

EN QUOI LES PARACHUTES DORÉS SONT-ILS CONCILIABLES AVEC L'INTÉRÊT DES ACTIONNAIRES ?

LES RAISONS D'ÊTRE D'UNE NON RÉFORME FISCALE



Christine NOEL

????????????????????
 ??????????????????



Etienne REDOR

????????????????????
 ??????????????????

A la suite de la divulgation de plusieurs scandales qui ont particulièrement choqué l'opinion publique (citons par exemple les affaires Igor Landau (ex Sanofi), Jean-Marc Espanoux (ex Accor), Antoine Zacharias (ex Vinci) ou bien encore Noël Forgeard (ex EADS)), le président de la République, Nicolas Sarkozy, avait annoncé lors de la campagne présidentielle son désir d'interdire l'attribution de parachutes dorés à des dirigeants. L'encadrement légal de ces indemnités devait constituer l'une des étapes de la moralisation des affaires économiques.

En juillet dernier l'Assemblée nationale a voté dans le cadre de l'examen du "paquet fiscal" un amendement du député Michel Bouvard qui rendait imposables pour les entreprises les parachutes dorés de plus d'un million d'euros. Ainsi, les indemnités de départ et de licenciement dont le montant aurait dépassé un million d'euros pour une personne n'auraient plus été considérées comme des charges déductibles pour le calcul de l'impôt sur les sociétés. Cette disposition devait s'appliquer aussi bien aux sociétés cotées qu'aux sociétés non cotées. La réforme mise en œuvre s'annonçait donc assez timide puisque si les contrôles étaient renforcés, la plupart

des parachutes dorés, dont le principe n'était pas été remis en cause, auraient continué à constituer des charges déductibles du résultat fiscal. Cette timidité était vivement critiquée par certains députés, dont Michel Bouvard, qui estimait que cela revenait « à faire prendre en charge par la Nation une partie du coût de ces rémunérations ». Les indemnités de départ versées aux anciens dirigeants génèrent en effet une diminution d'impôt pour les sociétés qui les versent. Finalement, les sénateurs ont décidé de rejeter l'amendement Bouvard et de rétablir ainsi la non

imposition des parachutes dorés pour les entreprises. Selon Philippe Marini, cette décision serait justifiée par la nécessité de favoriser « la compétitivité des sociétés françaises, en particulier dans le recrutement de personnels à haute valeur ajoutée ». En limitant le recours potentiel à des indemnités de départ élevées, le législateur priverait en effet les entreprises françaises d'un moyen propre à attirer les dirigeants les plus performants.

Dans ce contexte, il peut s'avérer utile de rappeler la fonction des parachutes dorés et les conséquences financières et fiscales de leur mise en œuvre. D'autant plus qu'en France le terme de parachutes dorés est largement galvaudé, et qu'en particulier, il existe une confusion entre parachute doré et indemnité de licenciement. Dans cet article nous précisons ce qu'est un parachute doré (première section), quel est son statut fiscal (deuxième section) puis nous en expliquerons ses avantages (troisième section) et ses inconvénients (quatrième section) afin d'éclaircir le débat actuel concernant le bien fondé de l'interdiction de son utilisation.

1. En quoi consiste un parachute doré ?

Les parachutes dorés sont des accords contractuels qui fournissent des paiements importants aux dirigeants devant quitter la société suite à une modification de contrôle. L'événement qui donne naissance à cette indemnisation est généralement le licenciement, la démission ou la réduction des responsabilités du dirigeant au sein de la société résultant d'une fusion. L'indemnisation varie sensiblement selon les cas : parfois le dirigeant de la société acquise perçoit une indemnité relativement modeste et parfois, l'indemnité versée correspond à plusieurs années de salaires. Elle peut être perçue sous forme de cash, de bonus, de stock-options ou de tout autre moyen de rémunération.

Résumé de l'article

Tandis que la nécessité de réformer le régime juridique et fiscal des parachutes dorés a récemment fait l'objet d'un débat, cet article se propose d'en rappeler la fonction et d'analyser les conséquences financières et fiscales de leur mise en œuvre. Nous démontrons ainsi que les parachutes dorés peuvent être utilisés dans l'intérêt des actionnaires, même si certaines dérives ont pu être constatées. Ainsi le refus de la part du législateur français de restreindre le recours aux parachutes dorés participerait d'une prise de conscience de leur intérêt potentiel et du refus d'un manichéisme post-électoral.



