



**CHRISTOPHE MARION, PRÉSIDENT DE FINHARMONY, CONSEIL ET FORMATION, SPÉCIALISTE DES NORMES IFRS** et autres problématiques pointues de direction financière. Après dix ans d'audit à l'international (Londres, Paris, New York et Afrique), il s'est spécialisé en IFRS et US GAAP. Ancien responsable de la formation chez PricewaterhouseCoopers, il a fondé FinHarmony en 2001. Il est diplômé d'HEC et d'expertise comptable.

## LA MODÉLISATION EN QUESTION : LE CAS DES PEE

Les IFRS amènent à se poser plus de questions sur la valeur et donc à recourir plus fréquemment à des modèles. Or la modélisation pose de nombreux problèmes, en particulier en matière de plans d'épargne entreprise (PEE). Cependant, ces difficultés ne doivent pas amener à rejeter les modèles ni les IFRS. Il s'agit, pour les utilisateurs d'états financiers, de comprendre les limites de l'exercice de valorisation pour en faire le meilleur usage.

Avec les IFRS, les évaluateurs sont très sollicités : évaluation des flux futurs pour déterminer l'éventuelle perte de valeur des actifs de l'entreprise, évaluation des instruments financiers (pour leur valorisation elle-même, ou pour s'assurer de l'efficacité des couvertures), évaluation des engagements sociaux et des actions de l'entreprise pour déterminer le coût des stock-options.

Un certain enthousiasme a d'abord accueilli ce mouvement. En effet, la réflexion sur les modèles de valorisation est un exercice intéressant. Se pencher sur la formule de Black & Scholes permet de se plonger dans des formules mathématiques qui nous rappellent nos chères études et constitue un remuement très sain. Plus sérieusement, la modélisation des flux futurs de trésorerie générés par un investissement oblige à une prise de recul et à une réflexion sur la stratégie de l'entreprise qui bénéficient à la direction de l'entreprise et au lecteur des comptes.

Par ailleurs, l'introduction d'une certaine dose de juste valeur dans la réflexion comptable a pu faire croire à un virage plus important : «Enfin ! Les comptables quittent leur sacro-saint coût historique et s'intéressent à la valeur.» Cependant, après cet engouement initial, on assiste à un certain reflux, lié aux difficultés de la mise en pratique. D'abord, la prise en compte de la valeur en comptabilité pose une question fondamentale : la comptabilité doit-elle dire la valeur ? Mais surtout, la modélisation se heurte à des limites intrinsèques.

### NI PARFAITS, NI NEUTRES

Les modèles sont forcément imparfaits. Tout modèle n'est qu'une représentation de la réalité, qui reste toujours imprévisible et complexe. Malgré les progrès des images de synthèse, on reconnaît au premier coup d'œil la photographie d'un visage humain par rapport à une image de synthèse.

Les modèles ne sont pas neutres. Par exemple, depuis la comptabilisation systématique du coût des stock-options aux États-Unis,

les entreprises ont eu tendance à changer de modèle. Selon une étude AON<sup>(1)</sup>, seules 68 sociétés avaient quitté le modèle Black & Scholes (B & S) pour le modèle binomial entre 1995 et 2004. Elles ont été 135 en 2005 et étaient déjà plus de 100 au cours des cinq premiers mois de 2006. Il ne s'agit pas d'un mouvement majoritaire mais d'une tendance, justifiée par la capacité du modèle binomial à prendre en compte certains paramètres additionnels permettant une valorisation plus précise des stock-options. Cette finesse accrue permet de comptabiliser un coût plus faible. Tant qu'il s'agissait de donner une simple information en annexe, ces sociétés se contentaient d'un modèle simple (B & S). Mais lorsqu'elles ont dû comptabiliser en charge le chiffre issu du modèle, elles en ont changé.

