

VALORISATION ÉPARGNE SALARIALE : VERS LA FIN DU PRIVILÈGE DES OBLIGATIONS NON COTÉES ?



Isabelle
de Kerviler

Expert-comptable,
Commissaire
aux comptes,
Expert en finances
agréé par la
Cour de cassation,

Associée

La loi du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et son futur décret d'application devraient entériner une modification des méthodes d'évaluation des obligations non cotées. Cela pourrait se traduire par la fin du réinvestissement de l'épargne salariale en obligations non cotées émises par l'entreprise.

L'essor de l'épargne salariale au cours de la dernière décennie a conduit les sociétés à développer, dans leur intérêt et dans celui de leurs salariés, des mécanismes de gestion de plus en plus recherchés. Parmi ceux-ci, la souscription par les épargnants d'obligations non cotées émises par leur employeur est susceptible, selon le mode d'évaluation retenu pour ces titres, de procurer des avantages particulièrement attractifs. En l'absence de cotation sur un marché, comment ces obligations doivent-elles être évaluées ? Nous montrerons que le régulateur et le législateur ont progressivement limité les méthodes de valorisation autorisées, réduisant de manière substantielle l'intérêt de ce mécanisme.



Éric Berçu

Diplômé d'expertise-comptable et de l'École supérieure de commerce de Paris

Directeur de mission
Cabinet Cailliau
Dedouit et
Associés

ÉVALUATION DES OBLIGATIONS NON COTÉES

Les obligations non cotées sont traditionnellement évaluées à l'aide de deux méthodes : la méthode actuarielle et la méthode linéaire.

■ **La méthode actuarielle** consiste à valoriser une obligation à concurrence de la somme des flux de trésorerie actualisés qu'elle est susceptible de générer. Elle fait appel non seulement aux caractéristiques du titre à évaluer, mais également à des facteurs propres à l'entreprise émettrice et à des données exogènes. En ce qu'elle se fonde en partie sur des données externes au titre à évaluer, il s'agit d'une méthode :

■ d'inspiration plus financière que comptable, qui ne tient pas compte de la valeur nominale du titre, mais de la situation de l'émetteur par rapport au marché à un instant donné ;
■ dont les résultats peuvent varier au cours de la durée de vie du titre, en fonction notamment de l'évolution de l'entreprise émettrice ou de son environnement ;

■ qui permet ainsi de présenter une valorisation économique du titre.

Aussi, la difficulté de mise en œuvre de la méthode actuarielle réside-t-elle essentiellement dans la détermination du taux d'actualisation à appliquer aux flux de trésorerie. Ce taux d'actualisation est, traditionnellement, analysé comme étant la somme d'un taux sans risque et d'une marge de risque. Si le premier des

deux termes ne pose pas de difficulté majeure, le second prête plus à discussion et la détermination de la marge de risque se fonde nécessairement sur une approche statistique et, avouons-le, en partie intuitive. Comment déterminer la marge de risque propre à un emprunt ? Cette marge est fonction du risque de contrepartie de l'entreprise émettrice, c'est-à-dire du risque que cette dernière ne puisse, au moins en partie, honorer ses dettes. Les approches les plus utilisées sont exposées ci-après, étant précisé qu'il reste préférable d'estimer la marge de risque selon plusieurs approches :

■ l'analyse financière de la société, qui doit permettre d'appréhender de manière générale son profil de risque ;
■ la méthode des marges de risque constatées sur d'autres emprunts émis par la société, ou par des sociétés de son groupe, qui consiste à retenir les marges appliquées à des emprunts comparables (en termes de montants, de garanties et surtout de dates d'émission) ;

■ les méthodes de cotations bancaires ou les méthodes de scoring qui, sur la base des principaux agrégats financiers de la société émettrice, sont susceptibles de fournir une approche de son degré de risque et donc du niveau de marge y afférent ;

■ dans le même ordre d'idée, le recours aux analyses des agences de notation, qui fournissent les statistiques de marges de risque moyennes

constatées selon les notations attribuées ;

■ les méthodes comparatives, qui s'appuient sur un échantillon de sociétés comparables à la société émettrice et retiennent les marges de risques observées au sein de cet échantillon.

■ **La méthode linéaire** est une méthode beaucoup plus simple qui consiste à valoriser une obligation à hauteur de sa valeur nominale augmentée du coupon couru. En ce qu'elle se fonde sur un principe de nominalisme, il s'agit d'une méthode d'inspiration plus comptable que financière, basée sur les caractéristiques historiques du titre, et dont les résultats sont :

■ dès l'émission du titre, réguliers et prévisibles sur toute sa durée de vie ;

■ indépendants de l'évolution de facteurs économiques externes ou de celle de l'entreprise (sauf si elle se révèle en état de cessation des paiements) ;

■ en conséquence, déconnectés de la valeur économique de l'obligation.

