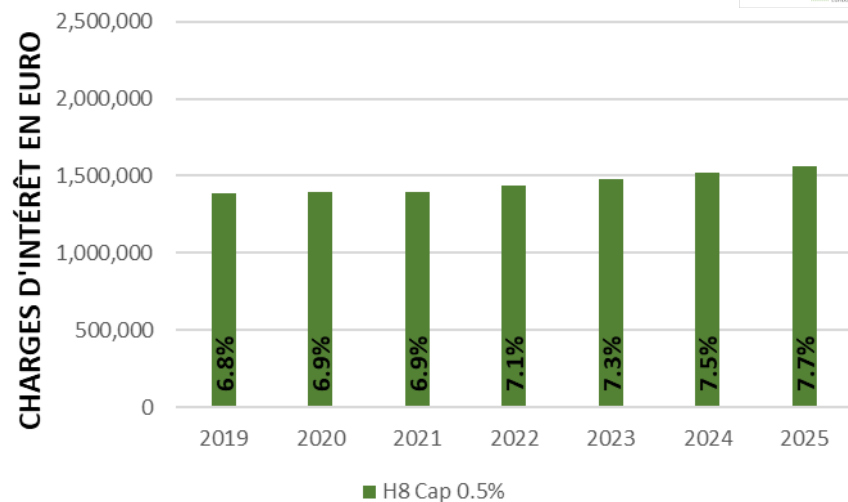
STRATEGIE H1



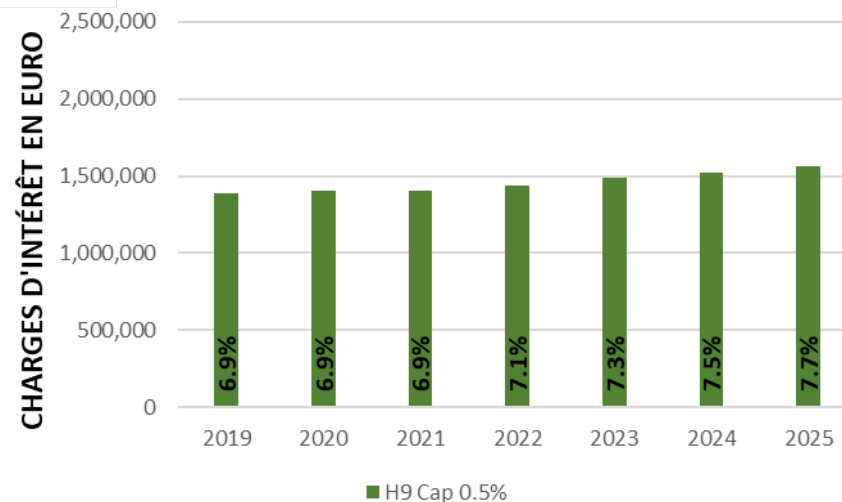
STRATEGIE H7



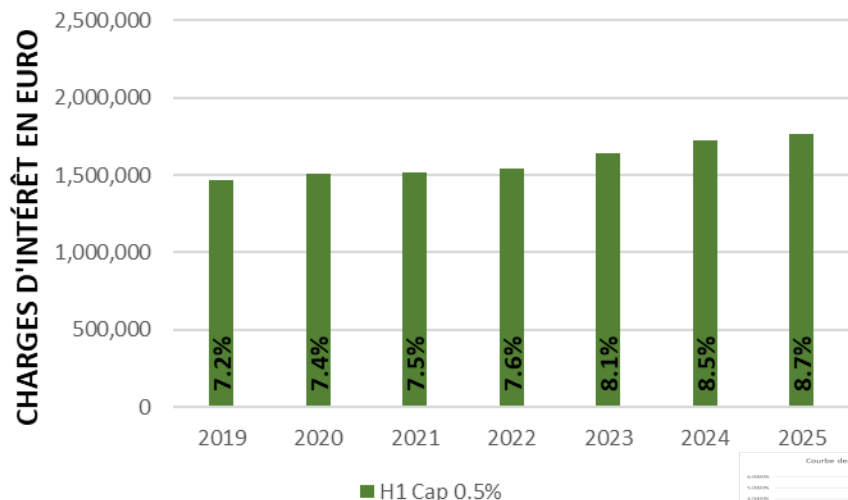
STRATEGIE H8



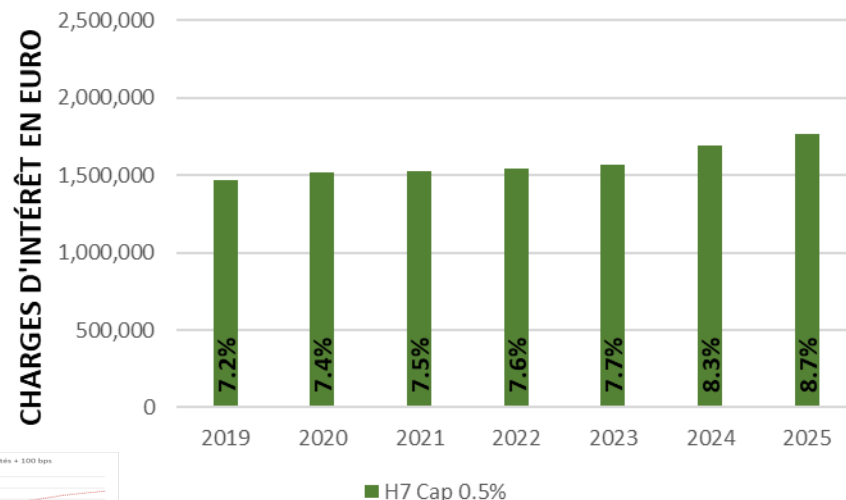
STRATEGIE H9



STRATEGIE H1



STRATEGIE H7



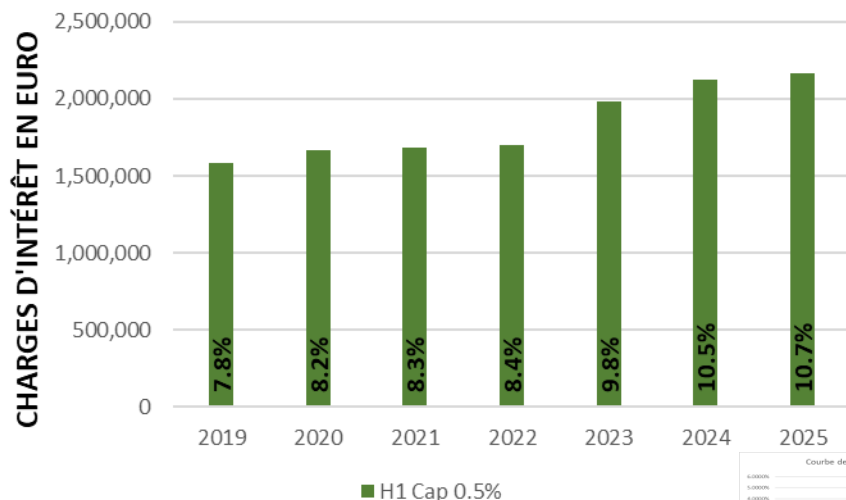
STRATEGIE H8



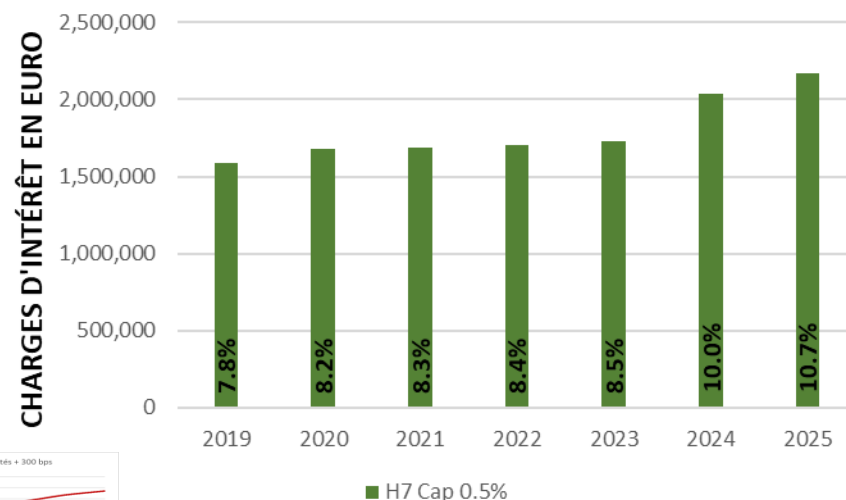
STRATEGIE H9



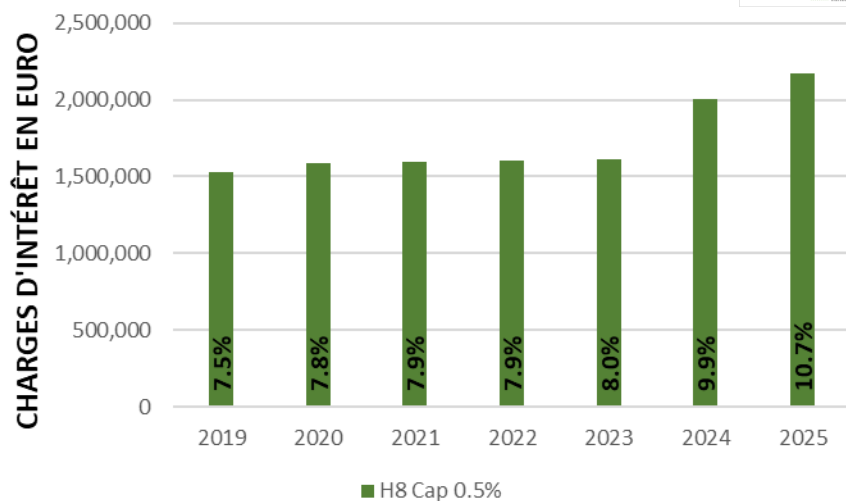
STRATEGIE H1



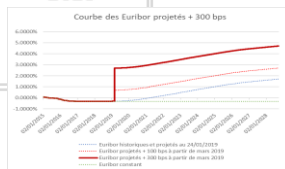
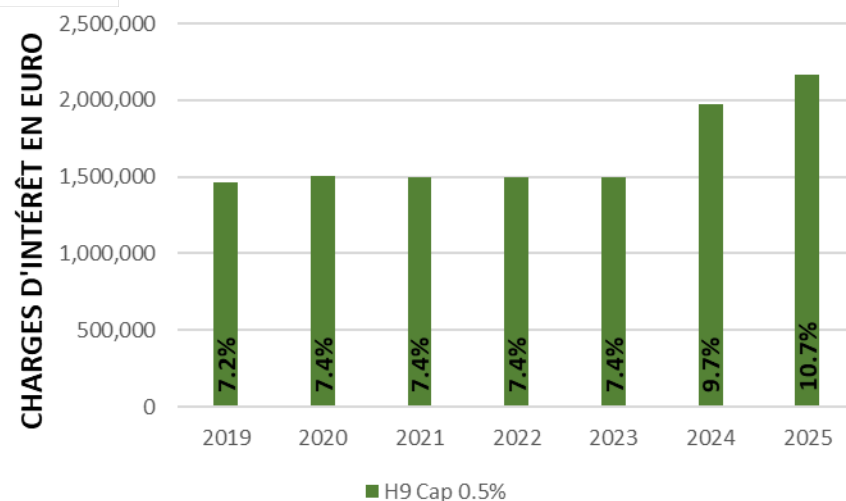
STRATEGIE H7



STRATEGIE H8



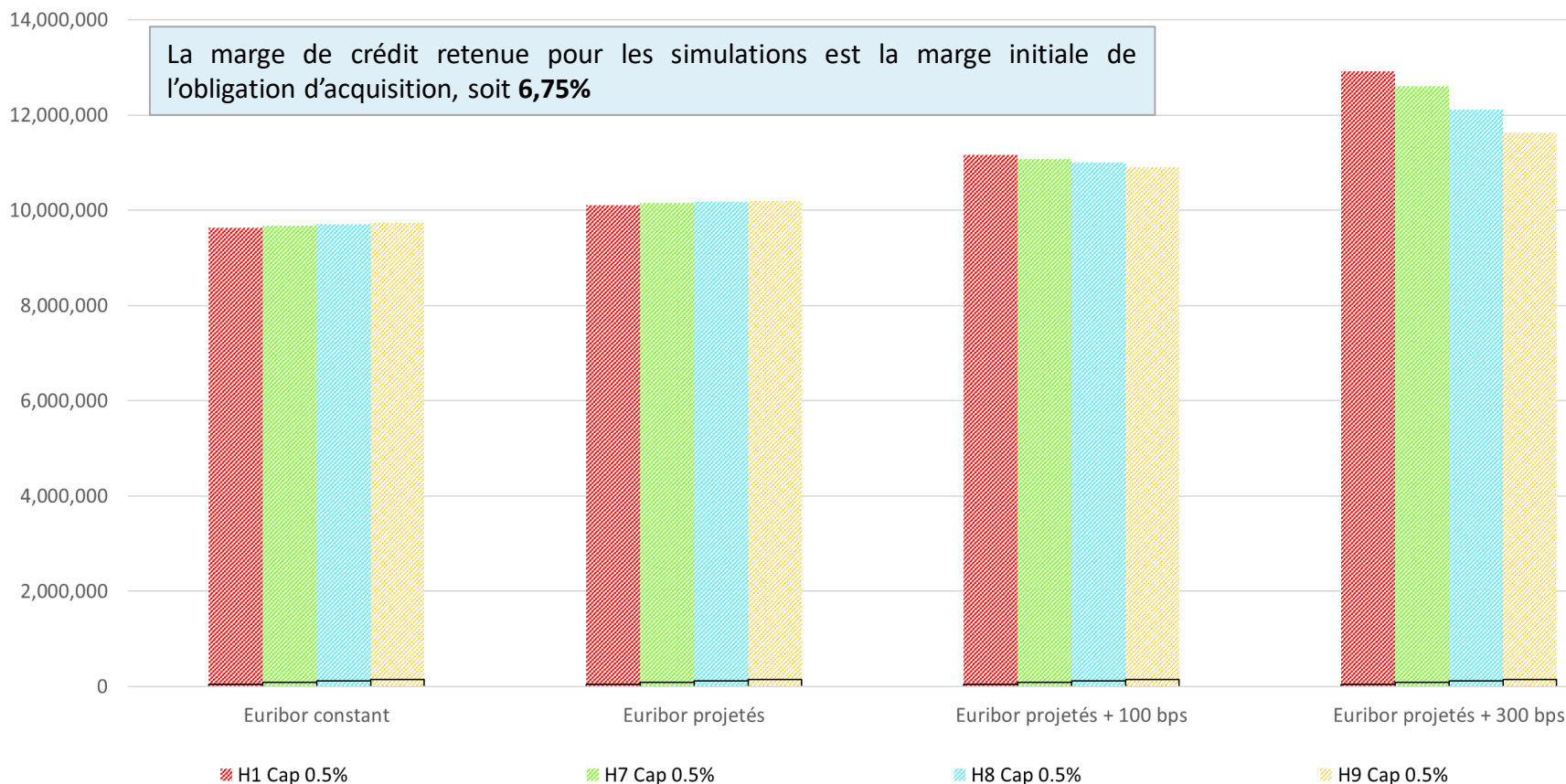
STRATEGIE H9



Détail des frais financiers selon la courbe des Euribor projetés +3%

	Total intérêts Financement	Coût de la couverture	Intérêts générés par le Cap	Total frais financiers par année
H1				
2019	1,777,848	8,371	-199,959	1,586,261
2020	1,937,110	11,223	-277,766	1,670,567
2021	1,970,492	11,192	-300,212	1,681,472
2022	2,018,054	11,192	-328,749	1,700,497
2023	2,069,149	2,821	-87,588	1,984,382
