

Financement des entreprises : comparaison entre euro PP, US PP et Schuldschein

Pour faire face à leurs besoins de financement à venir, les ETI/PME peuvent se tourner vers les investisseurs longs comme les assureurs en recourant à l'euro PP, l'US PP ou le Schuldschein.



Par Hubert
de Vauplane,
avocat associé,



et Dana
Anagnostou,
avocat associé,
Kramer Levin

Au moment où la Place de Paris vient d'annoncer le lancement de l'euro PP, il peut s'avérer utile de comparer trois types de financement désintermédiés offerts aux ETI/PME françaises que sont l'euro PP, le US PP, et le Schuldschein. D'autant plus que les besoins de financement des entreprises françaises au cours des prochaines années s'avèrent colossaux. Selon Standard & Poor's, ce besoin s'élèverait à 800 milliards d'euros pour les seules ETI. Ce qui pourrait conduire ces entreprises à regarder au-delà des frontières pour la mise en place de leur financement, non seulement en termes de prêteurs mais aussi de format de financement.

Dans les trois cas, il s'agit de financements effectués par le secteur non bancaire vis-à-vis d'entreprises. C'est en ce sens que l'on parle de financement désintermédié. Si le marché des US PP comme celui du Schuldschein sont déjà anciens, tel n'est pas le cas de l'euro PP qui n'a que quelques mois d'existence.

Que ce soit pour l'euro PP, le US PP ou le Schuldschein, tous trois sont des formats qui s'adressent à des investisseurs institutionnels, assureurs généralement mais pas uniquement. Ce qui restreint les possibilités de cessions sur le marché secondaire à ce type d'investisseurs. Mais si l'US PP et l'euro PP fonctionnent au titre des dérogations au régime de l'offre au public, tel n'est pas le cas du Schuldschein. Cela tient à la nature juridique de ce format, qui emprunte à la fois au régime du prêt et à la forme obligataire, tout en n'étant pas juridiquement des obligations mais des prêts. Ce qui explique qu'ils ne peuvent pas être cotés sur un marché et que dès lors il n'y a pas de régime d'exception à l'offre au public. Inversement, le US PP est un «security», c'est-à-dire une valeur mobilière (bonds, notes, voire même equity) et ne peut pas

prendre la forme d'un prêt. De son côté, l'euro PP offre une grande souplesse entre un format obligataire et un format prêt.

Alors que l'US PP et le Schuldschein proposent des formats bien rodés et une documentation totalement standardisée, tel n'est pas le cas de l'euro PP. A ce jour, la charte prévoit une trame des modalités contractuelles d'une émission obligataire, et non un document standard «prêt à l'emploi». S'il est prévu un format «prêt», rien n'a encore à ce stade été proposé. Mais cette souplesse dans le choix de l'instrument ne va pas (encore ?) jusqu'à prévoir une standardisation de la documentation, laquelle se veut «neutre» entre la protection des intérêts des prêteurs et ceux de l'emprunteur.

En termes de présentation, le Schuldscheindarlehen comprend les documents suivants : le contrat de prêt bilatéral entre l'emprunteur et l'investisseur (en anglais et en allemand), le contrat d'agent payeur, un certificat d'endettement ou reconnaissance de dette (le Schuldschein proprement dit) l'acte de cession de créance (très allégé et standardisé tout comme dans un titre obligataire), et les contrats de couverture de risque de crédit (même si ces deux derniers contrats ne sont pas obligatoires). La principale difficulté (mais aussi souplesse) du Schuldscheindarlehen (littéralement, «prêt d'argent avec reconnaissance de dette») tient dans sa qualification juridique. Il s'agit d'un contrat de prêt innomé régi par le prêt d'argent du Code civil allemand (§ 488 Abs. 1 BGB), fruit de la pratique des affaires en Allemagne. L'acte de reconnaissance de dette (le Schuldschein) n'est pas un titre financier. Il n'est donc pas négociable juridiquement mais il peut être cédé selon le formalisme de la cession de créances. Comme il s'agit d'un contrat bilatéral, il y a donc juridiquement autant de contrat de prêts qu'il y

a de prêteurs (généralement très nombreux du fait que beaucoup d'assureurs allemands de petites tailles participent pour des faibles montants à ces opérations), tout comme dans un crédit syndiqué mais contrairement à une émission obligataire. Conséquence pratique : toute modification des conditions du contrat requiert l'accord de chaque prêteur, et non une majorité qualifiée comme dans une émission obligataire dotée d'une masse des obligations. Dans la pratique, les conditions financières d'un Schuldschein peuvent varier d'un prêteur à l'autre, ce qui n'est le cas ni d'un crédit syndiqué ni d'une émission obligataire.

De son côté, l'euro PP comprend différents documents : un contrat obligataire bien sûr (ou de prêt), mais aussi un accord de confidentialité, le cas échéant un prospectus pour les émissions cotées, un contrat d'agent payeur avec un établissement de crédit et un autre de placement avec la banque arrangeur.

