



par
Christophe MARION
président, FinHarmony

COMPTABILITÉ ET COMMUNICATION FINANCIÈRE

LE COMMUNIQUÉ DE L'AMF DU 7 OCTOBRE 2008 FAIT LE CONSTAT DE L'ÉCHEC DES DISCUSSIONS DE PLACE POUR TROUVER UN CONSENSUS SUR LE TRAITEMENT COMPTABLE DES PEE À EFFET DE LEVIER. EN L'ABSENCE D'ACCORD, CES PLANS SONT-ILS EN DANGER ALORS QU'ILS PERMETTENT LE DÉVELOPPEMENT DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ, TANT SOUHAITÉ POUR ASSURER LA STABILITÉ DU CAPITAL DES GROUPES COTÉS ?

Les plans d'épargne entreprise à effet de levier

LE PRÉCÉDENT DÉBAT sur le traitement des plans d'épargne entreprise (PEE) simples s'est achevé en 2004 sur un consensus, même s'il était discutable. L'effet de levier leur a apporté une couche de complexité supplémentaire. L'ancien consensus va-t-il voler en éclats ? C'est l'occasion de comprendre comment fonctionnent ces plans ingénieux et de réfléchir aux paiements sans trésorerie et à leur comptabilisation.

Du point de vue du salarié, les PEE à effet de levier représentent une proposition intéressante : en achetant une seule action de son entreprise à un prix préférentiel, le salarié obtient, après cinq ans de blocage, le rendement de dix actions¹, si le cours a monté. Et si le cours de Bourse de l'entreprise n'a pas progressé, le salarié retrouve son investissement initial. Voilà de quoi développer l'actionariat salarié, grâce à un pari auquel tout le monde souhaite participer : « *Pile je gagne, face je ne perds pas !* ». Soit la magie existe, soit il y a un truc.

UN MÉCANISME COMPLEXE

Bien sûr, comme dans tout bon tour de magie, ce que voit le spectateur (ici le salarié) n'est qu'une partie de ce qui se passe vraiment. Tout d'abord, l'entreprise n'a pas proposé une seule action, mais dix¹. Ces actions étant émises dans le cadre d'un programme réservé aux salariés, elles bénéficient d'un rabais. Le véhicule qui gère les placements des salariés, le fonds commun de placement

entreprise (FCPE), souscrit à la totalité du plan proposé. Puisque le salarié n'achète qu'une action sur dix, le FCPE achète les neuf autres grâce à l'intervention d'une banque arrangeuse.

Ensuite, c'est dans l'accord conclu avec cette banque que réside le reste de l'astuce, qui repose sur la combinaison de plusieurs transactions différentes (voir figure page suivante). D'abord, la banque apporte de quoi souscrire à l'augmentation de capital, contre la promesse d'un échange au terme des cinq ans (swap). Simultanément, elle emprunte la même quantité d'actions qu'elle vend aussitôt sur le marché (vente à découvert). La banque se retrouve ainsi avec un excédent de trésorerie : elle a prêté au FCPE de quoi financer neuf actions avec rabais et elle en a vendu dix au prix du marché. Cet excédent de trésorerie est immédiatement affecté à trois nouvelles transactions. Premièrement, la banque place une partie de l'excédent de façon à avoir, au terme des cinq ans de blocage, la somme minimum promise au salarié. Pour ce faire, elle achète une obligation zéro coupon venant à maturité au bout de cinq ans. Deuxièmement, la banque couvre le coût du montage. À part sa propre

rémunération, il s'agit essentiellement du coût de l'emprunt des titres. Il convient de rappeler que l'emprunt de titres est une opération peu onéreuse, si le titre est suffisamment liquide. C'est pourquoi ces montages sont particulièrement adaptés aux sociétés du CAC 40. Troisièmement, la banque achète des options sur

le titre de la société, de façon à disposer dans cinq ans du rendement promis au salarié en cas de hausse du cours de Bourse. Idéalement, il convient d'acheter dix¹ options d'achat (*call*), mais si leur prix ou le coût d'emprunt ne le permet pas, on ne pourra proposer aux salariés qu'une partie de la hausse du titre, par exemple 80 %. Au terme de la

