

> ACTUALITÉ

REGARDS CROISÉS SUR LES STANDARDS EURO PP, USPP ET SCHULDSCHEIN AU VU DE LEURS DOCUMENTATIONS-TYPES

Par Jean-François Adelle, avocat associé, Jeantet AARPI, avec le concours de Kati Beckman, Dorothée Fischer-Appelt et Charles Kolín, associés du cabinet d'avocats Greenberg Traurig LLP

Trois grands instruments de financement désintermédié de format obligatoire ou quasi obligatoire retiennent l'intérêt des émetteurs ou emprunteurs sur le marché français depuis plusieurs années : l'*US private placement* (USPP), le *Schuldscheindarlehen* (SSD, *Schuldschein*) et l'*Euro private placement* (Euro PP).

Tous trois s'adressent à des sociétés de type *investment grade* qui peuvent ne pas être notées. Ils sont le plus souvent non sécurisés sous réserve de la garantie personnelle d'une société du groupe. Qu'ils soient offerts dans un format purement obligatoire ou un format prêt, ils font l'objet d'une commercialisation de type placement privé auprès d'investisseurs institutionnels, banques, compagnies d'assurance, fonds de dette ou de *private equity*, qui entretiennent un lien direct avec l'émetteur et ont généralement une approche de long terme. L'accès à ces instruments est plus aisée que celui du marché obligataire public, peu accessible aux émetteurs non notés : ils offrent des conditions financières plus flexibles, des volumes moins élevés, des processus d'audit et de négociation plus souples et confidentiels et enfin un environnement juridique moins contraignant (pas de prospectus,

pas d'enregistrement des titres, pas de prise ferme, etc., ni les coûts associés). Enfin, ces trois types d'instruments permettent des maturités plus longues que celles des prêts bancaires. En format obligatoire, ces instruments peuvent être cotés, ce qui les soumet alors aux règles applicables aux instruments cotés et à un traitement comptable *marked to market* chez l'émetteur.

DES PARTICULARITÉS

Par-delà ces caractéristiques communes, des particularités les distinguent.

L'USPP, disponible en format obligatoire (y compris coté) et prêt, est généralement soumis au droit de l'État de New York, mais peut l'être aussi aux droits anglais ou français. Ciblant les sociétés d'un profil *investment grade* robuste, il bénéficie d'une liquidité considérable sur le marché américain, et offre des montants (jusqu'à 1,5 milliard d'euros) et des maturités plus longues (jusqu'à vingt ans et parfois davantage) que les deux autres instruments, mais, encadré par une documentation détaillée, il est légèrement plus contraignant dans la phase de négociation. En raison des contraintes liées au monopole bancaire, c'est principalement en format obligatoire qu'il est utilisé

en France. Bien que proposé en euro, il a été en retrait durant quelques années en France en raison de la concurrence de l'Euro PP et du SSD, mais a récemment bénéficié de conditions financières favorables sur les transactions en euro, la dynamique du marché des *cross currency swaps* sur les maturités recherchées assurant un différentiel positif par rapport au coupon en euro de l'Euro PP ou du SSD.

Le *Schuldschein*, instrument régi par le droit allemand et bénéficiant d'une documentation simple, est proposé seulement en format prêt et ne peut être coté. Il n'est accessible sur le marché primaire en France qu'à travers des banques ou des fonds de dette passeportés, et est le plus souvent arrangé par une ou plusieurs banques qui le syndiquent. Il bénéficie d'une liquidité abondante sur le marché allemand. L'éventail des montants prêtés est large, allant de 5 à 250 millions d'euros, avec certaines opérations portant sur des montants allant jusqu'à 600 millions. Le *Schuldschein* a connu un reflux sur le marché français par suite de la seconde restructuration financière d'Orpea ouverte en octobre 2022, qui a été marquée par un traitement défavorable des 3,8 milliards de créances SSD par rapport à celui des créances non sécurisées

lors de la première restructuration close en juin 2022. Toutefois, le marché du *Schuldschein* semble être reparti en France après le succès du financement levé par SEB fin 2023, sans toutefois avoir encore retrouvé ses niveaux antérieurs.

