



Par Jacques-Henri Hacquin,
associé,



et Christophe Lam,
analyste senior,
NG Finance

Le recours aux dettes subordonnées: la nécessité de justifier les taux d'intérêt

Le choix des niveaux de taux d'intérêt des dettes subordonnées revêt une importance centrale lors des structurations de rachat d'entreprise. Ce choix de taux fait aujourd'hui l'objet de risques fiscaux ou managériaux au sein de la catégorie des «prix de transfert» et n'est plus regardé d'un œil anodin. La justification des taux d'intérêt appliqués peut s'effectuer de manière économique et financière en fonction d'approches micro-économique et macro-économique.

En 2017, le niveau de dettes des entreprises s'est vu croître de manière importante et continue depuis son niveau d'après-crise. En parallèle, le recours aux dettes subordonnées a considérablement augmenté, notamment au sein des opérations de rachat d'entreprise (ou «opérations LBO»), sous forme de dettes unitranches, et d'obligations simples ou convertibles. Ces dettes subordonnées sont utilisées en tant qu'outils de financement mais sont parfois intégrées dans les structurations comme outils d'investissement dit «sweet equity». Les taux observés sur ces instruments s'élèvent aux alentours de 8% à 12% en 2017 (sur une base d'analyse de plus de 100 opérations françaises). Le choix du niveau d'intérêts a un impact non négligeable sur le plan fiscal puisque ces intérêts peuvent être déductibles des bénéfices imposables et ainsi diminuer la charge d'impôt payée par la société émettrice.

1. Le principe «arm's length» et les notions soulevées par la jurisprudence

L'administration fiscale peut revenir sur la notion de déductibilité fiscale des intérêts financiers accordée aux créanciers, en particulier aux dirigeants et aux fonds d'investissements. Ces intérêts financiers, lorsqu'ils sont jugés supérieurs aux taux d'intérêts pratiqués par les établissements de crédit, peuvent alors être remis en cause si la normalité de leur emploi n'a pas

été préalablement justifiée. Au sein de l'article 39.1-3° du Code général des impôts, l'administration met notamment en avant que ne sont déductibles «que les intérêts servis aux associés (...) dans la limite de ceux calculés à un taux égal à la moyenne annuelle des taux effectifs moyens pratiqués par les établissements de crédit». Or ces taux légaux, qui s'élèvent entre 2% et 3%, n'intègrent pas les mêmes niveaux de risques que ceux attachés à une dette subordonnée ni leurs garanties, bien au contraire.

Nombreux sont les dirigeants ou directeurs de participations qui pensent être sécurisés par des propositions de financement concurrentes, dites lettres d'offre d'investisseurs (ou «LOI»), ces dernières ayant été déclinées pour certaines raisons qui leur sont propres. L'administration fiscale rétorque qu'à défaut de l'accord final du comité d'investissement, les LOI concurrentes n'engagent pas leurs émetteurs, par définition car ces dernières sont non engageantes «sous réserve de l'accord du comité de crédit».

La sémantique représente une variable centrale au cœur de cette problématique car les perspectives de risque et de rentabilité sont différentes entre celles d'un «financement» et d'un «investissement»: la frontière entre ces deux catégories devient alors subtile lorsqu'il s'agit de dettes hybrides comme dans le cas des obligations convertibles. Ces dernières peuvent être considérées

comme des instruments financiers d'investisseurs assez éloignés du spectre des opérations de prêts : il incombe ainsi à l'émetteur de prouver qu'il s'agit bien d'un instrument de dette.

2. Les taux d'intérêt applicables aux dettes subordonnées

Le recours aux dettes subordonnées met désormais en avant la nécessité de justifier de la normalité des taux d'intérêt appliqués. Les méthodes utilisées doivent tenir compte de la conjoncture des financements contemporains à l'émission sur les marchés ainsi que des caractéristiques micro-économiques propres à la société émettrice.

Le taux d'une dette subordonnée peut être détaillé en quatre composantes : le taux sans risque, le risque de crédit, le risque de subordination et le risque de liquidité. Le risque total supporté par un prêteur obligataire est, par essence, plus important que celui d'une institution financière dans le cadre d'un financement bancaire classique. En effet, le prêteur obligataire ne dispose pas des multiples garanties dont bénéficient les banques. Le taux requis selon le type de financement repose ainsi sur une notion fondamentale de la théorie financière : le couple rentabilité-risque. La rentabilité exigée par un prêteur augmente à mesure que le risque de défaut de la contrepartie emprunteuse progresse. Il s'agit ni plus ni moins que de la rémunération du risque porté par le prêteur.

