

Fiscalité des entreprises

145 Financements hybrides, prêts d'actionnaires et abus de droit : une entrée en *terra incognita*

Alexandre GUILLEMONAT,

membre de la Société française des évaluateurs (SFEV),
avocat associé, cabinet A7tax

Olivier RAMOND,

professeur à l'université Paris-Dauphine,
avocat associé, cabinet A7tax



Le recours aux prêts d'actionnaires pour financer un investissement porté par une filiale est devenu, en quelques années, un réflexe pavlovien, dans la mesure où il peut non seulement faciliter la levée de fonds complémentaires auprès d'un banquier tiers mais également améliorer significativement le rendement attendu de l'actif financé. La sécurisation fiscale de ces schémas de financement et des charges financières intragroupes en résultant, complexes à maîtriser dans leur quantum et principe de déductibilité, constitue désormais un enjeu stratégique.

I - Les schémas de financement des entreprises de ces dernières années ont été fortement empreints du recours grandissant aux levées de fonds pudiquement dénommées « structurées », rangées sous le label plus évocateur d'*equity credit* (traduisible, en français, par « prêt d'actionnaires »).

Les prêts d'actionnaires ont pour principale caractéristique d'abolir progressivement la sacro-sainte frontière entre ce qui relève du prêteur et ce qui relève de l'actionnaire, frontière sur laquelle se fondent de nombreuses législations fiscales, dont la nôtre. Une maturité particulièrement longue d'un prêt, un caractère super-subordonné, un mode de rémunération aléatoire ou participatif ou encore une conversion en instruments de capital, potentielle ou certaine, sont autant d'éléments rendant la tâche ardue aux fiscalistes lorsqu'il s'agit de répartir certains instruments dans la nomenclature binomiale capitaux propres/dette.

La richesse des dénominations retenues, potentiellement trompeuses, n'arrange rien à l'affaire et caractérise, à elle seule, l'engouement pour ces nouveaux instruments de dette. Titres super-subordonnés (TSS), titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI), emprunts participatifs, obligations convertibles en actions (OCA), obligations convertibles inverses (OCI), obligations à bon de souscription d'actions (OBSA), obligations remboursables en actions (ORA) viennent désormais agrémenter le quotidien des praticiens de la fiscalité. Ce tableau ne saurait être complet sans évoquer le spectre désormais très large des actions de préférence, parfois très proches des instruments précédemment énumérés mais, dans des cas plus marginaux, capables de se comporter comme un simple instrument de dette ou encore comme une simple option.

Lorsque l'investisseur et l'emprunteur sont de véritables tiers, au sens fiscal du terme, ce qui exclut les cas d'interposition d'un établissement financier dans un financement globalement intragroupe, l'intérêt économique fait rarement débat. Quand il s'agit d'élargir les sources de financement en attirant de nouveaux investisseurs, de sécuriser certains créanciers seniors ou de renforcer les fonds propres d'une entreprise¹, l'intérêt économique de l'instrument de prêt est évident quand bien même ce type de financement renchérirait le coût du crédit. En effet, le coût du capital étant classiquement supérieur au coût de la dette, les financements hybrides, puisque proches dans leur mécanique économique d'un instrument de capital, offrent à l'investisseur une rentabilité potentiellement supérieure à celle obtenue via des dettes classiques.

Dans le cas de financement intragroupe le plus fréquemment rencontré, l'intérêt du caractère hybride du financement semble, de prime abord, moins évident et ouvre ainsi la voie au recours à la procédure d'abus de droit par les services de l'administration fiscale, pour peu qu'aucun texte fiscal ne vienne clarifier la situation. Le contexte de l'opération, notamment son lien avec une opération économique réelle et sa juste rémunération, les contrats ou prises de participations connexes, la réduction des risques juridiques au regard des procédures collectives, la faculté prévisible de l'emprunteur de pouvoir rembourser ou refinancer sa dette, la régularité des flux de remboursement, la symétrie d'imposition entre la charge d'intérêt et le produit financier sont autant d'ingrédients qui permettent d'ap-

1. La maturité importante de certains financements hybrides peut conduire les agences de notation et les régulateurs à reclasser une partie du financement en fonds propres.

précier le risque de mise en œuvre par l'Administration d'une telle procédure.

À l'évidence, cette floraison contractuelle doit inciter à oublier l'analyse macroscopique (est-ce un instrument libellé en tant qu'instrument de dette ou de capitaux propres ?) au profit d'une analyse plus phylogénétique (s'agit-il d'un instrument dont les propriétés économiques s'assimilent à celles d'une dette ou d'une action ?) et ce, afin d'éviter l'écueil de l'abus de droit sur de telles opérations². De manière plus précise, deux analyses complémentaires doivent, selon nous, être mises en œuvre : d'une part, **l'analyse complète de la relation entre les parties au contrat afin de s'assurer d'un réel intérêt économique et du traitement fiscal adéquat de l'opération de financement (1)** et, d'autre part, **la détermination de la juste rémunération de l'instrument en question³ (2)**.