2024	2,126,567	0	0	2,126,567
2025	2,169,514	0	0	2,169,514
		44,800		12,919,260
H7				
2019	1,777,848	13,515	-199,959	1,591,405
2020	1,937,110	18,120	-277,766	1,677,464
2021	1,970,492	18,070	-300,212	1,688,350
2022	2,018,054	18,070	-328,749	1,707,375
2023	2,069,149	18,070	-359,406	1,727,813
2024	2,126,567	4,555	-95,520	2,035,601
2025	2,169,514	0	0	2,169,514
		90,400		12,597,522
H8				
2019	1,777,848	17,956	-266,612	1,529,192
2020	1,937,110	24,073	-370,355	1,590,828
2021	1,970,492	24,007	-400,282	1,594,216
2022	2,018,054	24,007	-438,332	1,603,729
2023	2,069,149	24,007	-479,208	1,613,948
2024	2,126,567	6,051	-127,361	2,005,257
2025	2,169,514	0	0	2,169,514
		120,100		12,106,684
H9				
2019	1,777,848	22,426	-333,265	1,467,009
2020	1,937,110	30,066	-462,943	1,504,232
2021	1,970,492	29,984	-500,353	1,500,122
2022	2,018,054	29,984	-547,915	1,500,122
2023	2,069,149	29,984	-599,010	1,500,122
2024	2,126,567	7,558	-159,201	1,974,924
2025	2,169,514	0	0	2,169,514
		150,000		11,616,047

