

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 129

mai 2019

DETTE DE LBO : QUEL TAUX D'INTERET APPLIQUER ?

Les intérêts d'emprunts payés par une société sont des charges déductibles de l'impôt sur les sociétés dès lors qu'ils sont engagés dans l'intérêt social, c'est-à-dire lorsque le taux de rémunération de l'emprunt est conforme aux conditions de marché en vigueur à la date de son émission. A cet égard, selon l'article 212 I. du Code général des impôts (le « CGI »), les intérêts servis à des entreprises liées sont déductibles dans la limite de ceux calculés d'après un taux légal de référence (visé à l'article 39.1.3° du CGI) ou, s'ils sont supérieurs, « *d'après le taux que cette entreprise aurait pu obtenir d'établissements ou d'organismes financiers indépendants dans des conditions analogues.* »

La déductibilité des charges financières payées au titre de prêts intra-groupe étant un motif de redressement fiscal¹, la société emprunteuse doit être en mesure de justifier la normalité du taux d'intérêt pratiqué ; cette question s'applique, en particulier, aux opérations de LBO² pour lesquelles le financement consenti par l'investisseur financier (en règle générale, l'actionnaire principal) prend souvent la forme d'obligations convertibles (les « OC »).

Les développements suivants ont pour objet de présenter les méthodes de détermination du taux d'intérêt de pleine concurrence applicables aux prêts entre entreprises liées, en particulier ceux prenant la forme d'OC souscrites dans le cadre d'opérations de LBO.

DETERMINATION DU TAUX D'INTÉRÊT DE PLEINE CONCURRENCE

Comme précisé en introduction, la société emprunteuse doit apporter la preuve que le taux appliqué est celui qu'elle aurait pu obtenir d'établissements ou d'organismes financiers indépendants dans des conditions analogues (titres de dette identiques, même date d'émission, mêmes covenants, etc.). En pratique, cette approche est inapplicable dans la mesure où il n'est pas possible d'obtenir de telles offres de prêt ; en effet, la société emprunteuse ne peut négocier une offre avec une banque tout en sachant, à l'avance, qu'elle ne conclura pas le contrat. A défaut, la société emprunteuse peut, le cas échéant, faire valoir une proposition de prêt³ remise par une banque, de préférence contemporaine à la dette émise, dont les caractéristiques sont identiques ou proches de celles de cette dernière.

La seconde approche consiste, pour la société emprunteuse, à procéder à une étude du taux d'intérêt de pleine concurrence à appliquer. Celle-ci, habituellement mise en œuvre par un expert indépendant, comprend les deux étapes suivantes :

- L'estimation du risque de crédit de la société emprunteuse

¹ L'administration fiscale considère en effet que la déductibilité des intérêts est susceptible de conduire les groupes à réduire le montant de leur résultat imposable de façon induue, d'où l'attention particulière qu'elle porte aux prêts intra-groupe.

² *Leverage buy-out.*

³ Précisons que la proposition de prêt, quand bien même elle mentionne le taux qui serait consenti par l'établissement financier, ne présente pas le formalisme d'une offre de prêt, d'où son rejet éventuel par l'administration fiscale au motif qu'elle ne constitue pas une preuve recevable.

Le risque de crédit se traduit par une note de crédit (« rating ») qui peut être associée à l'émission de la dette. La détermination de cette note résulte d'une analyse de la société emprunteuse, de ses ratios financiers et des covenants de la dette émise. Les ratios financiers sont répartis en différentes catégories : solvabilité (gearing⁴, leverage⁵), liquidité (FR⁶/BFR⁷) et rentabilité ou rentabilité (ROCE⁸). Cette estimation peut être réalisée par une agence de notation, en présence de sociétés de grande taille, ou, pour un coût moindre, *via* une méthode dite de scoring⁹ (exemple : RiskCalc).

- L'estimation du taux de marché sur la base de comparables externes

Cette étape vise à rechercher des taux de rendement d'obligations dont la note de crédit est comparable à celle de la dette émise par la société emprunteuse et dont la date d'émission et la maturité sont proches de celles de cette dette. L'échantillon issu de cette recherche permet de calculer un certain nombre d'estimateurs, en particulier la moyenne, la médiane et les quartiles, supérieur et inférieur, afin d'estimer *in fine* l'intervalle de taux d'intérêt de pleine concurrence. Afin d'être qualifié de taux de marché, le taux d'emprunt doit se situer à l'intérieur de cet intervalle.