1. Sur le principe même des financements

2 - Lorsque l'investisseur est cumulativement prêteur et actionnaire, le comportement de l'investisseur et la nature du risque d'actionnaire ou de simple contrepartie est souvent déterminant.

A. - Les financements sous forme de participation

3 - Inspirées de réelles pratiques bancaires correspondant aux opérations de *Repurchase Sales Agreement* ou « REPO » pour les praticiens, les opérations de prêts gagés par des titres illustrent parfaitement les possibilités offertes par la flexibilité du droit des sociétés mais également les risques encourus dès lors que le risque d'actionnaire manque au chapitre. Lorsqu'une entreprise française octroie un prêt à l'une de ses filiales, les intérêts courus au titre d'un exercice relèvent du taux normal d'imposition. En revanche, lorsque cette même entreprise perçoit de l'une de ses filiales un dividende, ce produit financier est, en principe, exonéré grâce au régime mère-fille à l'exclusion d'une quote-part de frais et charges de 1 ou 5 %⁴ calculée sur le montant du dividende ainsi perçu. Il n'en fallait pas tant pour inciter certaines entreprises à mettre en place des « financements hybrides » où l'avance était opérée à travers la souscription d'actions de préférence donnant droit au régime mère-fille, en France, mais associée à un mécanisme de garantie souscrit concomitamment permettant de déduire une charge financière dans le pays émetteur de ces mêmes actions de préférence.

Dans une affaire ayant donné lieu à un avis du Comité de l'abus de droit⁵, mais qui demeure forcément un cas d'espèce, l'existence d'une véritable opération économique sous-jacente consistant en la prise de participations dans une société cible n'a pas suffi pour écarter l'abus de droit. La société mère réalisait le financement de cette opération en substituant à un prêt initial générant des intérêts taxables, des actions de préférence d'une filiale interposée et donnant lieu à un revenu fixe garanti. L'absence de perte de capital était assurée grâce à un instrument de vente à terme de ces mêmes titres permettant de récupérer le montant investi majoré des éventuels dividendes fixes non encore

payés. L'Administration, qui avait mis en œuvre la procédure d'abus de droit en relevant la **disparition du risque d'actionnaire au profit d'un seul risque de contrepartie**, a été suivie, les magistrats considérant que les actes traduisaient formellement une prise de participation de la société holding dans la société cible alors qu'ils constituaient en réalité un ensemble contractuel ayant pour objet le refinancement d'une société sous la forme d'un prêt garanti par des actions.

Il est évident que la mise en place d'un mécanisme de couverture totale, concomitant de la souscription des actions de préférence et matérialisé par un contrat de rachat à terme a constitué un élément déterminant. Au risque d'actionnaire significatif avait été substitué un simple risque de contrepartie, beaucoup plus limité et qui privait la société d'un régime mère-fille que le législateur a souhaité réserver aux seuls titres porteurs d'un risque d'actionnaire, d'où cette simulation du statut d'actionnaire.

L'approche de feu le professeur Maurice Cozian qui trouvait, dans certaines circonstances, logique d'appliquer un traitement fiscal correspondant à l'intention des parties rencontre sur ce sujet une résonance particulière.

Suivant les situations, l'analyse fine de la relation contractuelle permettra sans doute d'apprécier l'absence d'aléa sur les flux perçus à terme par l'investisseur, ce qui dans pareille situation ouvre la voie de l'abus de droit via ses deux branches : la fictivité et la fraude à la loi.

Notons que les dernières évolutions de la directive mère-fille ont clairement pour objet de neutraliser ce type de montage.

En premier lieu, la directive n° 2014/86/UE adoptée le 8 juillet 2014 limite l'application du régime mère-fille aux dividendes reçus par la société mère aux distributions qui n'ont pas fait l'objet d'une déduction du résultat fiscal de la filiale. Cette disposition se situe dans la lignée des travaux BEPS concernant les instruments hybrides⁶ et a pour objet d'éviter les situations de double déduction. Elle a été introduite dans le CGI français par la deuxième loi de finances rectificative pour 2014, entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2015⁷.

