

« Poser les questions, c'est les résoudre. » Albert Einstein

Le  
Marché

L'actualité décryptée

Pour quelques rapports de plus...

Nous vous faisons part lors du précédent numéro d'Ingenews des nombreux rapports que le printemps avait vu fleurir... On aurait pu penser que la trêve estivale allait réorienter l'attention médiatique loin du **partage de la valeur ajoutée et de la rémunération des grands patrons**. Pourtant, l'introspection nécessaire du capitalisme français et international semble bien loin d'être terminée et les groupes de réflexion continuent d'alimenter le débat, participant ainsi à cette thérapie tant attendue.

Parmi les derniers rapports rendus publics, on peut citer celui de l'**Autorité des Marchés Financiers** qui, à partir d'un échantillon d'une soixantaine de documents de référence de sociétés cotées, a analysé la mise en œuvre du code Afep/Medef. Dans ses conclusions, l'AMF constate un notable **effort en matière de transparence**, mais estime qu'une meilleure transparence et une meilleure information du public à l'égard des rémunérations et des retraites complémentaires des grands patrons sont nécessaires.

Cette idée de transparence a également été pointée du doigt par le **rapport Entreprise et Progrès** qui préconise, parmi bien d'autres propositions, une **présentation de la structure de la rémunération des dirigeants au comité d'entreprise**.

Enfin, le rapport de la **commission des lois de l'Assemblée Nationale** a fait un certain nombre de propositions pour **encadrer la rémunération des dirigeants sociaux** comme la limitation des jetons de présence, le renforcement de l'encadrement des stock-options, le remplacement des retraites chapeaux par un système de capitalisation ou la transformation de l'actuel comité des sages en un observatoire des rémunérations.

On le voit, la réflexion menée depuis quelques mois a été riche, riche en rapports, riche en propositions, sera-t-elle riche en décisions ?

Affaire à suivre...

Regard

Ne tirez plus sur les stocks options !

Les stocks options fêteront leurs 40 ans en France l'année prochaine.

Les options de souscription ou d'achat d'actions au bénéfice des salariés des entreprises sont nées d'une loi du 31 décembre 1970, près de 20 ans après que le mécanisme a vu le jour aux Etats-Unis.

L'initiative partait d'un double constat :

- celui selon lequel le pouvoir dans l'entreprise était de plus en plus exercé par les directeurs, non actionnaires, créant ainsi une rupture entre la propriété du capital et l'exercice du pouvoir économique,
- l'évolution sociologique de la population active, au sein de laquelle les cadres tendaient à se substituer aux catégories traditionnelles de propriétaires, composées de commerçants, artisans ou exploitants agricoles.

Il est ainsi apparu important pour le législateur à l'époque de réconcilier la propriété et la gestion des entreprises, afin de favoriser le développement économique des entreprises tout en assurant une stabilité politique, par le renforcement du statut social des classes moyennes montantes.

Ces principes fondateurs semblent toujours d'actualité, même si le monde a beaucoup changé depuis la fin des années 1960.

Depuis 40 ans, dans les entreprises d'une certaine taille, le poids des managers n'a fait que se renforcer et ce sont très largement les mécanismes d'actionnariat salarié qui ont permis de combler en partie le fossé séparant la gestion de la propriété.

Par ailleurs, dans ces entreprises, **les stocks options et autres mécanismes d'association des salariés au capital, demeurent des instruments de valorisation de l'encadrement, de motivation et de fidélisation des personnels.**

Il semble difficile de nier leur importance psychologique et financière, face aux mutations économiques des dernières décennies et à la crise économique actuelle, qui ont particulièrement modifié la situation des cadres en entreprise.



Dans les **entreprises de plus petite taille**, où l'entrepreneur est plus souvent propriétaire de son entreprise, l'actionariat salarié a permis de favoriser l'émergence de start-ups, en **attirant les talents par une association aux résultats**, ce qui permet le plus souvent de pallier des rémunérations au départ limitées. C'est notamment l'objet des **BSPCE<sup>1</sup>** qui sont une forme spécifique de stocks options à destination des PME.

Ces mécanismes semblent reposer sur une nécessité sociale d'autant plus forte que le matraquage fiscal qu'ils ont subi n'a en rien réduit l'engouement qu'ils suscitent.