L'Euro PP, lancé en 2012 pour proposer un financement désintermédié de droit français alternatif aux financements SSD et USPP, est lui aussi proposé en format obligataire ou prêt. Il s'adresse à des émetteurs de notation moins robuste et porte sur des montants unitaires moins élevés que l'USPP et le SSD ; les investisseurs tendent à y voir une approche *buy and hold* plus marquée. Depuis quelques années, l'Euro PP est moins actif, en raison en particulier de la concurrence de certains produits comme les obligations Relance, d'une liquidité faible sur le marché secondaire et de la concurrence bancaire.

DES FORMATS STANDARDS

Dans les trois cas, des formats standardisés de documentation sont proposés, qui constituent un cadre non contraignant de bonnes pratiques et une base de départ de négociation. Ils facilitent la comparaison avec d'autres modèles types mais ne sauraient faire l'économie d'une analyse juridique détaillée, et ainsi être considérés comme faisant obstacle à la négociation, même hors du cas où celle-ci est expressément invitée.

Dans le cas de l'USPP, il existe deux documentations-types dédiées, respectivement proposées par l'*American College of Investment Counsel* (ACIC) de 2015 et la *Loan Syndications & Trading Association* (LSTA). Le modèle ACIC est le plus largement utilisé pour les placements privés américains d'émetteurs européens auprès

d'investisseurs américains et le cas échéant européens. Est également utilisé le modèle-type élaboré par la *Loan Market Association* (LMA) pour les placements privés paneuropéens, lancé en 2015, régi par le droit anglais, qui s'adresse en particulier à des émetteurs européens ciblant des investisseurs européens et américains.

Pour l'Euro PP, il s'agit de la charte Euro PP de 2014, élaborée avec le soutien de diverses associations de place, notamment l'Association française des marchés financiers et l'Association française des trésoriers d'entreprise, et de la Banque de France, pour promouvoir la transparence et l'efficacité du marché, renforcer la confiance entre les émetteurs d'Euro PP et les investisseurs, et ce faisant contribuer à faire de l'Euro PP un marché de référence en Europe. La charte Euro PP inclut en outre un guide de négociation, facilitant l'accès des PME et des entreprises de taille intermédiaire à ces financements.

S'agissant du *Schuldschein*, un guide d'élaboration du contrat SSD a été établi en 2018 par la LMA, avec le concours de l'Association allemande des trésoriers d'entreprise (*Verband Deutscher Treasurer e. V.*), de plusieurs banques régionales et internationales ainsi que de grands cabinets d'avocats. Visant à renforcer la transparence et l'efficacité du marché, le guide propose un modèle de documentation avec des lignes directrices claires. Il aborde également les meilleures pratiques en matière de gestion des risques et de conformité, contribuant ainsi à la stabilité et à la confiance dans ce type de financement.

Le tableau qui suit s'attache à comparer les aspects juridiques principaux de ces trois types d'instruments au vu des documentations-types

utilisées sur le marché européen, afin d'éclairer le choix d'un de ces instruments et les enjeux juridiques et financiers de la négociation contractuelle et des espaces de négociation ouverts par ces documentations-types. Il a été préparé avec le concours du cabinet d'avocats Greenberg Traurig LLP, présent notamment à New-York, Londres et Berlin, sur les instruments USPP et SSD.

Attention : ce tableau ne saurait se substituer à l'examen des documentations-types et des guides, ni à une analyse juridique au vu des caractéristiques de la société et de ses besoins au plan juridique et fiscal. Il ne constitue pas un conseil et ne saurait engager la responsabilité de ses auteurs.

Son premier volet, relatif à la structure des instruments, y traite de leur forme et de représentation ainsi que de leur syndicalité auprès de prêteurs ou souscripteurs multiples.

Sont ensuite présentés les principales modalités financières (taux d'intérêt, intérêts de retard, sûretés et garanties, remboursement anticipé), les covenants, cas de défaut, déclarations et garanties, et les clauses juridiques générales (transferts, droit applicable, décision des investisseurs et prêteurs).