En second lieu, la directive n° 2015/121/UE adoptée le 27 janvier 2015 a introduit dans le régime mère-fille une règle anti-abus minimale, commune aux États membres, destinée à lutter contre les montages ou les séries de montages non authentiques, c'est-à-dire qui ne reflètent pas la réalité économique. La transposition de la directive en droit français⁸ exclut du régime des sociétés mères à compter du 1^{er} janvier 2016, les montages « non authentiques » dont l'objet principal est de tirer avantage de ce régime. Cette nouvelle disposition, au champ d'application encore bien flou⁹, représentera pour l'Administration un outil dissuasif, plus facile à utiliser que l'abus de droit qui, pris dans sa branche « fraude à la loi », exige que le montage ait un but exclusivement et non principalement fiscal.

B. - La liberté de financement et ses limites

4 - Étroitement liée au principe de non-immixtion du fisc dans la gestion de l'entreprise, la liberté de financement des entreprises est un principe bien installé dans la jurisprudence fiscale française. Les entreprises sont libres d'organiser le financement de leur activité en arbitrant librement le poids respectif des dettes et des fonds propres.

Cet arbitrage repose le plus souvent sur de réels motifs économiques tels que l'abaissement du coût moyen pondéré des ressources pour l'entreprise financée – le rendement attendu par l'actionnaire

2. L'OCDE rappelle lors de ses travaux BEPS que les financements intra-groupes représenteraient 60 % du commerce mondial, V. *Rapp. AN n° 1243, travaux d'une mission d'information sur l'optimisation fiscale des entreprises dans un contexte international*, 10 juill. 2013, P.-A. Muet.

3. La juste rémunération renvoie non seulement à la notion de normalité de la charge ou de juste politique de prix de transfert mais également au respect de très nombreux mécanismes de limitation de déductibilité des charges financières introduits par un législateur prolifique en la matière.

4. Le taux de 5 % a été ramené à 1 %, à compter du 1^{er} janvier 2016, en cas d'intégration fiscale en contrepartie de l'abandon de la neutralisation en intra-groupe de cette quote-part de frais et charges.

5. *Avis n° 2014-30 concernant la société SA X* : Dr. fisc. 2015, n° 7-8, étude 144. – V. C. Acard, *Fiscalité financière* : Dr. fisc. 2015, n° 24, étude 396, n° 25.

6. OCDE/G20, *Plan BEPS, action 2, Neutralising the Effects of Hybrid Mismatch Arrangements : Final Report 2015 / Interim report 2014*.

7. IT/L. n° 2014-1655, 29 déc. 2014, art. 72 : Dr. fisc. 2015, n° 1-2, comm. 18, obs. P. Fumenier et M.-P. Hôo.

8. L. n° 2015-1786, 29 déc. 2015, art. 29 : Dr. fisc. 2016, n° 1, comm. 26, note M.-P. Hôo.

9. V. C. Acard, *Fiscalité financière* : Dr. fisc. 2016, n° 37, étude 477, n° 18.

est généralement supérieur au rendement attendu par le prêteur –, ou la limitation du risque de perte du fait du rang privilégié de remboursement pour celui qui finance l'entreprise – l'actionnaire étant toujours remboursé en dernier après désintéressement des autres créanciers.

5 - Cette liberté de gestion ne connaît, comme seule limite, que l'intérêt social¹⁰.

En matière de financement, **les cas d'actes anormaux de gestion, voire d'absence totale d'intérêt, ou de risques manifestement excessifs**¹¹ demeurent très rares. Quand bien même il s'agissait de la situation de prêteur et d'une relation entre tiers, le Conseil d'État, s'agissant de financements accordés par un établissement financier, est venu rappeler clairement « qu'il n'appartient pas à l'administration de se prononcer sur l'opportunité des choix de gestion opérés par l'entreprise et notamment pas sur l'ampleur des risques pris par elle pour améliorer ses résultats »¹².

Au-delà de la liberté d'emprunter pour financer son activité¹³, des décisions favorables à l'entreprise ont été rendues dans les cas plus délicats de recours à l'emprunt pour financer des distributions aux actionnaires¹⁴ et même de rachat de ses propres actions¹⁵.

L'entreprise est libre non seulement de définir les modalités de financement lors du développement de son activité mais également de modifier *a posteriori* son ratio dettes/fonds propres tant qu'elle peut mettre en avant un intérêt économique.

Les seuls cas résiduels où l'entreprise prend un risque fiscal sont ceux où la société a fait des choix de **financements hybrides conduisant à la constatation d'une charge d'intérêt alors même que le financement ou son caractère hybride est sans incidence sur la situation financière de la société ou encore lorsque le financement ne présente pas les caractéristiques d'un prêt**.

C. - Cas « d'endettement artificiel » : mise en place d'un financement sans variation de la situation financière de la société

6 - Les situations ayant donné lieu à un avis du Comité de l'abus de droit¹⁶ ou à des décisions de jurisprudence¹⁷ concernaient des sociétés ayant procédé à des **distributions de réserves ou des réductions**

de capital concomitantes à l'émission d'obligations remboursables en actions (ORA) ou d'emprunt participatif.