**LES ACTIONS
SOUSCRITES DANS
LE CADRE D'UN PEE
SONT BLOQUÉES
CINQ ANS**

période de blocage, le FCPE échange ses actions contre le portefeuille constitué par la banque arrangeuse et peut ainsi donner aux salariés le montant de leur investissement initial, plus la hausse éventuelle du titre comme s'ils en avaient acheté dix fois plus. La banque reçoit les actions souscrites par le FCPE, ce qui lui permet de les « rendre » pour solder son opération d'emprunt de titres. En résumé, les actions souscrites dans le cadre d'un PEE sont bloquées cinq ans, mais ce montage permet de « monétiser » immédiatement le rabais pour acheter un porte-

feuille d'instruments qui vaudra, dans cinq ans, au moins la valeur d'une action aujourd'hui, et qui permet de bénéficier de la hausse du titre, comme si l'on avait investi dix fois plus (effet de levier).

COMMENT COMPTABILISER LES CHARGES ?

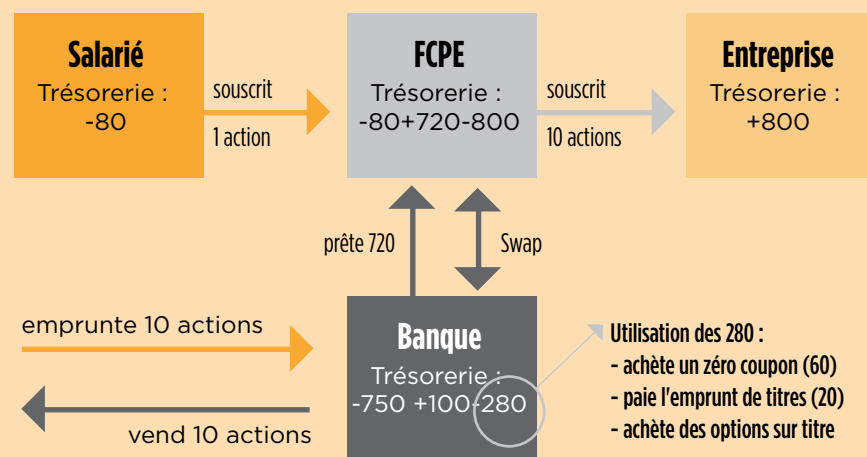
La façon de comptabiliser un tel montage fait l'objet d'un débat où les différentes positions en présence n'ont pas pu être conciliées à ce stade. L'enjeu est de définir la charge à comptabiliser lors de la mise en place d'un tel plan. Il est donc important et sensible, car touchant à l'actionnariat salarié. Pour comprendre les différents traitements envisagés, il est utile de revenir au premier débat sur les PEE simples qui a abouti à la position exprimée par le Conseil national de la comptabilité (CNC) dans son communiqué de décembre 2004. Le PEE est une transaction dans laquelle les salariés ont accès aux actions de l'entreprise pour un prix réduit en vertu de leur statut de salariés. Selon la norme IFRS 2, si les actions sont souscrites pour un prix préférentiel (qui ne correspond pas à leur juste valeur), alors une charge doit être constatée pour la différence. Le raisonnement est que le rabais n'est pas un cadeau sans contrepartie (rien n'est gratuit), mais la rémunération du travail des salariés. Cette rémunération doit être comptabilisée en charge de personnel.

En première analyse, on pourrait penser que la charge à comptabiliser est égale au rabais. Mais ce n'est pas si simple : les actions que les salariés obtiennent sont particulières : elles sont bloquées cinq ans. Or une action que l'on ne peut pas négocier pendant une si longue période vaut-elle le même prix qu'une action « normale » ? Il est évident que la réponse est négative. Une action bloquée vaut moins cher, un peu comme un appartement occupé n'a pas la même valeur qu'un appartement libre. Une preuve en est fournie par le comportement observé dans la majorité des PEE. En pratique, les salariés ajustent leur souscription en fonction de l'abondement et des autres mesures d'accompagnement proposées. Rappelons que l'abondement est la contribution qu'apporte l'entreprise aux salariés qui souscrivent au plan (par exemple, pour une

action achetée, l'entreprise en finance une autre²). Ce comportement démontre que, aux yeux des salariés bénéficiaires, le rabais consenti ne couvre pas les risques liés au blocage de cinq ans. Si le rabais couvrait le risque, cela représenterait une bonne affaire et il faudrait acheter le plus de titres possible, au besoin en s'endettant, comme le font les bénéficiaires de stock-options lorsqu'ils les exercent. Dans un PEE, les salariés ne le font pas car ils ne peuvent pas revendre immédiatement leurs actions et « toucher » le rabais. Certains ont donc pu affirmer que le rabais consenti aux salariés ne constituait pas un avantage, et qu'aucune charge ne devait être comptabilisée. Ce qui constitue un avantage, c'est l'abondement et l'avantage fiscal obtenu par la conversion de la participation et de l'intéressement, par exemple. Il est vrai que dans la tourmente boursière de 2008, les PEE n'ont pas représenté un « cadeau », seul un abondement significatif permettant d'effacer les pertes du marché.