Lorsque la performance du dirigeant a été satisfaisante au cours de son mandat, rares sont les actionnaires qui s'offusquent de ces rémunérations importantes. En revanche, lorsque la gestion de la société par la direction s'est traduite par des performances particulièrement décevantes, les actionnaires sont nombreux à être scandalisés par les niveaux d'indemnités perçus par les dirigeants.

Même si les montants versés en France (voir tableau 1) n'ont aucune commune mesure avec les indemnités perçues aux États-Unis (Phillip Purcell a quitté Morgan Stanley en 2005 avec 113 millions de dollars, Bob Nardelli a perçu 210 millions de dollars après avoir quitté HomeDepot, etc.), les activistes de la gouvernance d'entreprise européens sont très critiques vis-à-vis de cette pratique, d'autant plus que ces indemnités sont en général le fruit d'une négociation entre le dirigeant et le conseil d'administration de la société et ne sont donc pas soumises au vote des actionnaires. En outre, selon une étude réalisée par le cabinet Hay Group et publiée en juin 2007⁽¹⁾, les indemnités de départ des dirigeants d'entreprise en France représenteraient en moyenne le double du total de leur salaire de base et de leur bonus annuel. Elles seraient sensiblement supérieures à celles dont bénéficieraient les dirigeants européens. Dans ce contexte, l'activisme actionnarial semble néanmoins payant dans certains cas, car certaines sociétés ont commen-

Tableau 1: quelques exemples d'indemnités de départ en France

Nom du dirigeant	Société	Montant de l'indemnité
Igor Landau	Sanofi	10,5 millions d'euros
Jean-Marc Espanoux	Accor	12 millions d'euros
Antoine Zacharias	Vinci	13 millions d'euros
Daniel Bernard	Carrefour	38 millions d'euros
Noël Forgeard	EADS	8 millions d'euros
Jean-Marie Messier	Vivendi Universal	20 millions d'euros
Philippe Jaffré	Elf	30 millions d'euros
Pierre Bilger	Alstom	4 millions d'euros
Serge Tchuruk	Alcatel	6 millions d'euros

cé à supprimer leurs parachutes dorés. A titre d'exemple, en mars 2007, suite aux vives critiques des actionnaires, le conseil d'administration de Novartis a décidé de supprimer le parachute doré offert à Daniel Vasella.

Pour que le parachute doré donne naissance à une indemnisation, il est nécessaire qu'il existe une modification du contrôle de la société. Autrement dit, un dirigeant qui quitte une société (à son initiative ou non) pour des raisons autres que l'acquisition de la société qu'il dirige par une société initiatrice, ne devrait pas toucher d'indemnités. Si néanmoins il perçoit des indemnités, celles-ci ne relèvent pas de

parachutes dorés mais d'indemnités de départs. Bien que les médias confondent très souvent les deux, il est très important de considérer la différence entre les indemnités de départ et les parachutes dorés. Dans cet article nous ne considérons que les avantages et les inconvénients des parachutes dorés et ne traitons pas la question des indemnités de départ.

2. Le régime fiscal des parachutes dorés

Sur le plan fiscal, le traitement des parachutes dorés ne se distingue pas du traitement du traitement des autres indemnités de départ.

Pour la société qui le verse, le parachute doré était jusqu'à présent assimilé à

1. La Tribune, 12/06/2007.

Régime fiscal hors de l'amendement Bouvard

	Hypothèse 1 Indemnité de 350 000 € Rémunération perçue par le dirigeant en N-1 : 160 000 €.	Hypothèse 2 Indemnité de 850 000 € Rémunération perçue par le dirigeant en N-1 : 550 000 €.	Hypothèse 3 Indemnité de 2 000 000 € Rémunération perçue par le dirigeant en N-1 : 850 000 €.
Régime fiscal pour la société	Charge totalement déductible du résultat fiscal	Charge totalement déductible du résultat fiscal	Charge totalement déductible du résultat fiscal
Régime fiscal pour le dirigeant	Indemnité exonérée à hauteur de 320 000 € et imposable à hauteur de 30 000 €.	Indemnité exonérée à hauteur de 380 000 € et imposable à hauteur de 470 000 €.	Indemnité exonérée à hauteur de 380 000 € et imposable à hauteur de 1 620 000 €.