Au cas d'espèce, l'absence de flux financiers, c'est-à-dire un simple jeu d'écritures comptables, ne semble pas avoir été l'élément clé de l'analyse. En revanche, le fait que ces opérations n'aient pas modifié la situation financière de la société a été certainement déterminant dès lors que le remboursement des ORA souscrites s'effectue obligatoirement en actions et que ces dernières font partie des autres fonds propres.

Dans cette logique et dans un cas très proche où une entreprise avait concomitamment réduit son capital et souscrit un **emprunt participatif**, le Comité de l'abus de droit a donné tort à l'Administration en notant que le prêt participatif, objet du litige, avait permis le remboursement d'une avance en compte courant¹⁸. Outre sa nature de dette au plan comptable qui modifie bien la structure financière de l'entreprise, la mise en place du prêt participatif avait permis de substituer une dette à long terme à une dette exigible. L'intérêt économique du point de vue de l'emprunteur pouvait au cas particulier être mis en avant.

En dehors des cas d'endettement circulaire, s'agissant de financements intragroupes, les cas de mise en œuvre de l'abus de droit demeurent à ce jour isolés. Pour autant, dans les situations de financement intragroupe (direct ou indirect) dans lesquelles l'actionnaire est également le prêteur, le recours à des instruments hybrides présente des risques fiscaux non négligeables dès lors que l'entreprise pourrait avoir du mal à démontrer un intérêt économique, comptable ou financier résultant de la mise en place de cet instrument.

La démonstration d'un abus de droit reposant sur un faisceau d'indices, d'autres éléments pourraient être pris en compte dans l'analyse. La présence d'actionnaires appartenant à des groupes économiques distincts et poursuivant des stratégies distinctes dans le cas d'ORA, les modalités de remboursement à un horizon lointain se rapprochant de la situation d'un actionnaire, voire l'impossibilité dans les faits de rembourser sur leur maturité les instruments hybrides qualifiés d'emprunt, comme c'est le cas dans certaines opérations à fort effet de levier, pourraient être pris en compte dans l'analyse pour apprécier tant la notion de montage artificiel dénué d'intérêt économique que celle de la réelle intention du souscripteur.

D. - Les financements par prêts d'actionnaires

7 - Ces financements, qui bien souvent permettent de finaliser de véritables opérations économiques comme des reprises d'entreprises notamment par LBO ou des financements de projets à long terme, ont eux aussi connu une forte montée en puissance.

Le fait que l'investisseur soit cumulativement actionnaire et prêteur est susceptible de soulever des questions nouvelles et invite à s'interroger sur le comportement et l'intérêt respectif des parties.

L'intérêt essentiel d'un prêteur, outre la perception de flux connus et réguliers est de bénéficier d'un rang de remboursement privilégié en comparaison de l'actionnaire. Lorsque le prêteur détient l'intégralité du capital de l'emprunteur, l'intérêt de bénéficier d'un rang privilégié vis-à-vis de seulement soi-même peut a priori poser question. Seule une analyse formelle, contextuelle et contractuelle détaillée prenant notamment en compte les conditions de rémunération des financements litigieux permettra de bien comprendre le comportement de l'investisseur et de déterminer la nature réelle du financement. Dans ce faisceau d'indices, la proximité avec le capital du fait de clauses de conversion automatique en capital ou d'égalité de traite-

10. Pour des exemples jurisprudentiels illustrant ce principe, V. CE, 9^e et 10^e ss-sect., 15 févr. 2016, n° 376739, SNC Pharmacie Saint-Gaudinoise, V. H. Kruger, Financement par emprunt d'un rachat d'actions suivi de leur annulation : une décision du Conseil d'État en demi-teinte : Dr. fisc. 2016, n° 13, act. 199. – C. Acard, Fiscalité financière (1^{re} partie) : Dr. fisc. 2016, n° 37, 477, n° 10. – ou encore, CAA Versailles, 1^{re} ch., 24 janv. 2012, n° 10VE03601, SAS Yoplait : JurisData n° 2012-007554 ; Dr. fisc. 2012, n° 21, comm. 308, concl. L. Dioux-Moëbs, note M. Chadefaux ; RJF 2012, n° 445.

11. CE, 8^e et 3^e ss-sect., 27 avr. 2011, n° 327764, Sté Legeps : JurisData n° 2011-008559 ; Dr. fisc. 2011, n° 25, comm. 399, concl. L. Olléon, note O. Fouquet ; RJF 7/2011, n° 783, chron. C. Raquin, p. 699 ; BGFE 2011, n° 4, obs. F. Donnedieu de Vabres, p. 1. – V. Y. Rutschmann et J. Gayral, Le risque manifestement excessif : immixtion rampante dans la gestion de l'entreprise ou simple garde-fou ? : Dr. fisc. 2012, n° 45, 500.