Cependant, IFRS 2 précise que, pour déterminer la juste valeur des instruments remis dans le cadre d'un paiement en actions, on ne doit pas tenir compte des conditions imposées au bénéficiaire, telles qu'une période de blocage. La raison en est que la juste valeur ne se détermine pas du point de vue d'un acteur en particulier (ici le salarié), mais de celui de n'importe quel intervenant sur le marché, du moment qu'il est « volontaire et bien informé ». De ce point de vue, la juste valeur d'un portefeuille bloqué cinq ans est essentiellement la même que celle d'un portefeuille non bloqué. En effet, il est relativement aisé de mettre en œuvre une stratégie qui permette de faire comme si les actions n'étaient pas bloquées (voir tableau, page suivante). Ainsi, l'International Accounting Standards Board (IASB) a indiqué que les conditions imposées au bénéficiaire d'un paiement sur base d'actions devraient normalement avoir peu d'impact sur la valeur des instruments accordés. Sur cette base, la juste valeur ■■■

Schéma d'un PEE à effet de levier



Hypothèses :

L'action cote 100. Elle est proposée aux salariés avec un rabais de 20 %, soit le maximum autorisé par la législation (au-delà, il constituerait un avantage en nature taxable). Le salarié souscrit une action pour 80. La banque prête 720 au FCPE (9x80), qui souscrit ainsi 10 actions. La banque emprunte 10 titres sur le marché et les vend immédiatement pour 1000.

Elle dispose donc d'une trésorerie de 280, dont elle place 60 dans une obligation « zéro coupon », qui vaudra 80 dans cinq ans. Elle utilise 20 pour payer l'emprunt des titres et tout autre frais encouru dans le montage. Il lui reste donc 200 pour acheter 10 options d'achat sur l'action de l'entreprise qui permettront de procurer le rendement promis en cas de hausse. Au terme de la transaction, le FCPE échange ses 10 actions contre le portefeuille de la banque. La banque peut ainsi « rendre » les actions empruntées.

■■■ des actions souscrites dans le cadre d'un PEE bloqué cinq ans est essentiellement celle du même portefeuille non bloqué — au coût de la stratégie près³.

Une situation délicate : d'un côté, la théorie financière indique que la période de blocage ne représente pas grand-chose ; de l'autre, l'expérience montre que le blocage de cinq ans a une telle valeur que les salariés ne souscriraient pratiquement pas au programme s'il n'y avait pas d'abondement ou d'avantage fiscal. On peut faire ici deux remarques. D'abord, une observation simple : l'auteur de ces lignes n'a jamais vu (mais souhaiterait rencontrer) un salarié, titulaire d'un PEE, qui aurait procédé à la vente à terme⁴ de ses actions pour pouvoir réaliser des arbitrages malgré la période de blocage (rappelons qu'il faut aussi s'endetter et acheter le même portefeuille que celui qu'on détient déjà). Ensuite, une remarque plus fondamentale : comment expliquer que la valeur d'un portefeuille soit déterminée par référence au coût de sa couverture ? Il y a toujours une différence entre valeur et coût : c'est le profit (ou la perte). Le coût est propre à chaque acteur et ne devrait pas intervenir dans le raisonnement. Malgré ces réserves, c'est bien la vision théorique qui a prévalu sur l'expérience et qui est exposée dans le communiqué du CNC³.

