

**Commission réunie sur l'initiative de Monsieur GODFRAIN
relative à l'élaboration de mécanisme de couverture
du risque d'actionnariat des salariés.**

Membres :

- **M. Patrick LAMY (Président)**
Spécialiste d'épargne salariale - membre de la Commission GODFRAIN
- **M. Maurice AUMAGE**
*Président de la Fédération Française pour la Participation et l'Administration -
Coordinateur de la commission GODFRAIN*
- **M. Thierry BLONDEL**
Spécialiste en capital-risque
- **Madame CHENAIS-LEWIN**
Directeur général de DOMI-ASSUR Groupe Crédit National
- **M. Jean-Axel DIEUDONNE-de BOISSIEU (Rapporteur)**
*Auteur d'un mémoire sur le sujet dans le cadre du DESS de Banques et Finances
dispensé par l'Université de Paris V-Descartes*
- **M. Paul MAILLARD**
Spécialiste en épargne salariale
- **M. Jean-Baptiste MONTEIL**
Directeur à l'UAP
- **M. Jean-Ange TOMY**
Inspecteur général aux affaires sociales

RAPPORT DE LA COMMISSION

INTRODUCTION

Les PME françaises souffrent d'un déficit en fonds propres évalué au début des années 90 à 145 milliards de francs par l'INSEE et dont l'origine doit être recherchée au sein même des marchés financiers¹. En effet, bien qu'ils constituent la voie naturelle de financement des grandes entreprises, leur accès demeure problématique pour les PME alors même qu'elles présentent des besoins financiers de plus en plus importants que leur seul autofinancement ne permet plus d'assumer. La principale difficulté réside dans l'absence d'une épargne de proximité dont l'encours de long terme serait suffisamment important pour devenir une source stable de financement. Une des solutions réside dans l'implantation de fonds de pension investis en titres émis par l'employeur et dont la participation financière constituerait le pivot de financement (voir annexe 3).

Se pose toutefois le problème du double risque attaché à la qualité de salarié-actionnaire comme nous le rappelle les cas MAXWELL et JEANNEAU. Ces deux exemples démontrent les deux grandes catégories de risque sous-jacentes à notre proposition. Le premier concerne le *risque moral* d'un chef d'entreprise peu scrupuleux qui détourne les sommes appartenant aux salariés ou qui voit dans ce système un moyen de réaliser facilement une sortie de son capital lorsque son entreprise périclité². La solution réside d'une part dans la gestion externe des sommes et d'autre part dans l'application stricte des textes en matière de contrôle (via la COB et le comité d'entreprise notamment ou bien tout organisme existant ou à créer).

Le second risque concerne la *faillite* qui conduit inéluctablement le salarié à perdre simultanément ses revenus issus du travail ainsi que son épargne salariale alors même que cette dernière peut représenter la seule source de revenus complémentaires pour certaines catégories de salariés. C'est dans ce cadre que s'inscrit cette commission parlementaire réunie sur l'initiative de Monsieur GODFRAIN et dont l'objectif est de proposer des mécanismes de couverture de ce type de risque. Un tel système serait d'ailleurs conforté par la mise en place

¹ Voir annexe 2.

² Les salariés se trouvent ainsi spoliés dans le montant des créances qu'ils croyaient détenir sur l'entreprise.

d'un Plan Epargne Entreprise Long Terme (PEELT) qui contient les éléments indispensables à la réussite de ce que l'on pourrait qualifier de fonds de pension à la française, à savoir :

- le caractère facultatif du système;
- le renforcement des fonds propres;
- la diversification des supports d'investissement qui assure la mutualisation du risque;
- le droit de regard des partenaires sociaux sur la gestion des capitaux;
- la confiance exprimée par les salariés dans ce mécanisme et qui se matérialise par la durée de placement;
- l'alimentation du système par le biais notamment de l'épargne salariale;
- la capacité du gérant à effectuer des arbitrages constants entre les divers placements grâce à un actif conséquent.

Mais avant de présenter les mécanismes de couverture du risque d'actionnariat des salariés, il convient d'examiner un certain nombre d'arguments exprimés par nos détracteurs avant de démontrer les avantages que présente un tel système.

Le premier point concerne la notion même de *couverture du risque*. En ce domaine, deux philosophies s'affrontent. La première procède d'une logique purement capitaliste et considère que le risque constitue une composante inaliénable de l'actionnariat sauf à vouloir "déresponsabiliser" l'investisseur. La seconde part du principe que le salarié doit déjà faire face au risque de faillite de son entreprise. C'est peut-être sur ce dernier point qu'il est possible de départager ces deux positions. En effet, l'actionnaire "classique" limite son risque de perte uniquement à la fraction de son patrimoine investi en capital, ses autres sources de revenu n'étant pas affectées. Concernant le salarié-actionnaire, sont en jeu non seulement les revenus issus de son épargne mais également son origine même, à savoir le facteur travail. Il convient également de souligner que la mobilisation d'une épargne à long terme nécessite une relative sécurité, notion antinomique à celle de risque. Ce dernier point pourrait conduire à renoncer purement et simplement à toute logique d'investissement en titres de l'entreprise. Toutefois, cela constituerait une erreur lourde de conséquence pour un pan entier de notre économie qui rencontre déjà d'énormes difficultés dans sa quête de fonds propres³. Aussi, le seul moyen à nos yeux d'inciter l'investisseur final (le salarié) de courir la grande aventure du capital est de lui assurer une relative couverture du risque qu'il accepte de prendre.