3. L'approche macro-économique et l'identification de l'univers de financement

Préalablement à l'analyse de la normalité du taux d'intérêt, il convient d'identifier l'univers complet de financement en réunissant des émissions comparables cotées et non cotées. Ces émissions doivent être contemporaines aux titres analysés afin de refléter des conditions de marché similaires. Cette grande variété de titres et des critères inhérents à ces derniers, va nécessiter des ajustements sur les taux utilisés en fonction de leur notation, de leur valeur nominale, de leur maturité, et de leur mode de remboursement. L'analyse doit par ailleurs considérer d'autres ajustements, qu'il s'agisse de titres dont les modalités de paiement sont en espèce ou capitalisés, que ces dernières soient assorties d'options, ou bien soumises à une certaine subordination à d'autres titres.

Les émissions comparables sont ainsi constituées d'obligations cotées «investment grade» et «high yield» dont les taux d'intérêt sont la plupart du temps inférieurs aux émissions effectuées dans le cadre d'opérations LBO. Les taux mis en avant par les dettes privées revêtent des taux plus importants que les dettes cotées du fait de leur illiquidité et des risques supportés plus importants en fonction de la nature des opérations à financer. Après ajustement, ces taux permettent d'obtenir un panorama des financements comparables, soit une borne inférieure et supérieure des taux d'intérêt pouvant être appliqués à une émission donnée. Cette analyse doit être complétée par une approche spécifique et micro-économique.

4. L'approche micro-économique : les critères de risque de l'entreprise et les divers rangs de subordination

Une approche micro-économique est nécessaire afin de tenir compte de l'ensemble des risques portés par le porteur de la tranche de dette subordonnée, non seulement au regard de l'activité de l'entreprise émettrice mais également en tenant compte des autres typologies de dette. Il est essentiel de relever les par-

Préalablement à l'analyse de la normalité du taux d'intérêt, il convient d'identifier l'univers complet de financement en réunissant des émissions comparables cotées et non cotées.

ticularités attachées à la structure de financement de la société ainsi que de comprendre sa structure opérationnelle.

L'analyse de la structure de financement passe par l'analyse du passif de la société. Celle-ci intègre l'examen approfondi de toutes les caractéristiques liées aux différentes catégories d'éléments de passif, incluant la dette et les capitaux propres. Cela va permettre de comparer l'ensemble des retours attendus par chaque catégorie du passif avec le coût du capital global, au moment de l'émission. Dans cette perspective, le risque de l'actif économique doit égaler le risque de l'ensemble de ses financements.

Enfin, la pierre angulaire de l'analyse repose sur l'évolution de l'actif de la société et du risque de défaut inhérent, à la fois de la société dans sa globalité mais également pour chaque tranche de dette. Il s'agit d'une analyse de la structure opérationnelle au travers de la spécificité de son activité, de son actif, mais également de ses marges et des ratios de risque (gearing, levier, cash-flow cover et couverture des intérêts). Ces analyses doivent être mises en perspective par rapport au secteur. L'analyse de la probabilité de défaut et de la distance au défaut peut ainsi être extériorisée au travers des méthodologies mises en place par le prix Nobel Robert Merton (1974)¹. L'étude des probabilités de défaut fait appel à la théorie des options appliquée et améliorée par les agences de notation dont le précurseur a été Moody's.

5. Conclusion

L'exercice de la justification des taux d'intérêt appliqués aux dettes subordonnées n'est pas aisé mais il est cependant devenu indispensable pour minimiser tout risque fiscal. Les experts indépendants peuvent intervenir en amont ou en aval de la mise en place des lignes de financements subordonnés. Cet exercice vient préciser que les taux attachés aux prêts octroyés par les établissements de crédit ne sont pas applicables, entre autres, aux prêts subordonnés provenant de prêteurs en dette mezzanine. Dans le cas échéant, les risques supportés par chacun de ces pourvoyeurs de fonds sont différents. La notion fondamentale de la théorie financière repose sur le couple rentabilité-risque et permet d'argumenter la normalité du taux appliqué aux dettes subordonnées en ce sens. ■

1. Robert C. Merton, *The Journal of Finance*: «On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates» (1974).