Enfin, la troisième approche concerne les comparables internes. Visée dans les principes de l'OCDE¹⁰ en matière de prix de transfert à l'intention des entreprises multinationales et des administrations fiscales, cette approche a pour objet d'utiliser d'éventuels comparables internes, disponibles au sein du groupe auquel appartient la société emprunteuse ; cela revient à identifier un ou plusieurs prêt(s) bancaire(s) présentant des caractéristiques similaires à celles de la dette émise par la société emprunteuse.

EXEMPLE ILLUSTRATIF

Soit une opération de LBO dans laquelle une société holding d'acquisition XH, créée pour les besoins de l'opération, acquiert une société cible X, les hypothèses étant les suivantes :

- Financement mis en place par la société XH :
 - Actions d'un montant de 100 souscrites par les investisseurs financiers,
 - OC au taux d'intérêt de 10% souscrites par les investisseurs financiers à hauteur de 100,
 - Dette senior au taux de 2% contractée par la société XH auprès d'une banque à hauteur de 150.
- Note de crédit (rating) de la dette globale de la société XH égale à B,
- La maturité de la dette senior est supposée être identique à celle des obligations convertibles, les deux dettes étant non amortissables.

La recherche de comparables externes (issus d'une base de données financières) correspondant à des dettes émises au cours des six derniers mois, dont les caractéristiques sont proches (même rating, maturité identique, etc.) de celles des OC émises par la société XH, permet de déterminer les estimateurs suivants :

- Moyenne : 6%
- Médiane : 5%
- Quartile inférieur : 4%
- Quartile supérieur : 7%

Faisant l'hypothèse que le taux moyen pondéré des dettes émises par la société XH est égal au taux de la dette globale de la société XH, nous pouvons écrire l'égalité suivante :

⁴ Endettement net sur fonds propres.

⁵ Endettement net sur excédent brut d'exploitation.

⁶ Fonds de roulement.

⁷ Besoin en fonds de roulement.

⁸ *Return on capital employed* (rentabilité des capitaux employés).

⁹ Les juridictions administratives ont déjà avalisé certaines méthodes de scoring permettant de déterminer la note de crédit d'une société. Ainsi, la Cour administrative d'appel de Bordeaux a considéré qu'une note de crédit produite par le logiciel « CréditModel » de la société Standard & Poor's était recevable (conclusions du rapporteur public Guillaume de la Taille Lolainville, BDCF 12/14, n°116).

¹⁰ Organisation de coopération et de développement économiques.

$$TD_{\text{rating B}} \times D_{\text{XH}} = TD_{\text{senior}} \times D_{\text{senior}} + TD_{\text{OC}} \times D_{\text{OC}}$$

Avec $TD_{\text{rating B}}$ = taux d'intérêt de la dette de la société XH, prise globalement, pour un rating B

TD_{senior} = taux d'intérêt de la dette senior

TD_{OC} = taux d'intérêt des OC (**à déterminer**)

D_{XH} = montant total des dettes (OC incluses)

D_{senior} = montant de la dette senior

D_{OC} = montant de l'émission d'OC

En supposant que le taux de pleine concurrence des dettes de la société XH est égal à 6%, soit le taux moyen issu de l'échantillon des comparables externes, nous avons donc :

$$6\% \times 250 = 2\% \times 150 + TD_{\text{OC}} \times 100$$

$$TD_{\text{OC}} \times 100 = 6\% \times 250 - 2\% \times 150 = 15 - 3 = 12$$

$$TD_{\text{OC}} = 12/100$$

$$TD_{\text{OC}} = 12\%$$

Le raisonnement décrit dans l'exemple ci-avant, appliqué aux quatre estimateurs dont la valeur est déterminée sur la base de l'échantillon des comparables externes, conduit aux taux suivants :

	quartile inférieur	médiane	moyenne	quartile supérieur
Taux issu des comparables externes (rating B)	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%
Taux implicite des OC	7,00%	9,50%	12,00%	14,50%

Cet exemple met en évidence un taux de marché compris entre 7,00% et 14,50%. La médiane et la moyenne constituant des estimateurs pertinents, le taux de marché est plus probablement compris entre 9,5% et 12%.

PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire
75017 Paris, France
+33 1 40 68 77 41
www.xavierpaper.com

Xavier Paper
+33 6 80 45 69 36
xpaper@xavierpaper.com

Patrick Grinspan
+33 6 85 91 36 23
pgrinspan@xavierpaper.com