Régime fiscal prévu par l'amendement Bouvard

	Hypothèse 1	Hypothèse 2	Hypothèse 3
Régime fiscal pour la société	Charge totalement déductible du résultat fiscal	Charge totalement déductible du résultat fiscal	Charge non déductible du résultat fiscal
Régime fiscal pour le dirigeant	Indemnité exonérée à hauteur de 320 000 € et imposable à hauteur de 30 000 €.	Indemnité exonérée à hauteur de 380 000 € et imposable à hauteur de 470 000 €.	Indemnité exonérée à hauteur de 380 000 € et imposable à hauteur de 1 620 000 €.



une charge déductible du résultat fiscal. La modification introduite par l'amendement Bouvard aurait eu pour effet de traiter comme des charges non déductibles les parachutes dorés et les autres indemnités d'éviction d'un montant supérieur à un million d'euros. L'idée du législateur était double : dissuader les entreprises de verser des indemnités de départ d'un montant disproportionné et ne plus mettre à la charge des contribuables les indemnités excessives.

La modification du régime fiscal des indemnités perçues par les anciens dirigeants n'a jamais été envisagée par le législateur. L'article 80 duodécies-2 du CGI prévoit que les indemnités perçues par les dirigeants sociaux assimilés à des salariés à l'occasion de la cessation de leurs fonctions sont en principe impossibles à l'impôt sur le revenu. Toutefois en cas de cessation forcée des fonctions (notamment de révocation) l'indemnité n'est imposable que si elle excède un seuil de taxation. Ce seuil est le plus élevé des deux montants suivants :

- la moitié des indemnités versées ;
- ou le double du montant de la rémunération brute perçue par le dirigeant l'année précédant la révocation. L'exonération ne peut cependant en aucun cas dépasser la moitié de la première tranche du barème de l'impôt sur la fortune, soit 380 000 €.

L'impact fiscal de l'amendement Bouvard était très réduit d'autant plus qu'il ne concernait que l'entreprise et non le dirigeant. Les raisons de cette timidité du législateur peuvent être trouvées dans la finalité des parachutes dorés qui présentent certains avantages en terme de finance d'entreprise.

3. L'avantage des parachutes dorés

3.1. Le conflit d'intérêt entre actionnaires et dirigeants lors des offres d'acquisitions

Selon Jensen et Meckling (1976), il peut exister des divergences d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants du fait de la séparation entre la propriété et le contrôle. À partir du moment où le dirigeant ne possède pas la totalité des actions de la société qu'il dirige, il existe une incitation pour ce dernier à réaliser des opérations qui maximisent son

propre bien-être, quitte à détruire de la richesse pour ses actionnaires. Cette théorie est connue sous le nom de la théorie de l'agence.

La réaction du dirigeant à une offre hostile est un exemple très intéressant permettant d'illustrer les incitations qui existent pour un dirigeant de se détourner de son objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. En effet, dans le cadre d'une opération de fusion-acquisition, la société initiatrice propose généralement d'acquérir les actions détenues par les actionnaires de la société cible moyennant le paiement d'une prime d'acquisition. Si cette prime est suffisamment élevée, il peut être intéressant pour les actionnaires de la société cible de participer à l'opération.

En même temps, cette opération peut être perçue négativement par les dirigeants de la société cible. En effet, une offre non sollicitée est bien souvent motivée par le désir de la société initiatrice de licencier un dirigeant inefficace et de le remplacer par un dirigeant plus performant. De ce fait, le dirigeant de la société cible est enclin à s'opposer par tous les moyens à l'opération afin de protéger son emploi, sa réputation et sa rémunération. Même s'il s'agit d'un dirigeant performant, ce dernier aura une incitation à s'opposer à l'opération si la direction de la société initiatrice ne lui propose pas un poste au sein de la société résultante. Ainsi, le dirigeant de la société cible peut s'opposer à une offre d'acquisition qui serait dans l'intérêt de ses actionnaires.