Depuis le début des années 90, la taxation du gain réalisé à la levée de l'option est passée progressivement d'une exonération totale d'impôt sur le revenu et de cotisations sociales, à une fiscalisation à l'impôt sur le revenu généralement comparable à celle d'un salaire pour le bénéficiaire, et à une soumission partielle aux cotisations sociales.

Ceci étant, les mécanismes similaires à l'étranger sont généralement dépourvus d'un régime fiscal de faveur.

**Les stocks options méritent-elles dans ces conditions la stigmatisation médiatico-politique dont elles font l'objet depuis de nombreux mois ?**

Il est certain que les affaires qui ont défrayé la chronique depuis quelques années mettent en lumière les **effets pervers** que peuvent avoir des comportements douteux, une régulation insuffisante ou une gouvernance inadaptée, dont les stocks options mais également d'autres mécanismes peuvent être à l'origine.

Citons notamment l'affaire EADS avec la problématique de la relation entre bénéfice de stocks options et détention d'informations privilégiées, l'affaire des stocks options antidatées aux Etats-Unis, l'attribution de stocks options d'un niveau stratosphérique dans certains groupes, et / ou en dé-corrélation avec les performances de l'entreprise ...

Il est évident que ces comportements altèrent l'image des mécanismes mais **d'un certain nombre de faits divers faut-il tirer des généralités ?**



L'équipe de Capital Ingenium

**Il faut à cet égard relativiser.** Les affaires n'ont concerné qu'un nombre marginal d'entreprises, au regard de l'ensemble qu'elles constituent, elles se sont généralement limitées aux dirigeants et dans les seules sociétés cotées. Elles ont en outre donné lieu très rapidement à des correctifs réglementaires ou législatifs.

Certains risques de dérives avaient d'ailleurs été parfaitement identifiés il y a maintenant 40 ans.

Ainsi, lors des débats parlementaires de la loi de 1970, le Garde des Sceaux de l'époque indiquait-il à propos des stocks options :

*« Il en résulte une gestion plus favorable aux intérêts des actionnaires, à ce point que certains ont pu exprimer la crainte que, les yeux fixés désormais sur le cours de bourse, les dirigeants ne sacrifient les intérêts à long terme de l'entreprise au bénéfice d'une politique de rentabilité immédiate plus favorable à une bonne tenue des cours, et cela grâce à une distribution plus généreuse, au détriment d'une saine politique d'autofinancement.*

*Les performances des entreprises où les options sur actions ont connu la plus grande diffusion sont cependant de nature à apaiser ces craintes. En outre, les progrès de l'information économique, le sérieux des analyses financières qui servent de guide aux investisseurs viendraient, s'il en était besoin, faire obstacle à une politique qui viserait à ce qu'on appelle, en termes boursiers, « souffler le cours des titres » ».*

**Tout est dit ! La régulation, à condition qu'elle soit efficace, devrait constituer le remède aux débordements éventuels.**

Il appartient aux organes de contrôle des entreprises, aux actionnaires, aux autorités de marché et, en dernier ressort, au législateur, d'assurer leur rôle.

**Supprimer les stocks options serait ainsi se tromper de débat** et supposerait, en tout état de cause, pour satisfaire un besoin qui lui demeure bien réel, de les remplacer par un mécanisme comparable (bons de souscription ou d'achat, phantom shares ...).

**A cet égard, les actions gratuites ne sauraient remplacer les stocks options**, faute pour les deux mécanismes de répondre à la même philosophie. Les stocks options ont pour vocation d'inciter à la performance, dans une logique du tout ou rien, alors que les actions gratuites, une fois attribuées, assurent une plus-value garantie.

Dans le premier cas, le partage ne concerne qu'une création de valeur future, alors que dans le second, il y a également partage d'une valeur existante.

**Deux mécanismes, deux logiques...** même s'il est vrai que les performances erratiques de la bourse ces derniers mois ont pu susciter un intérêt renforcé pour les actions gratuites.

En outre, les questions de gouvernance et de régulation que sont susceptibles de soulever les stocks options se posent de la même manière s'agissant des attributions d'actions gratuites. **Les unes ne sont donc pas une alternative aux autres** de ce point de vue.