12. CE, sect., 13 juill. 2016, n° 375801, SA Monte Paschi Banque : Dr. fisc. 2016, n° 36, comm. 464, concl. É. Bogdam-Tognetti, note O. Fouquet.

13. CE, 8^e ss-sect., 20 déc. 1963, n° 52308 : Dr. fisc. 1964, n° 13, comm. 156, concl. M. Martin ; Dupont 1964, p. 175.

14. CAA Nancy, 1^{re} ch., 28 nov. 1991, n° 90NC00371, SA Prunier et n° 90NC00372, M. Prunier : Dr. fisc. 1992, n° 52, comm. 2394.

15. CAA Versailles, 1^{re} ch., 24 janv. 2012, n° 10VE03601, SAS Yoplait, préc.

16. Avis n° 2010-12 concernant la société X France Holding, 7 déc. 2010, V. Instr. 3 févr. 2011 : BOI 13 L-1-11, 24 janv. 2011 ; Dr. fisc. 2011, n° 6, instr. 14406.

17. CE, 10^e et 9^e ch., 13 janv. 2017, n° 391196, SAS Ingram Micro : Dr. fisc. 2017, n° 4, act. 63, confirmant CAA Versailles, 3^e ch., 29 avr. 2015, n° 12VE01779, Sté Ingram Micro : JurisData n° 2015-024214 ; Dr. fisc. 2015, n° 46, comm. 681, concl. B. Coudert, note E. Meier et R. Torlet ; RJF 8-9/2015, n° 720 ; V. également H. Kruger, Haro sur les ORA : La liberté de financement des entreprises est-elle soluble dans l'abus de droit ? : Dr. fisc. 2015, n° 46,

étude 670 et C. Acard, Fiscalité financière : Dr. fisc. 2015, n° 38, étude 557, n° 22.

18. Avis n° 2010-13, SAS Z France Holdings, V. Instr. 3 févr. 2011 : BOI 13 L-1-11, 24 janv. 2011 ; Dr. fisc. 2011, n° 6, instr. 14406.

ment avec l'actionnaire, l'absence d'échéance ou une maturité excessivement longue, l'absence d'effet de levier potentiel vis-à-vis d'autres actionnaires ou encore une rémunération plus proche de celle attendue par un actionnaire que par un prêteur, seront sans doute éclairants.

Dans les cas où le levier financier global devient très important, la capacité de l'emprunteur à faire raisonnablement face aux échéances en fonction tant du *business plan* que des modalités de remboursement des financements risque à terme de devenir un élément central dans les discussions qui opposent l'Administration et les entreprises.

2. Sur la délicate détermination de la juste rémunération des financements hybrides

8 - Les rares mécanismes de limitation de la déductibilité des charges financières qui portent sur le taux d'intérêt *per se* n'ont pas prévu spécifiquement d'intégrer dans l'analyse l'existence des composantes optionnelles attachées aux financements, qu'il s'agisse des modalités de remboursement ou de conversion en actions. Si l'article 39, 1, 3 du CGI n'a pas la prétention de se rapprocher d'un taux économique correspondant au cas d'espèce du financement, aussi bien l'article 57 du CGI que l'article 212, I du CGI obligent les fiscalistes à rechercher un juste taux qui doit tenir compte de l'ensemble des dispositions contractuelles. Le mouvement de convergence nécessaire entre les approches économiques, financières et fiscales est bien en marche.

On constate que les conditions de financement intragroupe posent encore largement question quand bien même la jurisprudence récente¹⁹ commence à fixer de grands principes. Si le principe d'une garantie explicite semble acté²⁰, sa prise en compte en fonction du contexte nécessite une analyse économique fine susceptible de donner lieu à de larges débats²¹. Deux cas méritent sans doute d'être mis en avant pour comprendre la difficulté spécifique de l'exercice en présence de financements hybrides, la spécificité des obligations convertibles (A) et les particularités des financements globaux (B).

A. - Les obligations convertibles

9 - Si les clauses concernant les modalités et options de remboursement dans le temps sont devenues relativement aisées à évaluer lorsqu'elles portent uniquement sur le capital, la valeur attribuable à l'option de conversion est encore un exercice d'une grande complexité, a fortiori lorsque les entités ne sont pas cotées. Tel est typiquement le cas en présence d'obligations convertibles, qu'il s'agisse d'OCA ou d'OCI²², instruments hybrides par excellence puisqu'outre la composante obligataire qui permet de financer l'entre-

prise, ces titres offrent la possibilité de modifier dans le futur la composition du capital.

