



Par Thomas Hachette,
associé, Sorgem
Evaluation

Titres de dette et prêts intragroupes : de l'intérêt à justifier les taux

La justification du niveau des taux d'intérêt d'un prêt d'un actionnaire ou d'une société liée représente un enjeu important, afin de prévenir des risques de contentieux fiscaux ou d'actionnaires. Dans un contexte où ces taux sont de plus en plus challengés, il convient de faire le point sur les différentes méthodes d'analyse du taux d'intérêt.

Dettes ou fonds propres? La réponse à cette question n'est pas neutre au plan fiscal, puisque les intérêts constituent une charge déductible des bénéfices des sociétés, alors que les dividendes ne le sont pas. Il faut cependant rappeler que les mesures encadrant la déductibilité fiscale des intérêts n'ont eu de cesse ces dernières années de se renforcer : plafonnement de la déductibilité des charges fiscales, amendements Charasse et Carrez, etc.

Dans ce contexte général, l'administration fiscale est de plus en plus attentive aux conditions offertes par les titres de dette. Si le taux n'est pas suffisamment justifié, dans le cas par exemple d'un prêt mis en place entre deux sociétés liées au sens de l'article 39-12 du CGI, les intérêts ne sont déductibles qu'à hauteur du taux prévu au premier alinéa du 3° de l'article 39-1¹, soit à un niveau de l'ordre de 2% actuellement. A contrario, nous avons pu voir des dossiers où le taux d'intérêt de la filiale était fondé sur le taux d'intérêt de sa société mère, qui se trouvait dans une situation financièrement dégradée par rapport à sa filiale : des actionnaires minoritaires peuvent dans de telles situations considérer être lésés et inten-

ter une action en justice.

Se pose donc la question du mode d'analyse du taux d'intérêt sur de tels prêts. Plusieurs méthodes et références pour justifier les taux d'intérêt peuvent être retenues.

1. Les taux proposés par un organisme financier pour les titres

La production d'offres de tiers indépendants sur des titres analogues, contemporaines des opérations, est une manière de justifier le taux retenu. Cependant, dans la pratique, il n'est pas évident d'obtenir de telles offres, et le tribunal de Montreuil a récemment jugé que, dans le cadre des dispositions actuelles de

Le tribunal de Montreuil a récemment jugé que, dans le cadre des dispositions actuelles de l'article 212.I du CGI, l'administration fiscale n'était pas fondée à exiger de la société la production d'une offre de prêt contemporaine des opérations.

l'article 212.I du CGI, l'administration fiscale n'était pas fondée à exiger de la société la production d'une offre de prêt contemporaine des opérations, «la pertinence des taux d'intérêt pratiques pouvant être démontrée par des études»².

2. L'analyse du taux sur la base d'une analyse qualitative et des ratios financiers

L'approche générale d'estimation du taux, sous cette méthode, comprend les étapes suivantes :

1. estimation de la notation de crédit («rating») qui peut être associée à l'émission, sur la base de l'analyse de la société émettrice et de ses ratios financiers, comparée à des émissions obligataires bénéficiant d'un rating ;

2. estimation, à une date contemporaine de l'émission du titre, de la marge de crédit associée au rating considéré sur la base d'un échantillon d'obligations ;

3. le taux d'intérêt de marché correspond alors au taux sans risque augmenté de la marge de crédit, et éventuellement ajusté de primes ou décotes compte tenu des différences observées entre l'échantillon d'obligations considérées et les titres étudiés. L'estimation du rating peut se faire à partir de l'analyse de quatre facteurs (appelés outre-Manche les «4 C») :

- «character», faisant référence à l'analyse de la gouvernance et du management de la société, de leur intégrité et de leur engagement à faire face aux échéances de la dette),

- «covenants», faisant référence à l'analyse des termes et conditions des titres, particulièrement importante dans le cas d'émission high yield,

- «collateral», c'est-à-dire l'analyse des actifs offerts en garantie ainsi que des autres actifs détenus par l'émetteur,

- «capacity to pay», qui fait référence à l'analyse de la capacité de l'émetteur à générer des flux de trésorerie ou à liquider des actifs pour faire face aux échéances de dette. Cette analyse nécessite une étude du marché et de la société.