Un moyen de réconcilier les deux positions est d'offrir un parachute doré au dirigeant. En effet, dans ce cas, l'incitation à s'opposer à une offre n'est plus

systematique, car les dirigeants reçoivent une compensation en cas d'acquisition. Les intérêts des dirigeants rejoignent alors ceux des actionnaires. Les dirigeants étudieront donc les offres d'acquisitions avec plus d'indépendance : ils s'opposeront aux opérations qui ne sont pas dans l'intérêt de leurs actionnaires et accepteront les opérations qui le sont. De ce fait, offrir un parachute est certes coûteux, mais permet d'éviter que le dirigeant utilise des ressources de l'entreprise afin de s'opposer à une opération qui serait bénéfique pour les actionnaires.

3.2. Le problème de la myopie managériale

Le marché pour le contrôle des sociétés exerce une pression importante sur les dirigeants. Puisque les dirigeants n'ayant pas de bonnes performances à court terme risquent d'être remplacés par des dirigeants plus efficaces, les dirigeants sont incités à renoncer à des projets profitables à long terme et à se concentrer sur des projets à court terme, moins profitables, dans le but d'augmenter les profits courants. Or, bien évidemment, la mise en œuvre de ces projets profitables à long terme serait dans l'intérêt des actionnaires. Puisque les contrats à long terme entre dirigeants et actionnaires actuels pourraient être compromis par une offre hostile, à la fois la direction et les actionnaires bénéficieraient de l'utilisation de parachutes dorés qui assurent que la direction recevra la rémunération promise lors d'une acquisition.

3.3. Le parachute doré comme moyen de retenir les meilleurs dirigeants

Selon les explications précédentes, l'adoption d'un parachute doré est liée à la menace d'une offre. Selon Jensen (1988), au contraire, l'adoption de parachutes dorés s'explique par le souhait de conserver les dirigeants performants. Dans cette optique, le parachute doré n'est pas un mécanisme de protection des dirigeants contre une offre d'acquisition mais un outil de rémunération.

Au-delà d'un certain niveau de détention de stock-options, il devient coûteux pour le dirigeant performant de voir sa participation dans la société augmenter. En effet, plus le dirigeant perçoit de stock-options, plus sa richesse personnelle est investie dans la société, ce qui est très risqué pour le dirigeant, car contraire au

Abstract

While the opportunity of a reform of golden parachutes has been recently examined by French legislator, this paper sums up the usefulness of this mechanism and analyse their consequences from a financial and tax law perspective. If some drifts have been noticed in Europe but mainly in the USA, we show that golden parachutes can be used in the interest of shareholders. That's the reason why french legislator refuses to limit the use of golden parachutes and decided to give up the idea of their tax reform.

principe financier de diversification des investissements. De même, pour les actionnaires, il est préférable d'offrir un parachute doré au dirigeant car s'il possède une participation trop importante dans la société, il peut être amené à ne plus investir dans des projets risqués créateurs de richesse, ce qui est contraire à l'intérêt des actionnaires. Dans ce cas, il peut être préférable à la fois pour les actionnaires et le dirigeant d'utiliser un parachute doré.

Néanmoins, pour les détracteurs des parachutes dorés, les rémunérations élevées des dirigeants incluent déjà le risque de perte d'emplois. Si un dirigeant est licencié, il n'y a selon eux, aucune raison que le dirigeant perçoive une indemnité.

4. Les inconvénients

4.1. Des dérives semblent exister

Les parachutes dorés permettent bien souvent de protéger non seulement le PDG mais également les principaux cadres de la société. Il paraît néanmoins très difficile de justifier pourquoi ces parachutes dorés devraient bénéficier aux dirigeants qui ne participent pas aux négociations concernant l'opération. En effet, le fait d'étendre le parachute doré renchérit le coût d'acquisition, ce qui rend la société moins attractive pour les acquéreurs potentiels.

Par ailleurs, l'utilisation de parachutes dorés a donné lieu à certaines dérives. En effet, dans certains cas, le contrat prévoit de fonctionner même si le dirigeant quitte de lui-même la société à la suite d'une acquisition, certains parachutes fonctionnent même si la société n'est pas acquise complètement et d'autres ont été adoptés après que la menace soit connue. Ceci remet largement en cause l'idée que les parachutes dorés sont utilisés pour servir l'intérêt des actionnaires.