Leur caractère hybride présente indiscutablement des attraits tant pour l'émetteur que le souscripteur. Par rapport à un financement obligataire classique, du fait de l'option de conversion, le souscripteur accepte de recevoir un taux d'intérêt moindre ce qui est favorable pour l'émetteur tant d'un point de vue comptable qu'en terme de trésorerie si les intérêts ne sont pas capitalisés. L'émetteur bénéficie par ailleurs d'une palette d'investisseurs potentiellement plus large, ce qui impacte favorablement le coût de financement. Pour le souscripteur, les avantages peuvent également être multiples. Tout en continuant à profiter d'un rang privilégié au regard du statut d'actionnaire et sans pâtir des risques indirects propres au statut d'actionnaire, le souscripteur profitera d'une hausse potentielle de valeur de l'émetteur. En période d'incertitude sur l'évolution future des marchés actions et obligataire, le porteur bénéficie d'un instrument assez défensif.

1° Des instruments particulièrement appropriés dans certains cas mais plus complexes qu'ils n'y paraissent

10 - Il n'est donc pas surprenant que l'on retrouve fréquemment ces financements hybrides au niveau de sociétés qui éprouvent des difficultés à lever des fonds. C'est en partie pour cette raison que l'on retrouve ce type de financement dans les tranches de dettes subordonnées des LBO, dans des activités en phase de lancement ou de retournement, dans des situations de financement de projets et dans de rares cas dans des émissions liées à une recherche d'optimisation fiscale dans un contexte intragroupe.

2° La clause de conversion a le plus souvent un impact mécanique sur le taux d'intérêt

11 - Dans le cadre de l'émission d'obligations convertibles en actions de la société émettrice, l'option de conversion accordée au porteur se traduit par un taux de rémunération inférieur au taux qu'aurait supporté la société en l'absence de cette option de conversion. En contrepartie, le souscripteur reçoit un taux d'intérêt inférieur au taux représentatif du risque de contrepartie de l'émetteur mais qui est compensé par une option de conversion qui s'apprécie en cas de hausse de la valeur des actions de l'émetteur. Dans un contexte de forte volatilité tant boursière qu'obligataire, les obligations convertibles sont des instruments très prisés des investisseurs et gestionnaires d'actifs. Les obligations convertibles conduisent, de façon quelque peu surprenante, à réduire la charge financière de l'entreprise émettrice ayant pour corollaire un risque de dilution à terme pour l'actionnaire. Cette dissymétrie entreprise/actionnaire d'un point de vue économique se cumule bien souvent avec une asymétrie de traitement d'un point de vue fiscal entre la charge déductible et le produit imposable. En dehors des cas rares où la clause de conversion présente une valeur nulle, du fait d'absence de risque dilutif compte tenu soit des liens capitalistiques déjà existants, ou du fait d'un rapport de conversion d'obligation en action trop élevé pour que le risque de conversion soit significatif, la juste évaluation de l'instrument optionnel et du taux d'intérêt devant en résulter peut s'avérer délicate.

3° Le cas simple où la clause de conversion n'a pas à être valorisée

12 - Lorsqu'elle ne présente pas un intérêt financier tangible, par exemple, ou lorsqu'elle répond à un simple intérêt stratégique en cas de survivance d'une procédure collective, la clause de conversion n'a pas à être valorisée. Le juste taux d'intérêt doit par conséquent en faire abstraction et se trouve être uniquement représentatif du risque de contrepartie.

19. CAA Bordeaux, 3^e ch., 2 sept. 2014, n° 12BX01182, min. c/ Sté Stryker Spine : *JurisData* n° 2014-035816 ; *Dr. fisc.* 2015, n° 22, comm. 332, note A. Guillemonat et O. Ramond. – V. C. Acard, *Fiscalité financière* : *Dr. fisc.* 2015, n° 38, étude 557, n° 4. – CAA Versailles, 3^e ch., 28 mai 2015, n° 14VE01904, n° 14VE01824 et n° 12VE02262, min. c/ Sté GE Money Bank, V. C. Acard, *Fiscalité financière* : *Dr. fisc.* 2015, n° 38, étude 557, préc., n° 5.

20. V. C. Acard, *Fiscalité financière*, *Dr. fisc.* 2015, n° 38, étude 557, préc.

21. V. A. Guillemonat et O. Ramond, *Taux d'intérêt dans les prêts intragroupe : Reconnaissance jurisprudentielle de la garantie implicite en droit interne : retour sur l'arrêt Stryker*, note sous CAA Bordeaux, 3^e ch., 2 sept. 2014, n° 12BX01182, min. c/ Sté Stryker Spine, préc.