Sont ainsi mises en évidence certaines modalités très convergentes des instruments, (par exemple clause de *make whole* en cas de remboursement anticipé, tendance à l'alignement des covenants avec ceux des créanciers seniors de la société) tandis que d'autres (par exemple ESG, indemnisation) reflètent des pratiques plus dissemblables. On constate aussi une tendance à l'alignement de certaines clauses sur celles accordées aux prêteurs bancaires principaux. ■

COMPARAISON ENTRE LES USPP, EURO PP ET SCHULDSCHEIN AU VU DES MODÈLES-TYPES

STRUCTURE	USPP		Euro PP charte Euro PP ³	Schuldschein LMA User Guide ⁴
	modèle type ACIC ¹	modèle type LMA ²		
Format	Obligations (<i>notes</i>) non cotées	Prêt (contrat de crédit) ou <i>notes</i> non cotées (contrat de souscription)	Obligations (cotées ou non cotées) ou prêt	Prêt
Pluralité de prêteurs / investisseurs	Oui (contrat multilatéral)	Oui (contrat multilatéral)	Prêt : non Obligations : oui	Non (contrat bilatéral)
Exigence de notation	Non. Présomption de notation implicite <i>investment grade</i>	Non. Présomption de notation implicite <i>investment grade</i>	Non. Présomption de notation implicite <i>investment grade</i>	Non. Présomption de notation implicite <i>investment grade</i>
Modèles différents selon la notation / solvabilité	Oui. Modèle type 1 pour les crédits A- et mieux. Modèle type 2 pour BBB- à BBB+	Non	Non	Non. Le modèle <i>Schuldschein</i> est basé sur l'hypothèse que l'emprunteur dispose d'une solide notation ou, pour les emprunteurs qui ne sont pas notés, d'un niveau de solvabilité adéquat
Priorité structurelle / subordination	Emetteur/garant et alignement des privilèges et sûretés avec le concours bancaire principal de l'émetteur	Non	<i>Pari passu</i> avec traitement équivalent des créances de même rang et de même nature	Non
Agents (administratifs, d'information, d'enregistrement, de calcul et de paiement)	Non. Toutefois des stipulations relatives à l'agent d'enregistrement et de paiement sont parfois introduites	Agents de calcul et de paiement	Agent d'enregistrement, de calcul et de paiement	Agent de paiement
Représentation des instruments	Obligations représentées par des <i>notes</i> physiques remises aux souscripteurs	Prêts représentés par des <i>notes</i> physiques remises aux souscripteurs	Les obligations sont soit (i) inscrites sur un compte tenu par l'émetteur, sous forme nominative pure ou administrée, soit (ii) au porteur, inscrites sur un compte-titres tenu par un teneur de compte conservation	Possibilité de prévoir des certificats de <i>Schuldschein</i>
Représentation des obligataires / prêteurs	Les investisseurs ne sont pas représentés par un intermédiaire. Les parties peuvent convenir d'actions soumises à un vote majoritaire	Les prêteurs ne sont pas représentés par un intermédiaire. Les parties peuvent convenir d'actions soumises à un vote majoritaire	Sauf dérogation, les obligataires sont regroupés dans une masse représentée par un intermédiaire (représentant de la masse)	N. A.
Crédit à terme / revolver	Terme	Terme	Terme	Terme

¹ ACIC, Modèle X mis à jour n° 2 de l'accord d'achat de notes (ACIC, Updated Model X Form No. 2 of Note Purchase Agreement), octobre 2015.

² Modèle de contrat d'accord de souscription recommandé par la LMA pour les placements privés paneuropéens (LMA recommended form of Subscription Agreement for use in Pan-European) lancé en 2015

³ Charte Euro PP, octobre 2019

⁴ Guide LMA de l'utilisateur de Documentation de Schuldschein Documents (LMA User Guide Schuldschein Documents), octobre 2018