Dans la pratique, des ratios financiers sont utilisés par les agences de notation (Standard & Poor's, Moody's, etc.), aux côtés de l'analyse qualitative générale. Ces ratios peuvent être répartis en plusieurs catégories qui mesurent :

- la capacité de la société à couvrir ses charges financières (mesurée par le rapport entre l'EBITDA ou l'EBIT divisé par les charges financières) ;

- la capacité de la société à rembourser sa dette (mesurée par différents ratios comparant des flux de trésorerie à la dette) ;

- le niveau relatif de l'endettement par rapport aux fonds propres ;

- la rentabilité et la rentabilité.

Par ailleurs, sur la base d'un échantillon d'émissions de sociétés comparables, l'analyste peut estimer, pour chaque rating, les ratios moyens. Par l'analyse qualitative et celle des ratios, l'analyste sera en mesure d'exprimer un avis sur le rating adéquat, et par transparence, sur le niveau de marge de crédit et de taux d'intérêt pertinent.

3. L'analyse du taux sur la base de l'analyse de la probabilité de défaut ou distance au défaut

Cette analyse se fonde sur une métrique unique qui est la probabilité de défaut mesurée essentiellement à partir de la valeur de l'actif économique de la société émettrice, de sa volatilité et de la valeur de la dette : l'idée sous-jacente est que l'entreprise est dans une situation de défaut le jour où la valeur de son actif économique est inférieure à la valeur de ses dettes.

L'estimation de cette probabilité de défaut peut se faire de deux manières :

- à partir de l'estimation de la distance au défaut³ : sur la base d'une loi de distribution régissant l'évolution de la valeur de l'actif économique, il peut être estimé à quel point la société émettrice est éloignée, grâce à son niveau de fonds propres par rapport au montant des dettes, du point de défaut ; une table de correspondance entre les distances au défaut et les rating permet ensuite d'associer un rating à la société ;

- à partir d'une simulation Monte-Carlo : ce modèle repose sur la création d'un échantillon aléatoire de variations de la valeur de l'actif économique ; des milliers de scénarii d'évolution de la valeur de l'actif économique sont ainsi générés et, pour chaque scénario, il peut être déterminé s'il y a un cas de défaut et un taux de recouvrement (le cas échéant). La probabilité de défaut peut ainsi être estimée de manière statistique, ainsi que le taux de recouvrement moyen. A partir de ces données et des tables de correspondance établies par les agences de notation entre les ratings et les probabilités de défaut, il est alors possible d'associer un rating à la société.

L'estimation du rating par ces méthodes permet ensuite, comme indiqué au point 2, d'estimer le taux d'intérêt approprié pour l'émission de titres étudiée.

4. Le recours au sondage

Le sondage est sans doute l'étude la moins analytique évoquée dans cet article. Cependant, en finance, il n'est pas rare de pratiquer des sondages pour obtenir des estimations financières visant à obtenir un regard des conditions de marché à une certaine date (on peut ainsi citer les sondages de la BCE sur l'inflation, ou celles sur les primes de risque de marchés Actions). En particulier, s'il est considéré que les investisseurs d'un segment de marché spécifique ne sont pas les mêmes que ceux d'un autre segment, il peut être estimé qu'il n'est pas pertinent d'estimer le taux d'intérêt du marché spécifique investigué par rapport à un échantillon d'émissions d'un autre marché. Dans un tel contexte, le sondage peut apparaître comme un outil utile. Différentes méthodes d'estimation du taux d'intérêt approprié existent donc et requièrent une analyse en détail des conditions de l'émission – à ce titre, nous rappelons une décision récente du Conseil d'Etat, qui a entériné l'approche préconisée par les juges du fond, selon laquelle la notation intrinsèque de la société emprunteuse doit prévaloir, et qui insiste sur l'importance de procéder à une analyse détaillée de chacun des facteurs pris en compte dans l'évaluation du risque de crédit d'une filiale⁴. ■

1. Taux égal à la moyenne annuelle des taux effectifs moyens pratiqués par les établissements de crédit et les sociétés de financement pour des prêts à taux variable aux entreprises, d'une durée initiale supérieure à deux ans.

2. TA Montreuil, 30 mars 2017, n° 1506904, société BSA.

3. Pour plus de détails, voir notamment Moody's KMV Company, 2003, «Modelling Default Risk».

4. Décision du 19 juin 2017 concernant GE Money Bank ; cette décision est souvent citée pour illustrer l'avis selon lequel il est erroné d'estimer les taux d'intérêt d'une filiale à partir de la notation de la société mère du groupe, en confondant un support implicite de la société mère et une garantie explicite.