### UN HASARD «SAUVAGE»

Certains modèles sont faux. Qu'il s'agisse du modèle B & S ou du modèle binomial, les hypothèses sont fondamentalement les mêmes : les marchés financiers

connaissent une infinité de mouvements individuels indépendants (browniens) et les variations de cours sont continues. Ces hypothèses amènent à recommander l'emploi de la loi «normale», et sa célèbre courbe de Gauss. En réalité, loin du «hasard doux» qui en découle, les marchés financiers sont soumis au «hasard sauvage», selon Benoît Mandelbrot<sup>(2)</sup>. Toutefois, si les modèles actuels sont inadaptés, les nouveaux modèles restent encore à concevoir.

Les modèles reposent sur des hypothèses. Dans le cas de l'évaluation des engagements sociaux des entreprises, il est nécessaire de faire appel à un grand nombre d'hypothèses, dites «actuarielles»<sup>(3)</sup>. Ces hypothèses sont évidemment à revoir chaque année et cet ajustement a un impact sur le montant à provisionner et donc sur les comptes. Un tel impact peut être tellement significatif que les normalisateurs ont inventé la complexité de la méthode du «corridor» pour tenter d'y remédier, et s'y sont repris à plusieurs fois pour en déterminer le traitement comptable<sup>(4)</sup>. Lors des derniers changements, ils ont fait savoir qu'ils ne considèrent pas le sujet comme traité de façon définitive.

### LE CASSE-TÊTE DE LA DÉCOTE

Les modèles ne couvrent pas tous les sujets. Dans le cadre des plans d'épargne entreprise (PEE), les salariés peuvent souscrire à une augmentation de capital avec une décote par rapport à la valeur de marché des actions, souvent de

20%. Les actions ainsi acquises sont bloquées cinq ans. D'un point de vue fiscal et social, on considère qu'un tel plan ne correspond pas à un salaire. En effet, la décote de 20% n'est pas très significative et est estimée correspondre au «rabais» nécessaire pour tenir compte de la période d'incessibilité du titre. En application de la norme IFRS 2, en revanche, la question se pose. Si les actions sont acquises pour un prix inférieur à la juste valeur, cette décote correspond à une rémunération. Une charge de personnel doit alors être constatée pour ce montant. Le principe est simple, mais particulièrement délicat à mettre en œuvre. En effet, il ne paraît pas correct de retenir la totalité de la décote par rapport à la valeur de marché, car les actions ne sont pas comparables : celles du PEE ne sont pas cessibles. Or la période d'incessibilité a pour conséquence, en cas d'anticipation de baisse, que le salarié supporte la totalité de la baisse sur une période de cinq ans. Avec une action cessible, on peut limiter sa perte dès qu'on le souhaite. Le raisonnement inverse n'est pas vrai, car si le salarié croit à la hausse de l'action, le fait qu'elle soit incessible n'a aucun effet : il la conserve de la même manière. L'incessibilité de l'action est donc neutre en cas de hausse, mais défavorable en cas de baisse. Comment prendre en compte le coût de l'incessibilité ? Clairement, l'incessibilité diminue la valeur de l'action, mais de combien ? Les travaux des économistes et des psychologues nous apprennent que l'*homo economicus* est plus

sensible à la perte qu'au gain<sup>(5)</sup>. On pourrait donc imaginer que la décote à consentir pour placer sur le marché des titres incessibles pendant cinq ans soit supérieure à 20%. Le fait que les augmentations de capital réservées aux salariés soient généralement bien souscrites ne contredit pas cette hypothèse. En effet, d'une part, le PEE permet la neutralité fiscale (pas de charges sociales sur la décote et pas d'impôt sur les éventuelles plus-values à la sortie), ce qui compense l'incessibilité et, d'autre part, les salariés sont attachés à leur entreprise et donc probablement plus prêts à en acheter les actions. Pour chiffrer l'incessibilité, il serait intéressant de proposer sur le marché des actions bloquées cinq ans et d'étudier leur prix par rapport aux actions «normales». La décote serait certainement différente d'une entreprise à l'autre en fonction de son risque. Mesurer cette décote permettrait de connaître la vraie valeur de l'avantage octroyé aux salariés : si le marché considère que le blocage de cinq ans vaut une décote de 12%, sachant que les salariés bénéficient de 20%, leur avantage est de 8%.