Considérons, à titre d'exemple, deux emprunts obligataires émis par la même société, servant des intérêts chaque année. Le premier emprunt est rémunéré au taux de marché propre à cette société, compte tenu de son profil de risque. Le second emprunt est, quant à lui, rémunéré à un taux fixe largement supérieur aux conditions de marché propres à la société. Si l'évaluation est réalisée selon la méthode actuarielle, la valeur du premier emprunt sera – toutes choses égales par ailleurs – proche de sa valeur nominale (le taux de rémunération étant égal au taux de risque propre à l'émetteur) tandis que la valeur du second emprunt sera largement supérieure compte tenu de sa forte rémunération.

En revanche, si l'évaluation est réalisée selon la méthode nominale, les valeurs des deux emprunts seront

relativement proches, l'écart résidant dans la seule différence du coupon couru.

ÉPARGNE SALARIALE ET OBLIGATIONS NON COTÉES

L'évaluation des obligations non cotées détenues par les OPCVM d'épargne salariale illustre les divergences fondamentales de ces deux méthodes d'évaluation. La loi du 26 juillet 2005, pour la confiance et la modernisation de l'économie, et son futur décret d'application pourraient se traduire dans les faits par la fin d'un mécanisme d'épargne salariale particulièrement attractif, celui du réinvestissement de l'épargne salariale en obligations non cotées émises par l'entreprise. Le réinvestissement par les épargnants en titres (actions ou obligations) de l'entreprise – le plus souvent par l'intermédiaire d'OPCVM et dans le cadre de Plans d'épargne entreprise (PEE) – est un mode de gestion bien connu qui correspond pleinement aux principes philosophiques de l'épargne salariale : les sommes perçues par les salariés grâce aux performances de l'entreprise – et donc grâce aux leurs – sont réinvesties dans celle-ci pour son propre développement. Par rapport à un traditionnel investissement de l'épargne salariale en actions de l'entreprise, dont le revenu est limité aux dividendes versés unifor-

PRIX DE SOUSCRIPTION

Comparaison des méthodes actuelle et linéaire

Emprunt de valeur nominale 100 rémunéré annuellement pendant 5 ans à un taux fixe de 12 % ; le taux de marché propre à la société émettrice est de 4 %.

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Flux d'intérêt	12	12	12	12	12
Flux de remboursement					100
Flux total	12	12	12	12	112
Flux total actualisé	11,5	11,1	10,7	10,3	92,1

Prix de souscription :

- Selon la méthode actuarielle (somme des flux actualisés) 135,7
- Selon la méthode linéaire : 100,0

“ Par rapport à un traditionnel investissement de l'épargne salariale en actions de l'entreprise, un placement en obligations de l'entreprise est moins courant mais permet de cumuler plusieurs avantages. ”

mément à l'ensemble des actionnaires, un placement en obligations de l'entreprise est moins courant mais permet de cumuler plusieurs avantages. Outre les classiques exonérations sociales et fiscales des versements effectués par l'employeur, l'entreprise peut en effet offrir à ses salariés – en leur réservant une émission obligataire à des taux préférentiels – une rémunération bien supérieure à celle du marché tout en demeurant pareillement exonérée. En outre, contrairement à un placement en actions, un investissement en obligations évite aux actionnaires historiques de voir leur participation au capital diluée par l'arrivée de salariés actionnaires.

Ces placements n'auraient pas fait question si leur souscription était réalisée à un prix reflétant la qualité de leur rendement donc à un prix déterminé à l'aide d'une méthode actuarielle. Or, en pratique, le prix de souscription est généralement fixé sur la base d'une méthode linéaire, donc à un prix beaucoup moins élevé que le précédent. À titre d'illustration, le prix de souscription d'un emprunt de valeur nominale 100 rémunéré annuellement pendant cinq ans à un taux fixe de 12 % alors que le taux de marché propre à la société émettrice est de 4 % s'établira à 100 selon la méthode linéaire tandis qu'il s'élè-

vera à 135,7 selon la méthode actuarielle (encadré).

L'avantage que constitue la différence entre le prix de souscription – évalué selon la méthode linéaire (100 dans notre exemple) – et la valeur économique de l'obligation (135,7 dans notre exemple), véritable complément de rémunération en franchise de charges sociales et d'impôt, a conduit les pouvoirs publics à restreindre progressivement la portée de ce mécanisme. Plutôt que de limiter le taux des intérêts servis aux salariés, il est apparu plus pertinent d'encadrer l'évaluation et la détermination du prix de souscription. À l'origine ces obligations devaient, par principe, être évaluées selon une méthode actuarielle. Par exception, elles pouvaient être évaluées selon une méthode linéaire dès lors que la société émettrice garantissait à ses souscripteurs un rachat de leurs titres à la valeur nominale augmentée du coupon couru, à première demande. L'exception est alors devenue la règle du fait d'un recours systématique à l'engagement de rachat à première demande ; la méthode linéaire, plus simple à mettre en œuvre et plus avantageuse pour les sociétés et leurs salariés, a donc été largement utilisée.