Quant à l'US PP, il prend la forme d'un «offering memorandum» auquel s'ajoute un «purchase agreement» ou «subscription agreement» signé par chaque acheteur, mais souvent soumis à l'accord d'une majorité qualifiée pour toute modification. La valeur mobilière elle-même (bond, note ou share certificate) est négociable, conformément aux exigences des lois régissant les valeurs mobilières (US securities act), ce qui implique un marché secondaire restreint aux investisseurs institutionnels.

Ce qui différencie fondamentalement l'US PP, le Schuldschein d'une part, et l'euro PP d'autre part, ce sont les conditions financières de l'émission. De par sa forme multi-modulaire, l'euro PP n'offre pas un standard de documentation. Tout est négociable entre le prêteur et l'emprunteur. Au point que la charte est définie comme un instrument qui «vise à fournir un cadre non contraignant des pratiques essentielles au développement des placements privés, dits «euro PP».» La charte insiste d'ailleurs sur le caractère pédagogique du document et précise expressément qu'il ne s'agit pas d'un document contractuel. Le financement peut ainsi être un financement chirographaire, mais aussi assorti de sûretés, un prêt ou une obligation, cotée ou non cotée, notée ou non, ayant pour objectif aussi bien les besoins de trésorerie, que du fonds de roulement, ou le développement de l'entreprise, voire même le refinancement de LBO. Bref, c'est à une grande liberté d'utilisation que vise la charte. Il en résulte naturellement qu'il est difficile de prévoir à l'avance des clauses de garantie ou d'information standardisées, lesquelles dépendent pour l'essentiel non seulement du rapport de force, mais aussi de l'utilisation du crédit. Pour autant, dans la trame du contrat d'émission, s'il n'est pas prévu de ratios ou de «covenants» types, l'idée générale du document comme de la charte est de permettre aux investisseurs dans l'euro PP d'être traités de la «même manière» que les crédits bancaires ; ou pour être plus précis, et comme l'indique la charte, que les engagements

contractuels soient «les plus proches possibles de ceux existant dans la documentation bancaire, en particulier en ce qui concerne le rang des obligations qui doit être pari passu avec les prêteurs bancaires». C'est d'ailleurs là tout l'enjeu de l'euro PP : dans quelle mesure les assureurs ou les investisseurs longs seront-ils en mesure d'obtenir un traitement équivalent aux créances bancaires équivalentes ?

Rien de tel dans le Schuldschein. Il s'agit d'un document type, totalement standardisé. En premier lieu, l'environnement réglementaire est plus marqué : le Code des assurances, les règles émises par la BaFin (R4/2011) mais aussi, et surtout, les Kreditleitfaden 2013 (lignes de crédit directrices) de l'association des assureurs allemands (GDV). Ainsi, la réglementation allemande prévoit de façon assez détaillée les conditions de crédit dans lesquelles les assureurs allemands peuvent prêter à des entreprises non cotées, en particulier en exigeant la constitution de garanties. Celles-ci peuvent être des hypothèques de premier rang, des créances ou titres cotés ou des sûretés négatives, toujours accompagnés de ratios financiers, eux-mêmes définis de façon précise dans les Kreditleitfaden. La marge de négociation en matière documentaire de l'emprunteur est ainsi beaucoup plus réduite dans le Schuldschein que dans l'euro PP. L'une des difficultés à ce type de financement est de bien cerner la place qu'il occupe dans le rang de tous les financements de l'entreprise. Les difficultés propres à sa nature juridique sont à cet égard une difficulté pour les emprunteurs non allemands, en particulier pour déterminer le traitement de ce financement en cas d'ouverture d'une procédure collective ou d'une restructuration.

Quant à l'US PP, il se caractérise pour sa part par le fait qu'il a été conçu par et pour les assureurs américains. En ce sens, il répond de façon assez précise aux besoins de ces derniers. Tout comme le Schuldschein, le document est clairement orienté côté «prêteur». Notamment, les covenants sont souvent basés sur ceux couvrant la dette senior de l'emprunteur, y compris les covenants financiers (dette nette/EBITDA, valeur nette minimale, frais financiers, etc.), les clauses de pari passu et de most-favored lender. Par ailleurs, on trouve systématiquement une accumulation de covenants concernant les activités de l'emprunteur et les règles de bonne gestion qui lui sont applicables.

En définitive, il n'y a pas un instrument «meilleur» qu'un autre. Chacun possède ses propres caractéristiques et il revient aux entreprises avec leurs conseils de recourir à tel ou tel format de financement en fonction d'éléments qui leur sont propres. Mais quel que soit ce format, l'arrivée de prêteurs non bancaires conduit ces entreprises à devoir mettre en place une communication spécifique avec ces prêteurs ; d'autant plus qu'ils sont là généralement pour accompagner l'entreprise sur le long terme. ■