22. Notons que, dans le domaine de la finance, l'enveloppe juridique ne présage en rien de la réalité de l'instrument. Certains comptes courants peuvent présenter un caractère subordonné vis-à-vis de créanciers seniors et comporter des clauses de conversions soit à la main de l'entreprise, soit à la main de l'associé. Dans pareilles situations, ils ressemblent en tous points à des obligations convertibles, qu'elles soient classiques ou inverses.

Qu'il s'agisse d'obligations convertibles classiques ou d'obligations convertibles inverses, l'absence d'intérêt économique peut résulter soit de l'absence d'impact à terme d'une dilution ou relation puisque les sociétés prêteuses et emprunteuses ont des liens capitalistiques proches de 100 %²³, soit d'une imbrication contractuelle où la clause de conversion ne présente qu'un intérêt juridique ou fiscal.

Dans d'autres cas, la clause de conversion présente une probabilité de conversion particulièrement faible. Il s'agit le plus souvent de cas où le support a été retenu uniquement pour des raisons comptables ou pour bénéficier d'une réglementation favorable.

4° Les cas où la conversion est probable

13 - En présence d'obligations convertibles, la justification d'un juste taux cumule deux difficultés. À la détermination d'un juste taux hors option de conversion, qui repose déjà sur une approche nécessaire mais délicate de rating de l'emprunteur²⁴, doit être ajoutée ou retranchée, suivant la qualité de l'optionnaire la valeur de l'option de conversion exprimée selon un taux appliqué au nominal de l'obligation. Cette deuxième composante est d'autant plus délicate à valoriser pour une société non cotée. Dans cette situation, la volatilité²⁵ des actions de l'émetteur qui est au cœur des modèles probabiliste d'évaluation des options sur actifs, peut être estimée à partir d'un échantillon de sociétés comparables et après retraitement de la situation financière des entreprises de l'échantillon. Il s'agit là d'un exercice toujours très délicat et discutable, a fortiori lorsque la maturité du financement est importante, et qui requiert la présence d'un praticien maîtrisant les modèles mathématiques applicables aux options²⁶ issus du modèle fondateur de Black-Sholes-Merton. À la grande différence d'options de conversion entre tiers, la structure capitalistique du groupe est par ailleurs susceptible d'impacter les transferts de valeurs résultant des options de conversion. Il convient par conséquent d'être très vigilant lors de la modélisation des effets induits.

5° Les cas où la clause de conversion est modulée

14 - Certaines émissions obligataires dans le cadre de financements LBO comprennent des clauses de non-conversion proportionnelle au TRI réalisé par l'investisseur. Si de tels mécanismes ne sont pas neutres au regard de la qualification donnée à l'avantage en résultant pour les managers²⁷, la question de la juste évaluation est particulièrement délicate puisque la valeur intrinsèque de la clause de conversion doit tenir compte de probabilités combinées de conversion. Dans la pratique, l'évaluation des obligations convertibles ne pourra être menée à bien qu'en tenant compte de l'interaction entre les différents instruments financiers potentiellement dilutifs qui sont parfois nombreux comme par exemple dans la structuration d'opérations de LBO.

B. - Les financements globaux

15 - Il s'agit du cas potentiellement trompeur où l'on dispose d'une ou plusieurs références de marché qui ont été obtenues dans des emprunts auprès de tiers.

La réalité du groupe et son impact en termes de risque de contrepartie conjugués à la technicité des levées de fonds sur les marchés ont conduit de plus en plus les sociétés à centraliser leur financement à moyen et long terme.

Il ne fait aucun doute au sein d'un groupe économique que les risques de contrepartie ne sont pas homogènes quand bien même la notion de soutien implicite atténue les disparités. Les agences de notation, lorsqu'elles sont amenées à noter différentes entités d'un même groupe, n'hésitent pas à attribuer des notes différenciées en fonction de la nature de l'activité exercée, selon la proximité avec le cœur de métier du groupe, la rentabilité et le niveau de dettes des entités concernées, ainsi qu'au regard de leur localisation pour tenir compte du risque pays. Cette situation est particulièrement marquée lorsqu'un groupe change d'actionnaire et que ce dernier s'est endetté de façon significative pour acquérir sa participation. Il n'est pas rare à cette occasion de voir des financements structurés complexes reposant sur une architecture de dette ayant des priorités différentes de remboursement (dette senior, subordonnée et mezzanine) et donc des risques et des rémunérations croissantes. L'élargissement des outils de financement est à la hauteur des besoins de financement et de la difficulté de trouver des investisseurs. Ces financements structurés globaux servent très différemment *in fine* la société holding de tête, qui bénéficie de l'effet levier maximal en prenant le contrôle du groupe cible, et les sociétés opérationnelles souvent rentables et peu endettées.