Dans ces conditions, **cessez le feu !**

<sup>1</sup> Bons de Souscription de Parts de Créateurs d'Entreprise

### Déductibilité fiscale des primes exceptionnelles d'intéressement

A Montréal, on parlerait de "cerise sur le sunday".

La loi en faveur des revenus du travail (n° 2008-1258 du 3 décembre 2008) a autorisé les entreprises ayant conclu un accord d'intéressement ou un avenant favorable à un accord préexistant, à verser à leurs salariés une **prime exceptionnelle d'intéressement** dont le montant est plafonné à 1.500 € par salarié. Le versement de la prime devait intervenir au plus tard le 30 septembre 2009.

Aux termes de la loi, cette prime ouvre droit à un **crédit d'impôt sur les sociétés** égal à 20 % des montants attribués au titre de l'exercice de versement. Rapportant la position prise en juillet, l'instruction récente du 25 septembre 2009 (BOI 4 A-14-09) admet formellement la **déductibilité fiscale de la prime exceptionnelle**. L'effort de l'Etat est ainsi porté à plus de 50 % des sommes versées.

A noter que la **rétroactivité de la mesure** pourra conduire certaines entreprises à déposer des déclarations rectificatives si la prime a été attribuée au titre d'un exercice déjà clos.

A l'origine financière, la crise débutée aux Etats-Unis durant l'été 2007, a accéléré en 2009 sa mutation pour devenir une crise économique mondiale, mais également une crise sociale.

Au plan national, les impacts se font ressentir : les médias ont parlé de ralentissement économique, de résultats dégradés, les salariés ont été ou sont confrontés à des restructurations, ce qui n'est pas sans générer certaines craintes durables.

**Légitimement, on aurait pu penser que l'épargne salariale serait directement et fortement affectée par cette crise** dans la mesure où les dispositifs d'intéressement ou de participation, pour ne citer qu'eux, reposent généralement sur l'atteinte d'un certain niveau de résultats.

Or, paradoxalement, s'il est vrai que l'effet marché s'est fait ressentir sur la valorisation des actifs sous gestion issus de l'épargne salariale, **la crise n'a pas donné lieu à une décollecte massive de la part des épargnants**, notamment pour les avoirs placés en fonds communs de placement d'entreprise (FCPE). Ainsi, malgré la baisse conjoncturelle des volumes d'intéressement et de participation en 2008, et même si le constat est encore à ce jour incomplet, **l'épargne salariale continue de se maintenir globalement**.

Cette résistance de l'épargne salariale peut sans doute s'expliquer par sa **fonction d'amortisseur social en période de crise**.

**Du point de vue de l'entreprise**, la baisse du volume des sommes distribuées au titre de l'épargne salariale permet de réduire l'engagement financier global de l'entreprise, et de réduire ou différer ainsi les mesures de réduction de la masse salariale directe passant par des réductions d'effectifs.

**Du point de vue des salariés** bénéficiaires d'intéressement, de participation, ou d'abondement au PEE et au PERCO,

les sommes qui leur sont attribuées ont toujours servi d'amortisseur, grâce à un système de versement différé, permettant la constitution d'une épargne dans des conditions fiscales et sociales avantageuses, et disponible au fur et à mesure des fins de période d'indisponibilité quinquennale (à titre d'exemple, les avoirs attribués en 2004 au titre des résultats de 2003 étaient débloqués par les salariés à partir de 2009).

**Cette vocation est cependant amoindrie par les évolutions récentes de la législation**, qui autorisent la perception immédiate des sommes par les salariés, au détriment de la constitution d'une épargne. Ainsi, le salarié peut désormais demander à percevoir immédiatement sa participation (certes, sans bénéficier des exonérations fiscales), pour bénéficier d'un pouvoir d'achat immédiat au détriment de la constitution d'une épargne de précaution.

En revanche, **la loi du 3 décembre 2008** sur les revenus du travail a eu un effet heureux - mais purement conjoncturel - celui de favoriser le **versement d'une prime exceptionnelle** à hauteur de 1500 euros pour compenser les diminutions importantes constatées des montants attribués au titre de l'intéressement et de la participation dans nombre d'entreprises. Cette même loi, qui subordonnait le bénéfice de la prime exceptionnelle à la négociation ou à la renégociation d'un accord d'intéressement, a permis aux entreprises qui le souhaitaient d'améliorer leurs formules d'intéressement, de manière à permettre une distribution de primes d'intéressement, alors même que les résultats constatés en 2009 seraient moindres que les années précédentes.