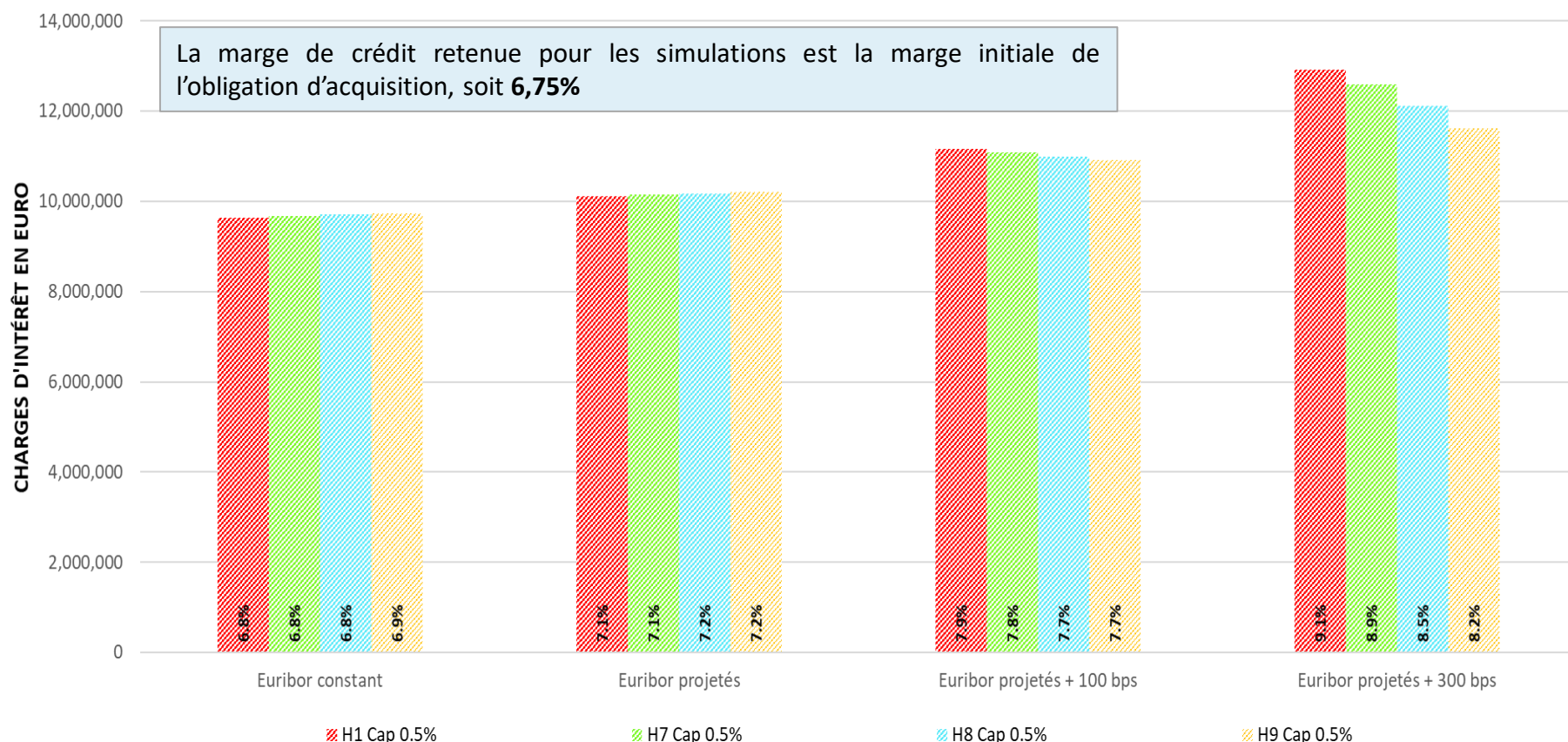
Synthèse simulation frais financiers (sur la totalité de la dette, y compris coût des couvertures)



Cap 0.5%	STRATEGIE H1	STRATEGIE H7	STRATEGIE H8	STRATEGIE H9
Euribor constant	9,633,550	9,679,150	9,708,850	9,738,750
Euribor projetés	10,105,828	10,146,326	10,174,325	10,202,524
Euribor projetés + 100 bps	11,154,371	11,075,966	10,990,907	10,906,047
Euribor projetés + 300 bps	12,919,260	12,597,522	12,106,684	11,616,047

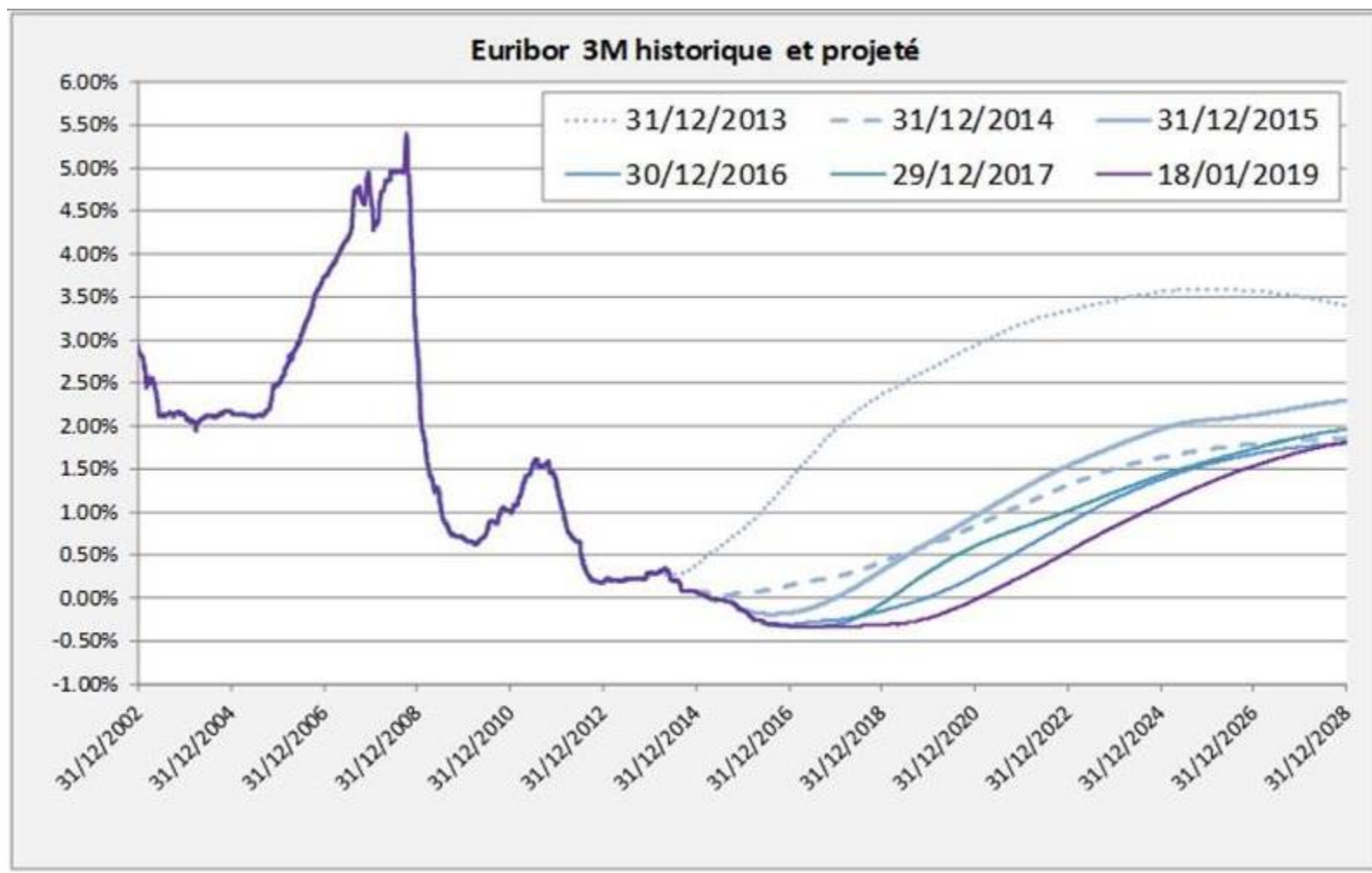
Synthèse simulation frais financiers (sur la totalité de la dette, y compris coût des couvertures)

La marge de crédit retenue pour les simulations est la marge initiale de l'obligation d'acquisition, soit **6,75%**



Cap 0.5%	STRATEGIE H1	STRATEGIE H7	STRATEGIE H8	STRATEGIE H9
Euribor constant	9,633,550	9,679,150	9,708,850	9,738,750
Euribor projetés	10,105,828	10,146,326	10,174,325	10,202,524
Euribor projetés + 100 bps	11,154,371	11,075,966	10,990,907	10,906,047
Euribor projetés + 300 bps	12,919,260	12,597,522	12,106,684	11,616,047