ÉCONOMIE / TERMES FINANCIERS	USPP		Euro PP	Schuldschein
	ACIC	LMA		
Prêts / obligations additionnels	Non. Toutefois, l'émission de notes additionnelles sur une base non confirmée peut être prévue	Non	Non	Non
Taux d'intérêt	Fixe. Taux d'intérêt variable généralement prévu (y compris SOFR, Sonia, Euribor, BBSW)	Fixe ou variable (y compris Sonia ou Euribor)	Fixe ou variable (généralement sur la base de l'Euribor)	Fixe ou variable (généralement sur la base de l'Euribor)
Intérêts moratoires	Sur les retards de paiement et sur les montants impayés en cas de défaut	Sur les retards de paiement	Sur les retards de paiement	Pour les retards de paiement autres que les paiements d'intérêts. Pour les paiements d'intérêts en retard, demande de dommages-intérêts
Paiements anticipés volontaires	Autorisé avec <i>make-whole amount</i> . Doit être au prorata pour toutes les notes	Autorisé. Doit être au prorata pour tous les prêts/note. Clause type optionnelle de <i>make-whole amount</i>	Autorisé Obligations : clause type optionnelle de <i>make-whole amount</i> Prêt : remboursement anticipé de tout ou partie du montant restant dû plus des frais fixes	Aucune clause n'est incluse dans le modèle. Les remboursements anticipés volontaires n'auraient lieu que conformément à la loi applicable. (Prêt à taux fixe : pas de remboursement anticipé volontaire. Prêt à taux variable : droit de résilier et de rembourser par anticipation le prêt à la fin de chaque période d'intérêt moyennant un préavis d'un mois). Toutefois, les parties peuvent convenir contractuellement que l'emprunteur a le droit de rembourser un prêt à taux fixe avec compensation intégrale
Remboursements anticipés obligatoires	Remboursement anticipé en cas d'indemnité fiscale anticipée et en cas de violation de clauses de sanctions. Les autres cas de remboursement anticipé obligatoire typiques sont le changement de contrôle et la vente d'actifs	Clause type optionnelle de remboursement anticipé en cas d'illégalité, changement de contrôle et actions en paiement de dommages et intérêts	En cas de changement de contrôle, d'illégalité et pour des raisons fiscales	En cas de changement de contrôle, droit de remboursement anticipé pour indemnité fiscale et augmentation des coûts
Augmentation des coûts et protection des prêteurs/investisseurs	Non	Oui. L'émetteur a la possibilité de rembourser par anticipation au pair. Le modèle-type prévoit que les parties peuvent convenir d'un montant forfaitaire ou d'une indemnité de remboursement	Oui. L'emprunteur/émetteur doit rembourser ces frais	Oui. Clause soumise à la négociation de l'emprunteur et du prêteur

Suite >

>

**ÉCONOMIE /
TERMES FINANCIERS**

	USPP		Euro PP	Schuldschein
	ACIC	LMA		
Indemnité fiscale	Oui	Oui	Oui. Clause de majoration en cas de retenue à la source	Oui
ESG / instrument <i>Sustainability linked</i> / KPI	Prise en compte des critères ESG et contrôle externe de l'émetteur au regard de ces conditions uniquement si l'instrument est <i>sustainability linked</i>	Prise en compte des critères ESG et contrôle externe de l'émetteur au regard de ces conditions uniquement si l'instrument est <i>sustainability linked</i>	La charte inclut un questionnaire ESG – les conditions générales récentes incluent des objectifs de durabilité/ KPI et un contrôle externe	Rien n'est prévu dans le modèle, mais négociable au cas par cas
Sûretés et garanties	Uniquement sûretés et garanties équivalentes à celles bénéficiant aux prêts bancaires existants ; en fonction du crédit de l'émetteur et des particularités de l'opération, possibilité de prévoir des conditions spécifiques en matière de sûretés et garanties	Des garanties des filiales sont envisagées, mais aucune sûreté sur actifs n'est prévue	Garantie pouvant être octroyée par la filiale ou la société mère	Pour s'aligner sur les sûretés et garanties bénéficiant à d'autres créanciers ou fournir des sûretés équivalentes

**DÉCLARATIONS ET
GARANTIES**

	USPP		Euro PP	Schuldschein
	ACIC	LMA		
Champ	Généralement large, incluant diverses garanties commerciales, juridiques et spécifiques aux États-Unis (Ofac, Erisa, réglementations des marges, lois américaines sur les valeurs mobilières, etc.)	Champ généralement plus limité par rapport au modèle-type ACIC, sans garantie spécifique aux États-Unis	Généralement large, comprenant diverses garanties commerciales, juridiques, spécifiques à la France	Aucun n'est inclus dans le modèle, mais peuvent être inclus au cas par cas
Période d'effet	De la date de l'accord à la fin du financement	De la date de l'accord à la fin du financement	De la date de l'accord à la fin du financement	N. A.