De même, parfois, les conseils d'administration accorde au dirigeant des parachutes dorés sans avoir obtenu l'accord des actionnaires. Ainsi, si le dirigeant est suffisamment influent sur son conseil d'administration, et en particulier, s'il préside le conseil d'administration, il peut obtenir une large rémunération à son départ sans l'accord des actionnaires.

4.2. Le parachute doré et l'enracinement du dirigeant de la société cible

Les parachutes dorés sont parfois utilisés comme mécanismes de défense anti-acquisition. En effet, puisque l'adoption d'un parachute doré renchérit le coût d'acquisition pour la société initiatrice, la probabilité d'une acquisition est réduite. Comme tous les mécanismes de défense, le parachute doré peut être utilisé par le dirigeant pour "s'enraciner" dans la société cible, c'est-à-dire pour conserver son emploi et sa rémunération au sein de la société, car cela permet au dirigeant de se protéger du marché pour le contrôle des sociétés.

4.3. La tentation d'augmenter "l'attractivité" de la société

Face à la difficulté d'augmenter la rentabilité d'une société faiblement performante, certains dirigeants peuvent être incités s'ils possèdent un parachute doré, à augmenter "l'attractivité" de la société en essayant de diminuer sa performance et son cours. Si le parachute doré est particulièrement élevé, la principale motivation du dirigeant pourrait être non pas de créer de valeur pour ses actionnaires mais de trouver une société qui se porterait acquéreuse de la firme qu'il dirige.

Conclusion

Lambert et Larcker (1985) mettent en évidence une réaction positive à l'annonce de l'adoption d'un parachute doré par une société. Ce résultat est particulièrement intéressant dans le cadre du débat actuel opposant les "pro parachutes dorés" et les "anti parachutes dorés". En effet, il semble indiquer que l'utilisation de parachutes dorés est cohérente avec la maximisation de la richesse des actionnaires. Ainsi, plus que l'outil en tant que tel, il semblerait que ce soient les dérives de l'utilisation de cet outil qui soit condamnable.

Autrement dit, il semblerait que les contrats parfaitement construits puissent être dans l'intérêt des actionnaires, car ils sont une solution au problème d'agence entre actionnaires et dirigeants lors d'une offre d'acquisition. En revanche, si le contrat est mal construit il renforce ce conflit entre dirigeants et

actionnaires, et peut inciter les dirigeants à agir d'une façon non-conforme avec l'intérêt des actionnaires.

En particulier, le montant des indemnités et le nombre de dirigeants concernés par le parachute semble devoir être étudiés avec la plus grande attention. En effet, plus le contrat verse des indemnités importantes, plus le coût supporté par l'offreur potentiel sera élevé. De ce fait, l'existence d'un parachute doré peut décourager des acquéreurs potentiels à faire une offre d'acquisition qui serait pourtant dans l'intérêt des actionnaires de la société possédant ce parachute doré.

Le refus de la part du législateur de restreindre le recours aux parachutes dorés participe ainsi d'une prise de conscience de leur intérêt potentiel et d'un refus du manichéisme post-électoral. D'autant plus que l'administration fiscale et le juge peuvent déjà contrôler dans une certaine mesure le montant des indemnités accordées aux anciens dirigeants. Dans un arrêt en date du 21 septembre 2005, la chambre sociale de la Cour de cassation considère que « l'indemnité de licenciement, lorsqu'elle est prévue par le contrat de travail, a le caractère d'une clause pénale et peut être réduite par le juge si elle présente un caractère manifestement excessif ». Cette qualification de clause pénale permet désormais de faire échec au principe du droit français d'intangibilité des contrats et autorise les juges à contrôler les parachutes dorés jugés excessifs.

Christine NOEL
Etienne REDOR

Bibliographie

Jensen M., 1988, Takeovers : Their causes and consequences, *Journal of Economic Perspectives* 2, 21-48.

Jensen M., et Meckling W., 1976, Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

Lambert R., et Larcker D., 1985, Golden parachutes, executive decision making, and shareholder wealth, *Journal of Accounting & Economics* 7, 179-203.