Fixing	Début	Fin	Paielement	Obligation Acq		TOTAL DETTE	H1 : OBLIGATION DE COUVERTURE	H7	H8	H9
				Amort.	CRD					
23/10/2018	25/10/2018	25/01/2019	25/01/2019	0	20,000,000	20,000,000	0	0	0	0
23/01/2019	25/01/2019	25/04/2019	25/04/2019	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
23/04/2019	25/04/2019	25/07/2019	25/07/2019	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
23/07/2019	25/07/2019	25/10/2019	25/10/2019	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
23/10/2019	25/10/2019	27/01/2020	27/01/2020	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
23/01/2020	27/01/2020	27/04/2020	27/04/2020	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
23/04/2020	27/04/2020	27/07/2020	27/07/2020	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
23/07/2020	27/07/2020	26/10/2020	26/10/2020	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
22/10/2020	26/10/2020	25/01/2021	25/01/2021	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
21/01/2021	25/01/2021	26/04/2021	26/04/2021	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
22/04/2021	26/04/2021	26/07/2021	26/07/2021	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
22/07/2021	26/07/2021	25/10/2021	25/10/2021	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
21/10/2021	25/10/2021	25/01/2022	25/01/2022	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
21/01/2022	25/01/2022	25/04/2022	25/04/2022	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
21/04/2022	25/04/2022	25/07/2022	25/07/2022	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
21/07/2022	25/07/2022	25/10/2022	25/10/2022	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
21/10/2022	25/10/2022	25/01/2023	25/01/2023	0	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	16,000,000	20,000,000
23/01/2023	25/01/2023	25/04/2023	25/04/2023	0	20,000,000	20,000,000	0	12,000,000	16,000,000	20,000,000
21/04/2023	25/04/2023	25/07/2023	25/07/2023	0	20,000,000	20,000,000	0	12,000,000	16,000,000	20,000,000
21/07/2023	25/07/2023	25/10/2023	25/10/2023	0	20,000,000	20,000,000	0	12,000,000	16,000,000	20,000,000
23/10/2023	25/10/2023	25/01/2024	25/01/2024	0	20,000,000	20,000,000	0	12,000,000	16,000,000	20,000,000
23/01/2024	25/01/2024	25/04/2024	25/04/2024	0	20,000,000	20,000,000	0	0	0	0
23/04/2024	25/04/2024	25/07/2024	25/07/2024	0	20,000,000	20,000,000	0	0	0	0
23/07/2024	25/07/2024	25/10/2024	25/10/2024	0	20,000,000	20,000,000	0	0	0	0
23/10/2024	25/10/2024	27/01/2025	27/01/2025	0	20,000,000	20,000,000	0	0	0	0
23/01/2025	27/01/2025	25/04/2025	25/04/2025	0	20,000,000	20,000,000	0	0	0	0
23/04/2025	25/04/2025	25/07/2025	25/07/2025	0	20,000,000	20,000,000	0	0	0	0
23/07/2025	25/07/2025	27/10/2025	27/10/2025	0	20,000,000	20,000,000	0	0	0	0
23/10/2025	25/10/2025	27/01/2026	27/01/2026	20,000,000	0	0	0	0	0	0



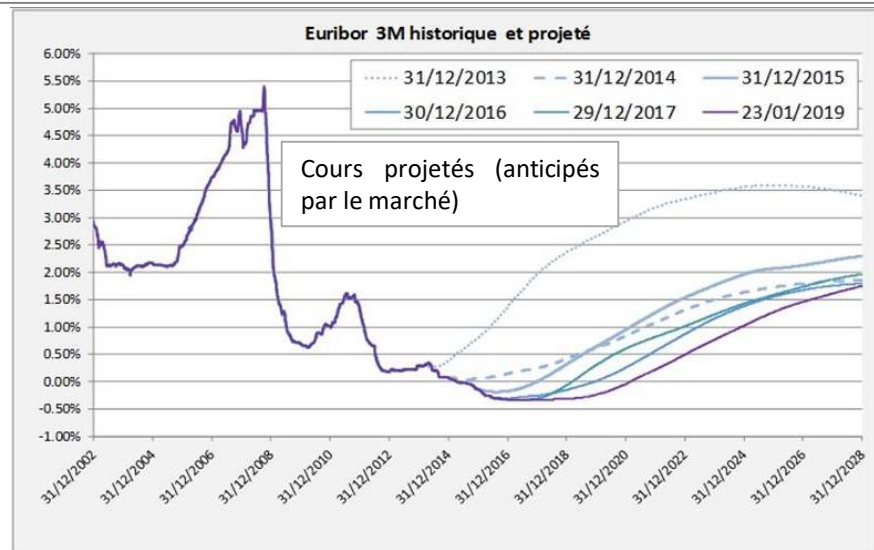
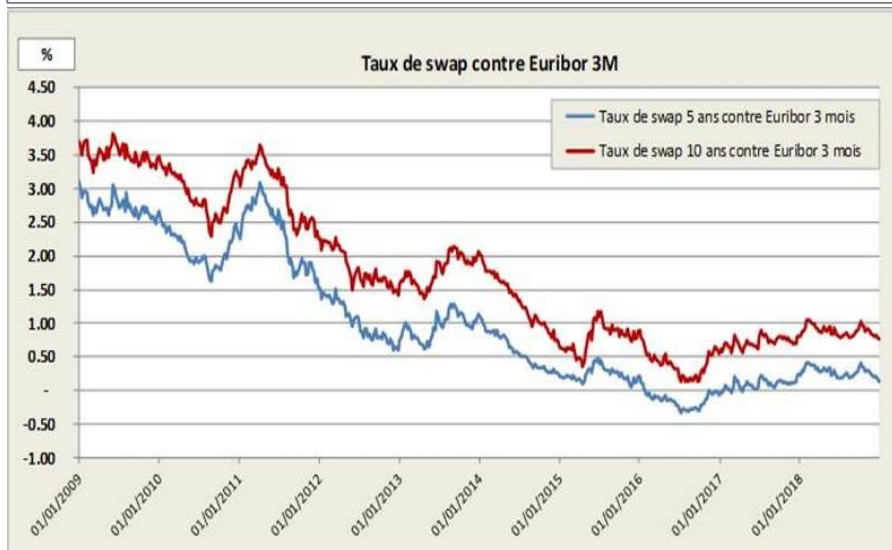
Les **taux euro à court et moyen terme sont sur leurs plus bas niveaux historiques** du fait de la faiblesse persistante de la croissance et des actions « quantitatives » de nombreuses banques centrales, dont la BCE, pour tenter de relancer l'inflation: taux monétaires négatifs, rachats massifs d'obligations pour faire baisser les taux fixés par l'offre et la demande et injections de liquidités pour favoriser les prêts.

En conséquence:

- l'Euribor 3 mois projeté est négatif jusqu'à 2021;
- les taux de swap sont négatifs jusqu'à une maturité supérieure à 3 ans.

Face à ces taux négatifs, qui doivent normalement se répercuter sur les prêts au bénéfice des emprunteurs, qui devraient toucher des intérêts sur les montants empruntés, **les banques ont instauré un plancher (« floor ») sur la rémunération de leurs financements.**

Or, ces **planchers annihilent l'efficacité des swaps (et des tunnels/collars)** qui ne sont pas prévus pour répliquer cette situation de taux variables négatifs (cf informations ci-après).



Une vidéo détaillant ce souci est visible sur le blog de KERIUS Finance [en cliquant ici](#).

Le contrat de financement prévoit que l'Euribor ne peut pas être négatif, donc que la banque ne paiera pas d'intérêts à l'emprunteur.

Or, un swap de taux qui permet de fixer le taux d'une dette est un contrat par lequel l'entreprise s'engage à:

- recevoir un taux variable sur le montant de la dette couverte (pour annuler celui du financement)
- payer un taux fixe sur le même montant.

Une couverture par swap classique, qui ne réplique pas ce plancher, c'est-à-dire dont la « jambe » variable n'inclurait pas également un plancher, présente deux inconvénients:

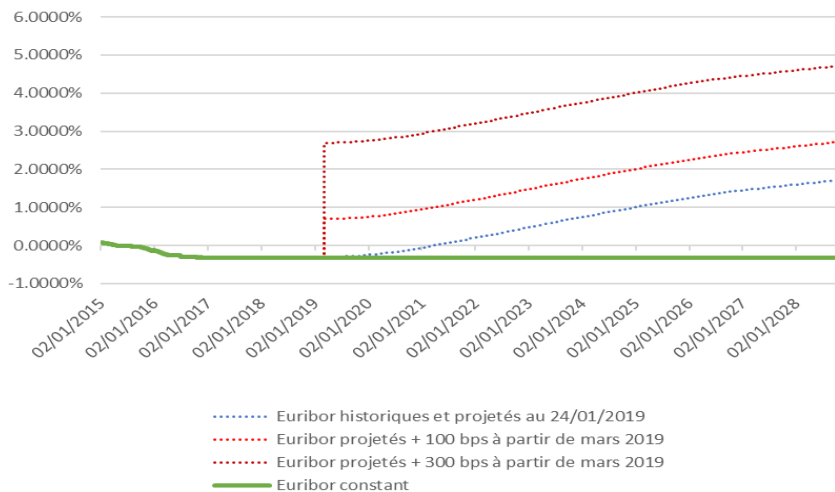
- Pas de plafonnement du taux de financement global: le taux Euribor négatif s'ajoute au taux fixe à payer par l'entreprise.
- Problème potentiel pour l'application de la comptabilité de couverture: si les couvertures ne sont plus considérées comme efficaces par les CAC du fait de ce déplafonnement du taux de financement, l'intégralité des variations de valorisation (mark to market) des swaps sera enregistrée en résultat financier (autrement dit, pas différé dans le temps).