ENGAGEMENTS

	USPP		Euro PP	Schuldschein
	ACIC	LMA		
Engagements financiers	Oui, généralement alignés sur le concours bancaire principal de l'émetteur. Toutefois, les clauses d'engagement financier ne sont pas incluses dans le modèle	Oui, présumés alignés sur le concours bancaire principal de l'émetteur. Cependant, les clauses d'engagements financiers ne sont pas incluses dans le modèle LMA	Oui. La charte Euro PP prévoit le ratio de levier, le ratio d'endettement, le ratio de couverture des intérêts et le ratio prêt/valeur	Non. Étant donné que le modèle <i>Schuldschein</i> repose sur le fait que l'emprunteur dispose d'une solide notation <i>investment grade</i> ou d'un niveau de solvabilité adéquat, les clauses d'engagement financier ne sont pas incluses dans le modèle

Suite >

>

ENGAGEMENTS	USPP		Euro PP	Schuldschein
	ACIC	LMA		
Engagements affirmatifs (d'ordre administratif)	Respect des lois, assurances, entretien des propriétés, paiement des impôts, existence de la société, livres et registres, <i>pari passu</i> et conformité de la structure du garant avec les principales facilités de crédit	Respect des lois et autorisations. Il n'y a pas de conformité de la structure du garant avec les facilités de crédit principales	Respect de la loi et des autorisations, classement <i>pari passu</i> des obligations de paiement	Classement <i>pari passu</i> rang des obligations de paiement
<i>Negative pledge</i>	Oui, généralement aligné sur le concours bancaire principal de l'émetteur. Un panier de « créances prioritaires » est envisagé pour un montant à déterminer et, séparément, une protection « anti-Cookson » est incluse pour s'aligner sur les privilèges et sûretés relatifs aux concours bancaires principaux octroyés à l'émetteur	Oui. Privilèges spécifiques autorisés (cours ordinaire, existants, prix d'achat, biens nouvellement acquis et filiales) y compris un panier de privilèges généraux d'un montant à déterminer. Il n'y a pas d'alignement prévu avec les concours bancaires principaux de l'emprunteur	Respect de la loi et des autorisations, classement <i>pari passu</i> des obligations de paiement. Oui. Clauses de <i>negative pledge</i> pouvant être étendues aux filiales et aux dettes bancaires et obligataires	Oui. Privilèges spécifiques autorisés, y compris un panier de privilèges généraux d'un montant à déterminer. Il y a une clause réservée interdisant la constitution de toute sûreté au profit d'autres créanciers, à moins qu'une garantie équivalente ne soit fournie au prêteur <i>Schuldschein</i>
Dettes prioritaires (dette garantie plus dette des garants non-filiales)	Oui. La clause relative à la dette des filiales n'est cependant pas incluse	Non prévu. Reste à voir si le marché s'attend à une protection prioritaire de la dette	Non prévu	Non prévu
Ventes d'actifs	Inclus dans pratiquement tous les cas, bien qu'il n'y ait pas d'engagement spécifique inclus dans le modèle type. Il est courant de s'aligner sur le concours bancaire principal octroyé à l'émetteur	Oui, le modèle prévoit que certaines cessions sont autorisées	Oui, le modèle prévoit que certaines cessions sont autorisées	Oui, le modèle prévoit que certaines cessions sont autorisées
Fusion, regroupement, consolidation, etc.	Limité à l'émetteur et filiales garantes, sous réserve des exceptions autorisées	Limité à l'émetteur et ses filiales, sous réserve des exceptions autorisées	Limité à l'émetteur et ses filiales, sous réserve des exceptions autorisées	Limité à l'emprunteur, avec une clause type optionnelle incluant des restrictions pour les filiales, sous réserve d'exemptions négociées
Limitation du changement d'activité	Oui	Oui	Oui	Oui
Limitation des transactions avec des sociétés affiliées	Oui	Non	Non	Non
Clause du prêteur le plus favorisé	Pas de clause type optionnelle, mais incluse au cas par cas	Clause type optionnelle dans le modèle LMA. Incluse si elle est justifiée au cas par cas	Pas de clause type, mais incluse au cas par cas	Pas de clause type, mais incluse au cas par cas
Engagement relatif aux sanctions économiques	Oui	Pas de clause type. À déterminer au cas par cas	Oui	Pas de clause type. À déterminer au cas par cas