**PEE À EFFET DE LEVIER :
UNE COMPLEXITÉ
SUPPLÉMENTAIRE**

Peut-on appliquer cette position aux PEE à effet de levier ? Cela semble difficile, car les incohérences décrites ci-dessus sont encore plus criantes lorsqu'on introduit un effet de levier. De toute façon, la position de place repose sur le coût de la couverture pour le salarié ; or dans un montage avec effet de levier, la couverture est mise en œuvre par la banque, dont le coût de financement n'est évidemment pas le même. Rappelons que l'on cherche à déterminer un coût pour l'entreprise et qu'en l'absence de coût identifiable, les IFRS utilisent la juste valeur de l'instrument octroyé aux salariés. En effet, contrairement à une idée trop répandue, IFRS 2 ne prévoit pas que la charge constate le manque à gagner des actionnaires. On pourrait imaginer de comptabiliser une charge sur la base de la valeur du rabais

Comment transformer un portefeuille bloqué cinq ans en un portefeuille sur lequel l'arbitrage est possible à tout instant

	Date d'attribution	Terme de la période de blocage
Transactions	<ul style="list-style-type: none"> • Achat du portefeuille à prix réduit (10 actions à 80) • Vente à terme du portefeuille • Emprunt de 1000 • Achat au comptant du même portefeuille (10 à 100) 	<ul style="list-style-type: none"> • Réalisation de la vente à terme (10 actions à 102) • Remboursement de l'emprunt (1000 + 100 intérêts)
Bilan titres	10 + 10	10
Bilan cash	-800 + 1000 - 1000	-800 + 1020 - 1100

Coût de cette stratégie : les intérêts sur l'emprunt (à la valeur à terme de l'action près)

sur dix titres, mais le salarié ne les a jamais (il n'a que la hausse correspondante). Si ces dix actions ont une réalité, c'est du point de vue des actionnaires. Or les IFRS ne prétendent pas présenter les comptes des actionnaires, mais ceux de l'entreprise. Puisqu'il faut renoncer à donner une valeur aux dix titres, la solution consiste à utiliser un modèle d'options pour valoriser le portefeuille remis au salarié (une obligation zéro coupon et une option). Mais l'option remise au salarié avec le concours de la banque est difficile à valoriser car non cotée et très spécifique. La volatilité à prendre en compte dans le modèle devient le paramètre clé et aucun consensus n'a pu être trouvé.

Les PEE représentent une situation limite, susceptible de remettre en question le modèle d'IFRS 2. Dans le cadre d'une transaction « pure », où un service précis est fourni en échange de titres, IFRS 2 fonctionne bien : la juste valeur est un bon substitut du coût. Mais quand la transaction n'est pas aussi simple, il en va autrement. Dans un PEE, le paiement en titres ne représente qu'une fraction marginale de la rémunération du salarié. En effet, même en l'absence de PEE, le salarié aurait travaillé dans l'entreprise (il en va de même pour certains plans d'options, d'ailleurs). Dans la relation complexe qui unit le salarié à son entreprise, quel est l'impact du PEE par rapport au salaire, à l'intérêt du poste, à la qualité de vie au travail et à toutes ces

choses immatérielles ? Quelle est la valeur du bouquet de fleurs posé sur la table du restaurant ? Si l'on ne connaissait pas son coût, comment ferait-on ? Comme le disait à peu près Albert Einstein : « *dans la vie, tout ce qui compte ne peut pas être compté* ». Devant l'impossibilité de trouver une position de place, l'AMF a demandé à ce que les plans soient accompagnés d'une information complémentaire très détaillée. Sur la base d'une information suffisamment détaillée, les utilisateurs des états financiers jugeront. Espérons que la pratique fasse ainsi émerger progressivement la meilleure méthode, selon un processus « darwinien ». La vigilance de tous les acteurs est indispensable pour que le processus évolue dans le sens d'une amélioration de la pratique. ■

1. La quantité de titres est variable, mais dix est un chiffre que l'on retrouve souvent en pratique et c'est celui qui est repris à travers tout l'article.

2. Là encore, il ne s'agit que d'un exemple. L'abondement peut être un pourcentage de la souscription du salarié. Il est typiquement plafonné en fonction du salaire.

3. Heureusement, la position du CNC fait des salariés les seuls participants au marché en question, ce qui a pour conséquence que le coût de la couverture est assez significatif, car on suppose qu'ils s'endettent à des conditions « grand public ». En pratique, le coût a été ces dernières années de l'ordre de 12 % à 18 %, ce qui compense assez largement le rabais octroyé par l'entreprise et limite l'impact sur les comptes.

4. Il faudrait aussi trouver un intermédiaire financier acceptant de procéder à une transaction d'achat ou de vente à terme (cinq ans) sur des portefeuilles individuels de quelques actions.