Un problème similaire se présente avec le collar: le plancher du collar double le plancher du financement. En cas de taux négatifs, il induit une perte qui accroît les frais financiers au-delà du taux plafond (cap).

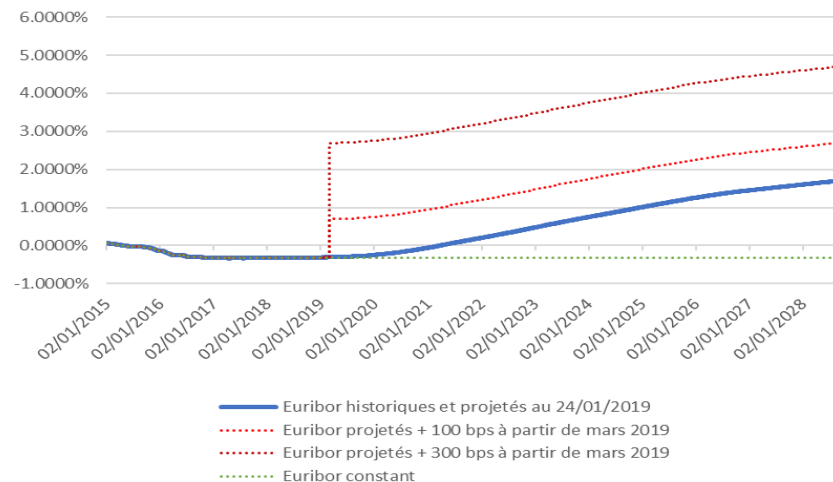
Solutions techniques:

- Inclure dans le swap un plancher répliquant celui du financement, mais cela a un coût. Cf simulations.
- Opter pour une couverture par cap (plafond), qui ne peut générer de valorisation négative en cas de taux négatifs.

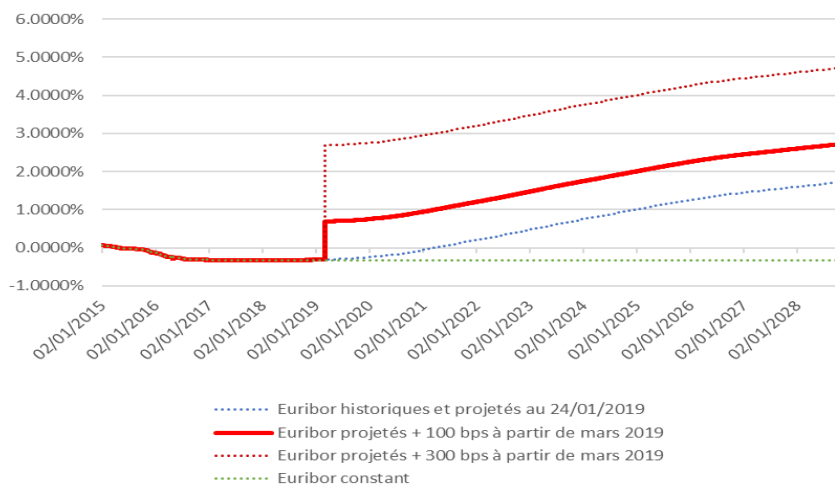
Euribor constant



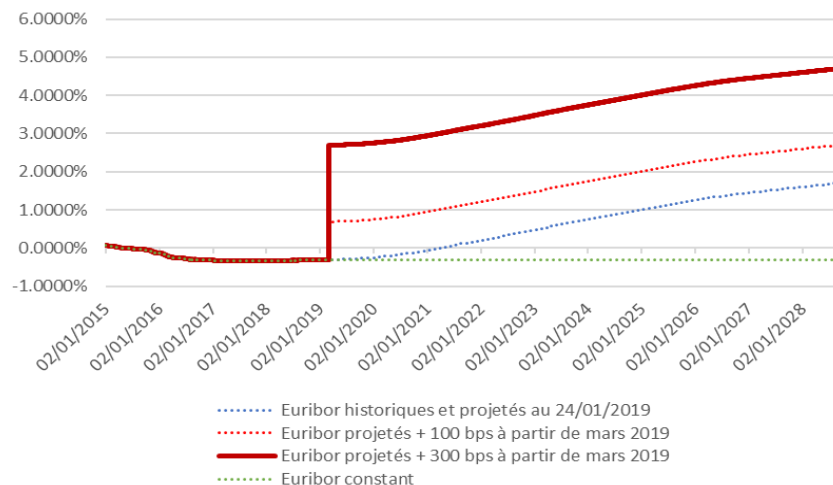
Courbe des Euribor projetés



Courbe des Euribor projetés + 100 bps



Courbe des Euribor projetés + 300 bps



Financement**CONTRAT DE SOUSCRIPTION**

relatif à une émission de 200 obligations à bons de souscription d'actions à émettre par Parella
Strategy d'un montant initial en principal total de **20.000.000€**

LE 25 OCTOBRE 2018

PARELLA STRATEGY
en qualité d'Emetteur

IDINVEST PARTNERS
en qualité d'Arrangeur Mandaté

IDINVEST PARTNERS
en qualité d'Agent des Souscripteurs
et

LES PERSONNES ET ENTITÉS énumérées en Annexe 1
en qualité de Souscripteurs Initiaux

Financement

ANNEXE 1

LES SOUSCRIPTEURS INITIAUX

Souscripteur Initial	Engagements (€)
IPD IV Holdco S.à.r.l. , société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois dont le siège social est situé 5 allée Scheffer, L-2520 Luxembourg (Gran-Duché du Luxembourg) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B 211 177.	10.500.000
FCPR Idinvest Private Value Europe II , fond commun de placements à risques régi par les articles L. 214-28 et L. 214-29 du Code monétaire et financier, représenté par sa société de gestion, Idinvest Partners , société anonyme dont le siège social est situé 117 avenue des Champs-Élysées, 75008 Paris (France), agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le numéro GP97-123 et immatriculée sous le numéro 414 735 175 RCS Paris.	4.500.000
FCPR Idinvest Private Value Europe 3 , fond commun de placements à risques régi par les articles L. 214-28 et L. 214-29 du Code monétaire et financier, représenté par sa société de gestion, Idinvest Partners , société anonyme dont le siège social est situé 117 avenue des Champs-Élysées, 75008 Paris (France), agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le numéro GP97-123 et immatriculée sous le numéro 414 735 175 RCS Paris.	5.000.000
Engagements Totaux	20.000.000

Financement

Date de Maturité désigne la date tombant 7 ans après la Date d'Emission.

Dates de Paiement d'Intérêts désigne le dernier jour de toute Période d'Intérêts Cash.

Date de Signature désigne la date de signature du Contrat de Souscription.

(b) Taux des Banques de Référence

Si aucun Taux Ecran n'est disponible pour l'EURIBOR pour la Période d'Intérêts Cash considérée et il n'est pas possible de calculer le Taux Ecran Interpolé, l'EURIBOR applicable doit être le Taux des Banques de Référence à la Date de Détermination du Taux à 11 :00 a.m. (heure de Bruxelles) pour une période égale en durée à la Période d'Intérêts Cash.

EURIBOR désigne, pour ce qui concerne toute Emission :

- (a) le Taux Ecran applicable à la Date de Détermination du Taux à 11h00 (heure de Bruxelles) pour l'euro et pour une période égale en durée à celle de la Période d'Intérêts de cette Emission ; ou
 - (b) à défaut, le taux déterminé conformément à la Clause 17.6 (Indisponibilité du Taux Ecran),
- et si, dans les deux cas, ce taux est inférieur à zéro, l'EURIBOR sera réputé être égal à zéro.

Date de Détermination du Taux désigne, s'agissant d'une période pour laquelle un taux d'intérêt doit être fixé, deux (2) Jours TARGET précédant le premier jour de cette période, (sauf usage différent du marché interbancaire européen, auquel cas le Représentant de la Masse se conformera aux usages de ce marché pour retenir la Date de Détermination du Taux (et si la détermination d'un taux est habituellement donnée à des jours différents, le Représentant de la Masse retiendra comme Date de Détermination du Taux le dernier de ces jours)).

Financement

Ratio de Levier (RL)	Marge Cash (% l'an)
$4,00x \leq RL$	7,00 % l'an
$2,00x < RL < 4,00x$	6,75 % l'an
$RL < 2,00x$	6,25 % l'an

étant précisé en outre :

8. INTERETS

8.1 Période d'Intérêts Cash

- (a) La période comprise entre la Date d'Emission et la Date de Maturité Finale est divisée en Périodes d'Intérêts Cash successives d'une période de 3 ou 6 mois chacune, au choix de l'Emetteur, étant précisé que la dernière Période d'Intérêts Cash prendra fin à la Date de Maturité. La durée de chaque Période d'Intérêts Cash devra être notifiée par l'Emetteur au Représentant de la Masse au plus tard à 11h00, 5 Jours Ouvrables avant le dernier jour de la Période d'Intérêts Cash en cours (ou tout autre délai plus court agréé par la Majorité des Obligataires) et étant précisé qu'il ne pourra y avoir qu'un nombre entier de Périodes d'Intérêts Cash au sein d'une Période d'Intérêts Capitalisés donnée. A défaut de choix exprimé par l'Emetteur dans les conditions du présent paragraphe, la durée des Périodes d'Intérêts Cash sera de 6 mois.
- (b) Chaque Période d'Intérêts Cash commencera le jour suivant le dernier jour de la Période d'Intérêts Cash immédiatement précédente.