DÉFAUTS / REMÈDES	USPP		Euro PP	Schuldschein
	ACIC	LMA		
Montant global (<i>make-whole amount</i>) en cas de résiliation	Oui	Non	Oui	L'emprunteur doit indemniser le prêteur de tout dommage causé, sous réserve de certaines déductions résultant d'un éventuel refinancement du montant prépayé, d'une compensation
Cas de défaut	Comprend le défaut de paiement, engagement négatif, omission de notifier un avis de défaut (sans période de remédiation), autre engagement en cas de défaut (avec période de correction de 30 jours), les cas d'insolvabilité par défaut croisé, jugement et les manquements au régime de retraite	Comparable au modèle type ACIC, mais comprend également (i) un changement défavorable significatif, (ii) un défaut si les filiales garantes ne sont plus des filiales de l'émetteur et (iii) l'illégalité ou la répudiation des documents de financement. Pas d'accélération croisée	Comprend le non-paiement, le manquement à des engagements, le défaut croisé, l'insolvabilité, les procédures d'insolvabilité, la cessation ou la suspension de l'activité	Comprend le non-paiement, le défaut à des engagements, le défaut croisé ou l'accélération croisée, l'insolvabilité, les procédures d'insolvabilité, mesure d'exécution, la cessation des activités et le défaut résultant de la survenance ou de la menace de survenance d'un changement défavorable important
Partage des sommes recouvrées	Non	Oui, les sommes recouvrées doivent être partagées entre tous les détenteurs	Oui. L'agent administratif doit appliquer le prorata conformément à l'ordre instauré par la loi	Non
Résiliation / accélération	Décision à la majorité simple et accélération individuelle des <i>notes</i> en cas de non-paiement	Deux options : soit a) la majorité des détenteurs, soit b) chaque détenteur (sur une base individuelle)	Chaque prêteur / détenteur d'obligations peut résilier (individuellement)	Chaque prêteur (sur une base individuelle) peut accélérer

DIVERS	USPP		Euro PP	Schuldschein
	ACIC	LMA		
Transferts par les prêteurs	Transférabilité non limitée. Pas de frais de transfert	Trois options de transfert : (i) avec le consentement de l'emprunteur, ou (ii) uniquement après consultation de l'emprunteur, ou (iii) libre transférabilité. Pas de frais de transfert	Prêt : nécessite le consentement de l'emprunteur et le respect de la procédure de transfert. Pas de frais de transfert	Trois options : (i) libre transférabilité en cas de transfert d'une entité qualifiée (située dans un État membre de l'EEE) (ii) transfert avec le consentement de l'emprunteur à une personne autre qu'une personne qualifiée (négociable que cette restriction ne s'applique pas en cas d'événement de défaut), et (iii) transfert à titre de garantie pour garantir les obligations du prêteur envers la Banque centrale européenne et certains organismes publics. Pas de frais de transfert
Amendement / Renonciation	Généralement, le consentement des investisseurs majoritaires, certaines questions nécessitant 100 %	Identique au modèle type ACIC	Prêt : le consentement majoritaire des prêteurs et de l'emprunteur est requis. Obligations : consentement du détenteur majoritaire, certaines questions nécessitant 100 %	Le consentement de chaque prêteur est requis pour chacune de ses participations respectives
Droit applicable	Droit de l'Etat de New York	Droit anglais	Droit français	Droit allemand