Deux cas de figure mériteront assurément d'être distingués. Soit la ou les holdings de tête qui lèvent les fonds procèdent à des prêts miroirs pour financer les besoins du groupe, soit le groupe contracte un financement global en affectant des lignes de financement répondant aux besoins spécifiques avérés ou estimés de chaque entité du groupe, les fonds nécessaires étant tirés au fur et à mesure des besoins.

Si l'intérêt global du groupe pris dans son ensemble est indiscutable, la juste rémunération des fonds empruntés pour les multiples bénéficiaires peut s'avérer délicate. En agissant de manière optimale, le groupe devrait lever sa dette au niveau des structures où la ressource financière est la moins onéreuse de manière à minimiser sa charge d'intérêt. Au final, il paraît difficilement justifiable qu'un holding puisse faire une perte économique en accordant à des filiales des conditions de financement à un taux inférieur au taux que lui-même obtient auprès de tiers. Les premières décisions rendues en la matière²⁸ n'abordent pas encore précisément la question des refacturations des coûts de financement ou de gestion. Les modalités de rémunération des garanties le plus souvent explicites accordées aux entités qui lèvent les fonds par les structures intermédiaires ou opérationnelles ne sont pas davantage tranchées²⁹.

S'il est évident que les sociétés opérationnelles ne devraient pas supporter un coût de financement qui intègre leur propre coût de rachat avec un effet de levier, leur appartenance à un groupe désormais endetté vient mécaniquement renchérir leur coût d'accès au financement, ce qui pose la question du juste taux de rémunération, le cas échéant en matière de prix de transfert. Un bilan global évaluant

23. V. en ce sens, CE, 9^e et 10^e ss-sect., 1^{er} juill. 2010, n° 304673, *Sté Financière du Val* : *JurisData* n° 2010-010807 ; *Dr. fisc.* 2010, n° 38, comm. 488, concl. P. Collin ; *RJF* 11/2010, n° 995.

24. V. A. Guillemonat et O. Ramond, *Taux d'intérêt dans les prêts intragroupe : Reconnaissance jurisprudentielle de la garantie implicite en droit interne : Retour sur l'arrêt Stryker*, note sous CAA Bordeaux, 3^e ch., 2 sept. 2014, n° 12BX01182, min. c/ Sté Stryker Spine, préc.

25. La volatilité d'une action renvoie à la notion empirique d'écart type. La volatilité est la principale grandeur qui traduit le risque pris par les parties à un contrat optionnel.

26. V. A. Guillemonat et O. Ramond, *Évaluation fiscale des produits financiers dérivés : un manque critique de repère face à des enjeux économiques majeurs* : *Dr. fisc.* 2014, n° 16, étude 274.

27. Dans pareille situation, l'avantage indirect en résultant pour les managers est requalifié en salaires.

28. *TA Bordeaux*, 3^e ch., 13 nov. 2014, n° 1302599, *SNC Siblu* : *JurisData* n° 2014-034052 ; *Dr. fisc.* 2015, n° 14, comm. 240, note B. Martin. – V. C. Acard, *Fiscalité financière* : *Dr. fisc.* 2015, n° 38, 557, n° 6 – Déductibilité des intérêts pratiqués sur des avances consenties entre entreprises d'un groupe en gagé dans une opération de LBO : exemple d'application des articles 39, 1, 3 et 212 du CGI

29. Les rares références jurisprudentielles ont toujours mis en avant des taux forfaitaires en l'absence d'analyse financière approfondie.

les différentes prestations rendues, facturées ou non comme par exemple le nantissement d'actifs au profit de l'emprunteur est nécessaire pour s'assurer de relations équitables.

Conclusion

16 - Face à ces financements hybrides dont le développement a été aussi rapide que massif, **la communauté des fiscalistes manque encore cruellement de recul. L'innovation dans le domaine de la finance et plus particulièrement des financements, couplée à un désengagement progressif des banques de leur fonction première de financement de l'économie, ont conduit de nombreux groupes à des réflexes d'autofinancement par le biais d'instruments hybrides. L'imbrication d'un produit de taux avec des instruments optionnels dans un contexte d'opérations intragroupes soulève de**

nombreuses questions. Les réponses équitables et responsables passent nécessairement par **(1) une analyse approfondie de l'équilibre économique global des opérations entreprises, (2) une parfaite compréhension du contexte et des mécanismes financiers résultant d'une imbrication contractuelle potentiellement sophistiquée et enfin (3) une évaluation financière pertinente des instruments en jeu.**

Plus que jamais **la complémentarité des compétences est de mise tant dans la structuration des opérations que dans l'analyse a posteriori de ces financements et le dialogue avec les différentes autorités administratives.**

MOTS-CLÉS : Abus de droit - Financements hybrides, prêts d'actionnaires - Entrée en terra incognita