Financement

8.3

Toggle

- (a) Par exception aux stipulations des Clauses 8.1 (Période d'Intérêts Cash) et 8.2 (Calcul des Intérêts Cash), par notification au Représentant de la Masse au moins 5 Jours Ouvrables avant la fin de la Période d'Intérêts Cash en cours, l'Emetteur pourra décider qu'une fraction des Intérêts Cash échus au titre de ladite Période d'Intérêts Cash correspondant à la fraction de la Marge Cash égale à 2,50% l'an seront payables à la Date de Maturité (sous réserve du paragraphe suivant), auquel cas ces Intérêts Cash seront capitalisés à la prochaine date anniversaire du premier jour de ladite Période d'Intérêts Cash et seront dès lors incorporé au Montant Principal des Obligations Acquisition qui sera alors réputé augmenté à due concurrence et porteront des Intérêts Cash et des Intérêts Capitalisés par la suite conformément aux dispositions de l'article 1343-2 du Code civil.
- (b) Tout Intérêt Cash qui n'a pas encore été incorporé au Montant Principal conformément aux stipulations du paragraphe (a) ci-dessus sera immédiatement exigible en espèces en cas de remboursement d'une Obligation Acquisition sur laquelle cet intérêt a couru conformément aux stipulations de la Clause 9 (Amortissement des Obligations Acquisition) ou à la date à laquelle toutes sommes dues au titre des Obligations Acquisition sont déclarées immédiatement exigibles conformément aux stipulations de la Clause 13.2 (Conséquences de la survenance d'un Cas de Défaut).

Financement

8.4 Intérêts Capitalisés

- (a) Sous réserve des stipulations de la Clause 8.6 (Inverse Toggle), les Obligations Acquisition porteront par ailleurs intérêts capitalisés (les **Intérêts Capitalisés**) au Taux d'Intérêts Capitalisés.
- (b) Les Intérêts Capitalisés seront calculés au Taux d'Intérêt Capitalisé pour chaque Obligation Acquisition pour chaque Période d'Intérêts Capitalisés, et la somme des Intérêts Capitalisés courus et exigibles au titre de chaque Obligation Acquisition pendant une Période d'Intérêts Capitalisés sera incorporée au nominal de chaque Obligation Acquisition conformément aux stipulations du paragraphe (d) ci-dessous.
- (c) Les Intérêts Capitalisés pour chaque Obligation Acquisition seront calculés au jour le jour pour chaque Période d'Intérêts Capitalisés à compter (et en ce inclus) du premier jour de la Période d'Intérêts Capitalisés en appliquant la formule ci-après :

$$IC = \frac{MP \times (\text{Taux d'Intérêts Capitalisés})}{360}$$

où :

IC désigne le montant de l'Intérêt Capitalisé pour le jour concerné ;

MP désigne le Montant Principal de cette Obligation Acquisition au jour concerné ;

Taux d'Intérêts Capitalisés désigne le Taux d'Intérêts Capitalisé.

Financement

8.5 Période d'Intérêts Capitalisés

- (a) Chaque Période d'Intérêts Capitalisés commencera à une date anniversaire (incluse) de la Date d'Emission (autre que la première Période d'Intérêts Capitalisés qui commencera à la Date d'Emission) et se terminera à la date anniversaire suivante (exclue) de la Date d'Emission.
- (b) Nonobstant ce qui précède, la dernière Période d'Intérêts Capitalisés prendra fin à la Date de Maturité.

8.6 Inverse Toggle

Par exception aux stipulations de la Clause 8.4 (Intérêts Capitalisés) et 8.5 (Période d'Intérêts Capitalisés), par notification au Représentant de la Masse au moins 5 Jours Ouvrables avant la fin de la Période d'Intérêts Capitalisés en cours, l'Emetteur pourra décider de payer en numéraire le dernier jour de ladite Période d'Intérêts Capitalisés au plus 50% des Intérêts Capitalisés courus durant la Période d'Intérêts Capitalisés considérée.

Obligation de couverture

Banque(s) de Couverture désigne tout établissement de crédit (i) sélectionné par l'Emetteur en qualité de contrepartie à un ou plusieurs Contrats de Couverture et (ii) partie au Contrat Intercréanciers en qualité de Contrepartie de Couverture conformément aux stipulations du Contrat Intercréanciers.

Contrat(s) de Couverture désigne le (ou les) contrat(s) de couverture des risques de taux (conforme(s) aux normes ISDA ou FBF) devant être conclus ou renouvelés conformément aux stipulations de la Clause 11.4 (Couverture des risques de taux).

11.4 Couverture des risques de taux

L'Emetteur s'engage à conclure avec la (ou les) Banque(s) de Couverture, au plus tard cent vingt (120) jours après la Date d'Emission, un ou plusieurs Contrat(s) de Couverture (en ce compris sous forme de *cap*) couvrant au minimum soixante pour cent (60%) du Montant Principal des Obligations Acquisition pour une durée minimale de quatre (4) ans contre les conséquences d'une hausse de l'EURIBOR de plus de 1% par rapport à sa valeur à la Date d'Emission.

Obligation de couverture

4.8 Modifications et Renonciations : Contrats de Couverture

- (a) Sous réserve du paragraphe (b) ci-dessous, les Contreparties de Couverture ne peuvent, à aucun moment, modifier ou renoncer à une quelconque stipulation des Contrats de Couverture.
- (b) Une Contrepatrie de Couverture peut modifier ou renoncer à une quelconque stipulation d'un Contrat de Couverture conformément aux termes de ce Contrat de Couverture si :
 - (i) l'accord préalable de la Majorité des Créanciers Prioritaires est obtenu ; ou
 - (ii) cet amendement ou cette renonciation ne viole aucune stipulation du présent Contrat ; et, dans chaque cas,
 - (iii) cet amendement ou cette renonciation n'entraîne pas une violation de la clause 11.4 (Couverture des risques de taux) des Termes et Conditions.

4.9 Actions en Réalisation Interdites au Titre des Contrats de Couverture

Sous réserve des Articles 4.10 (Réalisation Autorisée : les Contreparties de Couverture) et 4.11 (Résiliation Nécessaire : les Contreparties de Couverture) et sans préjudice des droits de chaque Contrepatrie de Couverture au titre des Articles 9.1 (Instructions de Réalisation) et 9.2 (Méthode de Réalisation), les Contreparties de Couverture ne pourront entreprendre aucune Action en Réalisation relative à toute Dette de Couverture ou à toute transaction de couverture au titre d'un quelconque des Contrats de Couverture à aucun moment.

4.10 Réalisation Autorisée : les Contreparties de Couverture

- (a) A condition qu'elle soit habilitée à le faire au titre du Contrat de Couverture concerné, une Contrepatrie de Couverture peut résilier ou liquider tout ou partie de toute transaction de couverture au titre de ce Contrat de Couverture avant sa date d'échéance, telle que convenue au titre du Contrat de Couverture :
 - (i) si, avant un Événement Distress, la Société a certifié à cette Contrepatrie de Couverture que cette résiliation ou liquidation n'entraînerait pas une violation de la clause 11.4 (Couverture des risques de taux) des Termes et Conditions ;
 - (ii) si un Événement Distress survient ;

- (A) en relation avec un Contrat de Couverture fondé sur la Convention-Cadre ISDA 1992 :
 - I. une **Illégalité (Illegality)**, Modification de la Fiscalité (*Tax Event*) ou Modification de la Fiscalité Suite à une Fusion (*Tax Event Upon Merger*) (tel que chacun de ces termes en langue anglaise est défini dans la Convention-Cadre ISDA 1992) ; ou
 - II. un événement dont la signification et les effets sont similaires à un Événement de Force Majeure (tel que ce terme est défini dans le paragraphe (B) ci-dessous),
 est survenu relativement à ce Contrat de Couverture ;
 - (B) en rapport avec un Contrat de Couverture qui est fondé sur la Convention-Cadre ISDA 2002, une **Illégalité (Illegality)**, Modification de la Fiscalité (*Tax Event*), Modification de la Fiscalité Suite à une Fusion (*Tax Event Upon Merger*) ou un Événement de Force Majeure (tel que chacun des termes en langue anglaise est défini dans la Convention-Cadre ISDA 2002) est survenu relativement à ce Contrat de Couverture ; ou
 - (C) en rapport avec un Contrat de Couverture qui n'est pas fondé sur une Convention-Cadre ISDA (et notamment qui est fondé sur une Convention-Cadre FBF), tout événement dont la signification et les effets sont similaires à l'un des événements décrits aux paragraphes (A) ou (B) ci-dessus est survenu au titre et relativement à ce Contrat de Couverture ;
 - (iv) si un **Cas de Défaut** est survenu au titre de la clause 13.1(h) (Insolvabilité) ou au titre de la clause 13.1(i) (Procédures Collectives) des Termes et Conditions relativement à la Société ;
 - (v) si la **Majorité des Créanciers Prioritaires** donnent leur accord à la mise en œuvre de la résiliation ou de la liquidation ;
 - (vi) à condition que cette résiliation ou liquidation soit requise aux termes de l'Article 4.14(c) (Montant Total Couvert au Titre du Taux d'Intérêt).
-) Si la Société n'a pas effectué un quelconque Paiement exigible au titre d'un Contrat de Couverture (après l'expiration de tout délai notifié ou période de grâce) et que le défaut perdure plus de 21 jours après la notification de ce défaut par l'Agent des Sûretés conformément à l'Article 18.3(e) (Notification de Certains Événements), la Contrepatrie de Couverture concernée :