De même, les entreprises sont désormais autorisées à verser à leurs salariés un supplément de participation ou d'intéressement et ce, après la clôture de l'exercice.

La souplesse ainsi apportée aux mécanismes d'épargne salariale (perception immédiate ou différée / possibilité de versements de primes exceptionnelles ou de suppléments), ne peut qu'accroître le rôle d'amortisseur que peut jouer l'épargne salariale, dans les périodes où les augmentations salariales se font rares ou symboliques.

Reste que l'épargne salariale demeure encore l'apanage des grandes et moyennes entreprises, du moins pour celles qui distribuent des montants significatifs.

A ce titre, la loi du 3 décembre 2008 sur les revenus du travail a, du fait même de la crise, probablement raté sa cible en 2009, qui était de favoriser la mise en œuvre pour la première fois d'accords d'intéressement dans les PME, notamment grâce à l'instauration d'un crédit d'impôt. Cependant, ce mécanisme incitatif reste valable pour les exercices à venir et favorisera sans doute le regain d'intérêt pour la mise en place d'accords d'intéressement dans les PME, une fois la période de crise passée.

L'Invité

SEC Releases Proposed Proxy Rule Amendments

On July 10, 2009, the U.S. Securities and Exchange Commission released the text of the proposed amendments to the proxy disclosure rules it had previously announced on July 1. The proposals are subject to a comment period expiring September 15, 2009 and are proposed to take effect with respect to annual reports on Form 10-K and proxy disclosure materials filed on or after January 1, 2010.

The Commission is also "exploring" other ways proxy disclosures could be improved and has specifically requested comment on a number of other compensation-related disclosure items.

Currently, almost 150 comment letters were received by the Commission, so the content of any final rules remains unclear, but we wouldn't expect the final rules to differ substantially from the proposals.

The new proxy disclosure rules would require an issuer subject to the U.S. proxy rules<sup>1</sup> to include additional disclosure in its annual proxy statement in a number of areas.

For example, a company would be required to include a new section in its Compensation Discussion and Analysis that provides information about how the company's overall compensation policies for employees create incentives that can affect the company's risk and management of that risk.

The company would be required to discuss and analyze its compensation policies and practices for employees generally, including non-executive officers, if risks arising from those compensation policies and practices may have a material effect on the company.



by Douglas Freeman  
Partner



O'MELVENY & MYERS LLP  
Correspondant de Capital Ingenium  
aux Etats-Unis (corporate, tax).

A company would also be required to report the aggregate grant date fair value of equity-based awards granted during the fiscal year to named executive officers and directors (as computed in accordance with FAS 123R) as compensation in the Summary Compensation Table and Director Compensation Table, respectively, rather than reporting compensation based on the dollar amount recognized/accrued for financial statement reporting purposes for that fiscal year.

The Commission has made several other proposals. In particular, the Commission has requested comment on a number of

other compensation-related disclosure issues, including whether compensation disclosures in a company's proxy statement should cover all of the company's executive officers (not just the named executive officers), eliminating the instruction that provides that performance targets may be excluded based on the potential for competitive harm and/or requiring disclosure of the targets after the related performance period has ended, requiring that compensation committee reports be "filed" rather than merely "furnished," requiring disclosure of whether a member of the compensation committee has expertise in compensation matters and whether the committee has the resources to hire its own independent counsel, enhanced disclosures regarding stock holding requirements and claw back provisions, and whether internal pay equity should be addressed (e.g., by requiring a comparison of executive compensation levels or executive to average non-executive compensation levels).

While the Commission has not yet proposed any new rules with respect to these items, it is clear the Commission is taking a fresh and wide-sweeping look at its compensation disclosure requirements.

<sup>1</sup> The new rules, when adopted, will apply to all domestic U.S. issuers, primarily through amendments to Regulation S-K, the U.S. proxy rules and Form 8-K. Foreign private issuers will not be affected.