

281 Subordination et principe de pleine concurrence : lorsque les financements s'étagent

Théophile TRANCART,

avocat à la Cour, Cohérence

Teddy BEN,

avocat à la Cour, Reboul & Associés



La subordination, technique largement usitée pour le financement des entreprises, entraîne, corrélativement au degré de risque auquel s'exposent les créanciers subordonnés, une majoration du taux d'intérêt. Dans le cadre des relations financières intragroupe, cette hiérarchisation – des financements et des rémunérations – demeure pourtant sujette à controverses avec les administrations fiscales.

Introduction

1 - La subordination consiste à bâtir une hiérarchie entre les créanciers, en vertu de laquelle un créancier subordonné (dit *junior*) accepte de n'être désintéressé qu'après un créancier *senior*. Autrement dit, « la cascade (*waterfall*) des paiements jaillit d'abord sur ceux qui se trouvent en haut de la pyramide, pour toucher ensuite ceux des rangs inférieurs, les créanciers ayant une vocation d'autant plus incertaine à être payés que leur rang de subordination les tient éloignés de la source des paiements qui irrigue la dette »¹. Cette technique permet de faciliter le financement des entreprises tout en modulant le degré de risque auquel s'exposent les créanciers. Elle s'avère donc largement présente lors des opérations de titrisation, de financements d'actifs et de projets, tout comme de financements d'acquisitions à effet de levier².

2 - La subordination, création empirique, revêt une pluralité de formes (non exclusives les unes des autres) et de portées. Contractuelle, elle résulte d'un accord (e.g., une convention de subordination ou un accord intercréanciers) en vertu duquel les créanciers *juniors* acceptent de subordonner leurs créances au paiement de celles des créanciers *seniors*³. Structurelle, elle naît du regroupement de créanciers au sein de structures distinctes ; tel est par exemple le cas lorsqu'un prêt bancaire sera octroyé à la holding d'acquisition, filiale unique d'une holding ayant émis des obligations dont les souscrip-

teurs seront alors structurellement subordonnés par rapport aux créanciers de la holding d'acquisition. Elle peut également procéder d'un dispositif législatif⁴. Au-delà de son fondement, la subordination présente aussi une portée variable. Particulière, elle n'est stipulée qu'au bénéfice d'un ou plusieurs créanciers dits spécifiques. Générale en application d'une loi, elle bénéficie à l'ensemble des créanciers, que ceux-ci soient privilégiés ou chirographaires.

3 - Conséquence de cette hiérarchisation des dettes, en cas de défaut de l'emprunteur, la subordination se traduit par un moindre taux de recouvrement de la dette subordonnée. Ainsi, selon Moody's, sur la même période, le taux de recouvrement moyen en cas de défaut était de 27,8 % pour les obligations subordonnées contre 47,1 % pour les obligations *seniors* n'ayant pas donné lieu à des sûretés⁵. Parce qu'elle comporte intrinsèquement un surcroît de risque pour le créancier *junior*, la subordination entraîne corrélativement une hausse de la rémunération du financement⁶. Et c'est précisément cette majoration du taux d'intérêt qui suscite, dans le cadre de relations intragroupe, l'attention des administrations fiscales. Conformément au

1. F.-X. Lucas, *La subordination des créances à l'épreuve de la procédure collective* : Rev. proc. coll. 2013, dossier 19, n° 3.

2. Z. Sekfali, *Droit des financements d'entreprise*, Titre 1 Financements structurés d'entreprises : des critères communs, Chapitre 4 La technique de la subordination dans les financements structurés : RB Édition, 2^e éd., 2018.

3. Ph. Wood, *The Law of Subordinated Debt* : Sweet & Maxwell, 1990

4. *V. par ex.*, les prêts participatifs dont le régime est prévu par les articles L. 313-13 à L. 313-20 du Code monétaire et financier, et les titres participatifs définis par les articles L. 228-36 et L. 228-37 du Code de commerce.

5. *Moody's Ultimate Recovery Database* : sur la période allant de 1987 à 2022, le taux de recouvrement moyen en cas de défaut était de 27,8 % pour les obligations subordonnées, de 47,1 % pour les obligations seniors n'ayant pas donné lieu à des sûretés et de 61,2 % pour les obligations seniors ayant fait l'objet de sûretés.

6. OCDE (2022), *Principes de l'OCDE applicables en matière de prix de transfert à l'intention des entreprises multinationales et des administrations fiscales*, § 10.90 : « Les caractéristiques qui tendent à accroître les risques assumés par le prêteur, comme [...] le degré de subordination [...] tendent à augmenter le taux d'intérêt. ».