Obligation de couverture

4.11 Résiliation Nécessaire : les Contreparties de Couverture

- (a) Sous réserve des stipulations du paragraphe (b) ci-dessous, une Contrepatrie de Couverture résiliera ou liquidera en totalité toute transaction de couverture au titre de la totalité ou de certains Contrats de Couverture auxquels elle est partie avant leur échéance normale, et ce, immédiatement après :
 - (i) la survenance d'un Cas de Défaut Déclaré et la réception par elle de la notification par l'Agent des Sûretés de la survenance d'un Cas de Défaut Déclaré ; et
 - (ii) la réception par elle de toute notification subséquente par l'Agent des Sûretés (agissant sur instruction de la Majorité des Créanciers Prioritaires) lui donnant instruction de procéder ainsi.
- (b) Le paragraphe (a) ci-dessus ne s'appliquera pas dans l'hypothèse où le Cas de Défaut Déclaré serait survenu uniquement à la suite d'un accord ou d'un arrangement entre la Société et un ou plusieurs Créanciers Prioritaires conclu en vue de faire naître ce Cas de Défaut Déclaré.
- (c) Si une Contrepatrie de Couverture peut résilier ou liquider toute transaction de couverture au titre de l'Article 4.10(b) (Réalisation Autorisée : les Contreparties de Couverture) (ou aurait pu le faire si cette Contrepatrie de Couverture avait transmis la notification visée dans ce même Article) mais n'a pas résilié ou liquidé cette transaction, cette Contrepatrie de Couverture pourra résilier ou liquider en totalité chacune de ces transactions de couverture, immédiatement après la demande de le faire adressée par l'Agent des Sûretés (agissant sur instruction de la Majorité des Créanciers Prioritaires).

4.12 Traitement des Paiements à la Société lors de la Résiliation des Transactions de Couverture

- (a) Si, lors de la résiliation de toute transaction de couverture au titre d'un quelconque Contrat de Couverture survenant à la suite d'un Événement Distress, un montant exigible ou toute autre montant (à la suite de l'application de toute Résiliation-Compensation, Compensation des Paiements ou Compensation Croisée relative à ce Contrat de Couverture) est dû et doit être réglé par cette Contrepatrie de Couverture à la Société, ce montant sera alors payé par cette Contrepatrie de Couverture à l'Agent des Sûretés et traité comme produit de réalisation des Sûretés de l'Opération et réparti conformément aux termes du présent Contrat.
- (b) Le paiement de ce montant par la Contrepatrie de Couverture à l'Agent des Sûretés conformément au paragraphe (a) ci-dessus libérera la Contrepatrie de Couverture de son obligation de payer ce montant à la Société.

4.14 Montant Total Couvert au Titre du Taux d'Intérêt

- (a) La Société fera en sorte qu'à tout moment le Montant Total Couvert au titre du Taux d'Intérêt ne soit pas supérieur au Montant Total Couvert au titre du Taux d'Intérêt Autorisé.
- (b) Sous réserve du paragraphe (a) ci-dessus, si le Montant Total Couvert au titre du Taux d'Intérêt est inférieur au Montant Total Couvert au titre du Taux d'Intérêt Autorisé, la Société peut (sous réserve toutefois de la clause 11.4 (Couverture des risques de taux) des Termes et Conditions) mais n'aura pas d'obligation de conclure de contrats de couverture supplémentaires afin d'augmenter le Montant Total Couvert au titre du Taux d'Intérêt.
- (c) Si une réduction du Montant Principal des Obligations entraîne un Excès de Couverture du Taux d'Intérêt le jour où cette réduction devient effective conformément aux stipulations des Termes et Conditions, la Société devra réduire chaque Montant Total Couvert d'une Contrepatrie de Couverture de la Proportion de Taux d'Intérêt Couvert de la Contrepatrie de Couverture concernée de cet Excès de Couverture du Taux d'Intérêt en résiliant ou liquidant toute(s) transaction(s) de couverture concernée(s) en totalité ou en partie, selon le cas.
- (d) La Société paiera à cette Contrepatrie de Couverture (conformément au Contrat de Couverture concerné) un montant égal à la somme de tous paiements (le cas échéant) devenus exigibles et devant être effectués à une Contrepatrie de Couverture au titre du (ou des) Contrat(s) de Couverture concerné(s) à la suite de toute action visée au paragraphe (c) ci-dessus.
- (e) Chaque Contrepatrie de Couverture coopérera à la procédure décrite au paragraphe (c) ci-dessus et paiera (conformément au(x) Contrat(s) de Couverture concerné(s)) tout montant devant être payé par elle au titre du(des) Contrat(s) de Couverture concerné(s) à la Société résultant de l'action décrite au paragraphe (c) ci-dessus.

5. DETTES À L'ÉGARD DES INVESTISSEURS

Une vidéo détaillant ce souci est visible sur le blog de KERIUS Finance [en cliquant ici](#).

Le contrat de financement prévoit que l'Euribor ne peut pas être négatif, donc que la banque ne paiera pas d'intérêts à l'emprunteur.

Or, un swap de taux qui permet de fixer le taux d'une dette est un contrat par lequel l'entreprise s'engage à :

- recevoir un taux variable sur le montant de la dette couverte (pour annuler celui du financement)
- payer un taux fixe sur le même montant.

Une couverture par swap classique, qui ne réplique pas ce plancher, c'est-à-dire dont la « jambe » variable n'inclurait pas également un plancher, présente deux inconvénients :

- Pas de plafonnement du taux de financement global: le taux Euribor négatif s'ajoute au taux fixe à payer par l'entreprise.
- Problème potentiel pour l'application de la comptabilité de couverture: si les couvertures ne sont plus considérées comme efficaces par les CAC du fait de ce déplafonnement du taux de financement, l'intégralité des variations de valorisation (mark to market) des swaps sera enregistrée en résultat financier (autrement dit, pas différé dans le temps).

Un problème similaire se présente avec le collar: le plancher du collar double le plancher du financement. En cas de taux négatifs, il induit une perte qui accroît les frais financiers au-delà du taux plafond (cap).

Solutions techniques:

- Inclure dans le swap un plancher répliquant celui du financement, mais cela a un coût. Cf simulations.
- Opter pour une couverture par cap (plafond), qui ne peut générer de valorisation négative en cas de taux négatifs.

Différents types de couvertures

Swap de taux (payeur de taux fixe contre variable): Engagement ferme de payer un flux à taux fixe à une fréquence et pendant une durée déterminée, en échange d'un flux reçu correspondant au taux variable. La périodicité de l'indice de taux variable détermine le nombre de paiements par année. Le net des deux flux peut être positif ou négatif à chaque période.

Avantages:

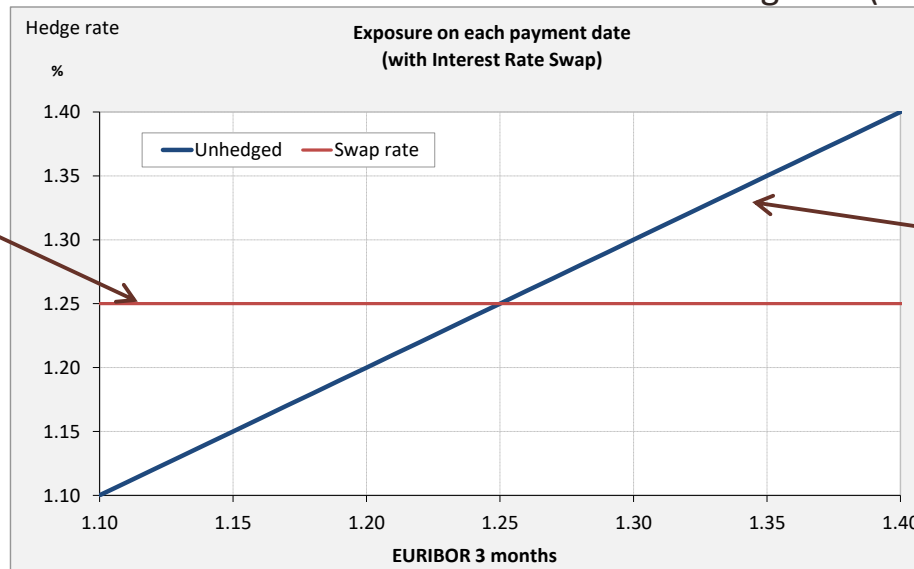
- Coût nul (pas de prime à payer)
- Les charges financières sont connues à l'avance

Inconvénients:

- Aucune opportunité de profiter de mouvements favorables des taux;
 - Risque de perte illimitée en cas de déboucement anticipé.
- Produit simple mais risqué en cas de réduction de l'exposition sous-jacente (réduction de dette par ex.) ou de déboucement de la couverture dans un scénario de valorisation négative (mark to market).