À titre de comparaison, en normes américaines, un plan qui prévoit une décote de 5% pour la vente d'actions à des salariés n'est pas considéré comme octroyant une rémunération (*non compensatory plan*<sup>(6)</sup>). Une décote supérieure peut également être considérée comme n'octroyant pas un avantage, si l'entreprise peut justifier que cette décote correspond à l'économie de coûts

## Face aux limites de la valorisation, certains sont tentés par un rejet en bloc. Il convient donc d'améliorer les modèles, de les comprendre et surtout de savoir les exploiter.

qu'elle a réalisée du fait que l'augmentation de capital est placée auprès de ses salariés plutôt que sur les marchés<sup>(7)</sup>.

En IFRS, à défaut de savoir quelle décote correspond à cinq ans de blocage, les sociétés ont dû choisir entre deux méthodes : ignorer la période de blocage et considérer l'avantage comme égal à la décote, ou inventer un modèle qui détermine l'avantage comme égal à la décote, diminuée du coût pour les salariés de porter les actions cinq ans.

### DES NORMES PLUS SENSIBLES À LA MANIPULATION ?

Face aux limites de la valorisation par les modèles, certains sont tentés par un rejet en bloc, exprimé en premier lieu contre les normes IFRS. En manipulant les hypothèses, et en changeant les modèles, les entreprises pourraient aboutir au résultat désiré. Puisque les IFRS ont davantage recours aux modèles, ces normes seraient plus sensibles à la manipulation. Plus que jamais, le retour au cash

serait la solution : *cash is a fact, profit is an estimate*. Pour certains, il faudrait même revenir aux anciennes normes comptables «qui ont fait leurs preuves». Cependant, un tel mouvement est illusoire car, quel que soit le référentiel comptable utilisé, les hypothèses de la direction seront toujours d'une importance capitale. De plus, le résultat est un meilleur indicateur prédictif que le cash<sup>(8)</sup>. Par ailleurs, le niveau de résultat ou de capitaux propres n'est pas un indicateur dans l'absolu, c'est leur évolution qu'il faut étudier. Pour cela les modèles sont efficaces. Mieux vaut donc améliorer les modèles, les comprendre et surtout savoir les exploiter sans les prendre pour argent comptant. Le travail a commencé et les difficultés en font partie. ■

(1) Citée dans l'article de Marie Leone, « Bimomial Creep » CFO.com, 19 mai 2006.

(2) Benoît Mandelbrot est l'inventeur des fractales, et son ouvrage *Une approche fractale des marchés* (éditions Odile Jacob, 2005) est à la fois passionnant et éclairant.

(3) Parmi les principales : taux d'actualisation, taux de revalorisation des salaires, turn-over, mortalité, rendement des fonds placés...

(4) La norme IAS 19 a été révisée en décembre 2004 pour introduire une option de comptabilisation des écarts actuariels directement dans les capitaux propres. La norme américaine FAS 158 de septembre 2006, bien qu'elle ne soit pas identique, introduit un traitement similaire.

(5) Voir les travaux de Vernon Smith, prix Nobel d'économie en 2002.

(6) FAS 123R, §12. Il existe d'autres conditions pour que le plan ne soit pas considéré comme rémunérant. En particulier, le plan ne doit contenir aucune caractéristique optionnelle.

(7) On voit que le normalisateur américain privilégie le point de vue de l'entreprise : l'augmentation de capital réservée aux salariés a-t-elle rapporté autant d'argent qu'une opération avec les actionnaires ? Si oui, c'est une bonne affaire. Sinon, c'est une décision de l'entreprise visant à rémunérer les salariés, et une charge de personnel doit être comptabilisée.

(8) Cela a été démontré à plusieurs reprises : Patricia M. Dechow Wharton School, University of Pennsylvania, septembre 1993.