VERS UNE MÉTHODE D'ÉVALUATION IMPOSÉE

La circulaire interministérielle du 22 novembre 2001 relative à l'épargne salariale, actualisée deux fois en 2005, est la première étape vers une valorisation plus économique des obligations non cotées détenues par les OPCVM d'épargne salariale. Elle prévoit, notamment, le recours quinquennal à un expert éventuellement désigné en justice chargé de procéder à l'évaluation et de définir la méthode de valorisation de ces obligations dans l'actif net des OPCVM. L'expert peut néanmoins retenir une méthode d'évaluation linéaire. En

janvier 2005, l'AMF, en supprimant l'exception liée à l'engagement de rachat à première demande mentionnée ci-dessus, limite considérablement le recours à la valorisation linéaire. Depuis cette suppression, le régulateur refuse ainsi d'agrèer tout nouvel OPCVM d'épargne salariale prévoyant de valoriser ses obligations non cotées selon une méthode linéaire. Mais c'est la loi du 26 juillet 2005 et son futur décret d'application qui devraient définitivement interdire le recours à l'évaluation linéaire.

D'une part, cette loi, reprenant les préconisations des circulaires interministérielles précitées, officialise l'évaluation à dire d'expert des obligations détenues par des OPCVM d'épargne salariale. D'autre part, elle renvoie à un futur décret d'application les modalités de fixation du prix de souscription de ces titres par les épargnants. Quel sera le contenu de ce décret ? Il semble, au vu du rapport de la commission des finances de l'Assemblée nationale sur l'article de loi concerné ("l'objectif est, là encore, de garantir une juste appréciation de la valeur pour les salariés épargnants"), que le décret devrait imposer l'usage d'une méthode actuarielle.

Cette méthode serait ainsi applicable lors de la fixation du prix de souscription des obligations par l'OPCVM auprès de la société émettrice et lors de la valorisation régulière de ces titres à l'actif de l'OPCVM. La loi du 26 juillet 2005 est, à ce titre, fort dissuasive puisque l'utilisation d'un prix de souscription déterminé selon une méthode non conforme au décret ferait perdre l'avantage des exonérations sociales et fiscales à l'employeur et aux épargnants.

Se poserait alors la question du mode d'évaluation des obligations déjà émises et qui font, jusqu'à présent, l'objet d'une valorisation linéaire à l'actif des OPCVM. Une nouvelle

méthode de type actuariel devra-t-elle être définie et utilisée pour ces OPCVM ? Cette question est d'autant plus importante que, dans la mesure où la valorisation des obligations viendrait à être modifiée pour passer d'un mode linéaire à un mode actuariel, la valeur que présenteraient les actifs de l'OPCVM pourrait être substantiellement corrigée. Cette modification conduirait sans doute à d'importants problèmes de communication vis-à-vis des épargnants. Ceux-ci seraient, certes, agréablement surpris de l'accroissement soudain de la valeur de leur épargne lors du changement de méthode de valorisation, mais appréhenderaient difficilement que les intérêts servis restent stables ; la compréhension de l'évolution du rendement de leurs placements serait, dès lors, délicate. Il serait donc souhaitable de prévoir des mesures transitoires qui permettraient aux OPCVM qui valorisent leurs obligations selon une méthode linéaire de continuer de procéder ainsi de manière extinctive après la parution du décret.

QUELLE PÉRENNITÉ ?

Quoi qu'il en soit, la probable interdiction de la méthode linéaire limiterait considérablement l'attractivité du placement de l'épargne salariale en obligations non cotées émises par l'employeur. Seule la méthode linéaire permet en effet de cumuler les avantages – pour les salariés – d'une souscription à prix modéré et – pour l'entreprise – du versement d'une rémunération élevée en franchise de charges sociales. L'application de la seule méthode actuarielle conduirait au contraire à faire payer aux salariés, dès la souscription, le surcroît de rendement de l'obligation par rapport au taux du marché. Il est, dès lors, légitime de s'interroger sur la pérennité d'un mécanisme qui serait amputé de ses principaux attributs. ■

« La circulaire interministérielle du 22 novembre 2001 relative à l'épargne salariale, actualisée deux fois en 2005, est la première étape vers une valorisation plus économique des obligations non cotées détenues par les OPCVM d'épargne salariale. »