A réserver à la partie incompressible de l'exposition (risque de valorisation négative).

Produit qui ne garantit plus un taux de financement dans un contexte de taux négatifs pour un financement dont l'indice (Euribor ou autre) est « flooré »



Taux figé par le swap

Taux variable sous-jacent non couvert

Graphique illustratif: données non actualisées

Différents types de couvertures

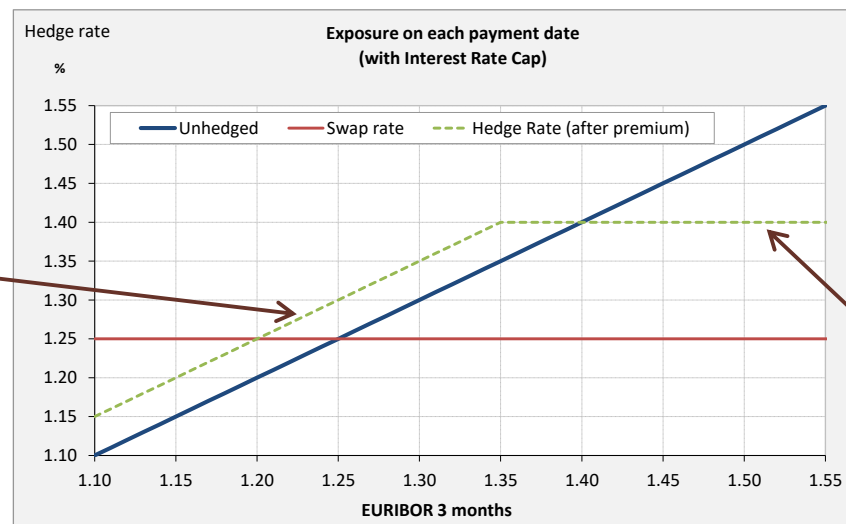
Achat de cap de taux: Droit de recevoir un flux si l'indice de taux sous-jacent (couvert) est supérieur au cours d'exercice du cap (strike). Le flux reçu correspondra alors à la différence entre le taux variable et le taux fixe, multiplié par le notional. Dans le cadre d'un financement, ce flux a pour effet d'annuler ce qui aurait dû être payé sur le sous-jacent au-delà du cours d'exercice du cap.

Avantages:

- Opportunité de profiter d'un taux bas si celui-ci reste inférieur au cours d'exercice du cap;
- Flexibilité totale pour revendre la couverture en cas de modification du sous-jacent;
- Aucun risque de perte au delà de la prime payée.

Inconvénients:

- Prime à payer: dépend des caractéristiques de l'option (montant, durée, cours d'exercice plus ou moins favorable...)



Le cap permet de profiter de mouvements favorables à la baisse

Graphique illustratif: données non actualisées

Taux maximum garanti par le cap (protection)

Différents types de couvertures

Tunnels / collars d'options:

Mix d'options achetées (cap) et vendues (floor) qui permet d'encadrer le taux de financement entre un plancher et un plafond. Entre ces seuils, le taux payé varie en fonction de l'indice Euribor.

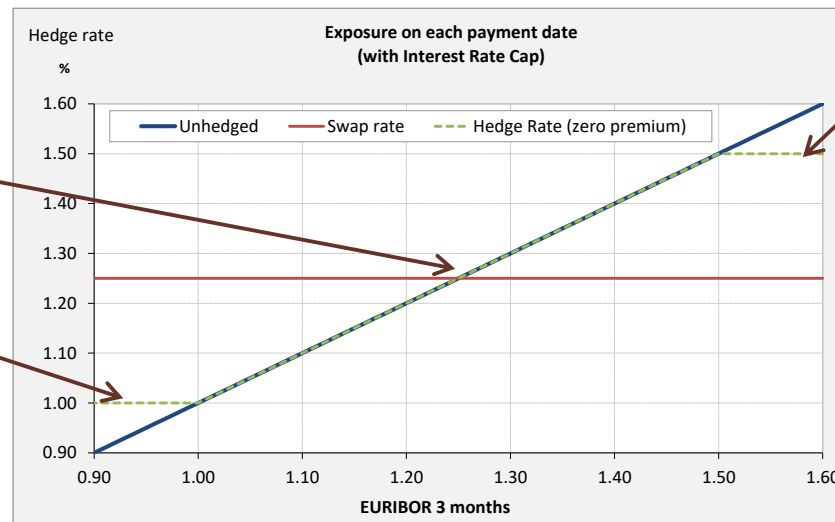
Avantages:

- Protection au delà du cours d'exercice du cap;
- Opportunité de profiter d'une baisse de l'indice jusqu'au niveau du floor (plancher);
- Financement de l'option achetée par l'option vendue;

**A réserver à la
partie
incompressible
de l'exposition.**

Inconvénients:

- Risque de perte en cas de déboucllement anticipé et de baisse des taux (comme pour un swap);



Tunnel à prime
nulle

Taux minimum payé
(floor)

Taux maximum payé
(cap)

Zone délimitée par
les deux cours
d'exercices au sein de
laquelle l'indice
variable varie
librement

Graphique
illustratif: données
non actualisées

Produit inintéressant dans les conditions de taux négatifs car le plancher reste trop proche de 0% indépendamment du niveau de plafond et le plafond n'est plus garanti si le financement est flooré (problème taux négatifs).

KERIUS Finance SAS
17 rue Dupin,
75006 Paris, France

Tel: +33 1 83 62 27 61

RC Paris: 520 300 948

Immatriculé au Registre Unique des Intermédiaires en Assurance, Banque et Finance (ORIAS) sous le n°13000716 au titre des activités de **Conseiller en Investissements Financiers**, enregistré auprès de l'Association Nationale des Conseils Financiers-CIF, association agréée par l'Autorité des Marchés Financiers .

KERIUS Finance Suisse SARL
Chemin de Blandonnet 2,
1214 Vernier - Genève, Suisse

Tel : + 41 22 566 40 52

RC Genève, numéro fédéral: CH-660-2330011-1

www.kerius-finance.com

Sébastien Rouzaire
s.rouzaire@kerius-finance.com

AVERTISSEMENT - DISCLAIMER

Ce document a été préparé à l'usage des services financiers du Client. Ce document ou son contenu ne doivent pas être communiqués ou diffusés en externe sans l'accord préalable écrit de KERIUS FINANCE .

Pour ce document, KERIUS FINANCE a été amenée à utiliser des informations et données chiffrées fournies par le Client. KERIUS FINANCE a pris ces données en compte sans réaliser de procédure d'audit et n'émettra en conséquence aucune opinion sur leur fiabilité. Ce document ne constitue pas une documentation contractuelle des transactions éventuellement décrites, ni une recommandation ou une sollicitation de mettre en place les transactions décrites. Tout Client intéressé par ce type de transactions ou procédure doit mener ses propres analyses pour vérifier l'adéquation à ses besoins, ainsi que les conséquences, notamment fiscales et comptables. Il lui appartient également de prendre les dispositions nécessaires à la mise en œuvre des décisions qu'il aura prises.

Ni KERIUS FINANCE ou ses administrateurs ou employés ne pourront être tenus responsables des conséquences de l'utilisation de ce document ou de la mise en place, totale ou partielle, par le client, des idées ou opérations décrites.

This document has been prepared for the Finance department of the Client. It must not be communicated or published externally without prior written consent of KERIUS FINANCE

For this document, KERIUS FINANCE used information and data provided by the Client. The Client agrees that KERIUS FINANCE took this information into account without auditing them or checking their accuracy and, as a consequence, without producing any opinion on their reliability. Please note that this document does not constitute a contractual documentation of the transactions or processes that may be described, nor a recommendation or solicitation to enter into the transactions or processes described herein. If the Client is interested in setting up this type of transactions or processes, the Client should conduct his own analysis of the suitability to his needs. The Client must also verify the consequences of his decisions, including accounting and fiscal aspects. The Client is also responsible for the implementation of his decisions.

Neither KERIUS FINANCE nor its directors and employees accept liability for any loss or damage resulting from the use of this document and expressly excludes all liability in respect of any implication of the described ideas or transactions on the Client's own specific particulars.