³ Rappelons à cet égard que le capital risque dont la philosophie est de permettre le développement des petites entreprises (pour lesquelles l'accès aux marchés financiers s'avère délicat voire impossible) ne représente jamais qu'un encours proche de 5 milliards contre plus de 100 milliards pour l'épargne salariale (hors formule du compte courant bloqué). En outre, cet encours est appelé à se développer dans l'hypothèse notamment de la création d'un plan épargne entreprise long terme et autre système de fonds de pension.

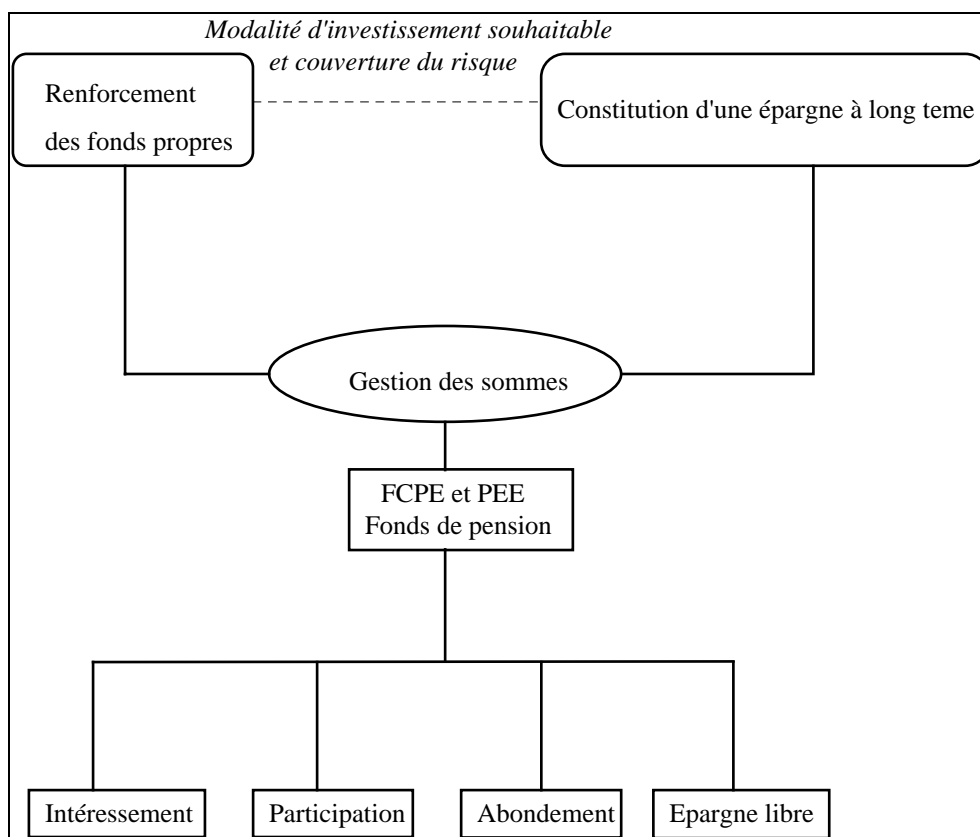
Le second point concerne la création d'une *nouvelle catégorie d'actionnariat*⁴ qui n'aurait plus vocation aux pertes. Un tel argument revient à ignorer la pratique des marchés financiers. La plupart des investisseurs tendent en effet à se couvrir sur les marchés à terme ou optionnels qu'ils soient organisés ou non. Un tel comportement constitue-t-il pour autant une remise en cause de l'*affectio societatis* ? A notre sens, il n'en est rien sinon à considérer que le système de réassurance auprès d'un organisme étatique des interventions des sociétés de capital-risque remet totalement en cause cet élément pourtant fondamental du contrat de société. A l'inverse, lorsqu'il s'agit de PME, **il n'est pas possible de demander à des non professionnels de la finance ce que les spécialistes se refusent de faire c'est-à-dire d'investir dans des entreprises dont les titres possèdent une liquidité faible ou nulle**. Il convient donc de mettre en place des *systèmes collectifs* et non individuels de couverture du risque supporté par salarié-investisseur sauf à vouloir allouer l'épargne salariale vers les instruments de taux ou bien vers le capital des entreprises dont la santé financière est solide. Enfin, il faut noter que l'abondement constitue déjà un premier niveau de couverture que nos détracteurs se gardent bien de critiquer⁵. En conséquence, cet argument ne constitue pas une objection sérieuse.

Le troisième point concerne le partage entre les notions *de participation financière et de participation aux décisions de l'entreprise*. Deux écoles s'affrontent dans ce domaine. Il y a d'une part ceux qui considèrent que le salarié ne doit à aucun prix participer aux orientations de la politique de l'entreprise. A l'inverse, d'autres pensent que cette participation est nécessaire. Pour notre part, il semble que cette double qualité de salarié actionnaire soit *impérative* en ce qu'elle évite d'une part le risque moral et d'autre part induit une implication beaucoup plus forte des salariés et donc accroît leur motivation. En outre, le clivage capital-travail ne semble plus de mise dans la mesure où ces deux éléments forment un tout indissociable qu'il convient de ne surtout pas scinder artificiellement. En effet, la politique générale de l'entreprise concerne pleinement les salariés puisqu'elle décide de l'affectation des résultats obtenus à l'aide de leur travail et qui, sans eux, n'auraient peut-être pas existé. Cela permet simultanément aux salariés d'exercer un contrôle notamment sur la politique de l'emploi de l'entreprise.

⁴ A noter que le salarié-actionnaire bénéficie déjà d'un traitement dérogatoire au droit commun puisqu'aux termes de l'article L 208-1 alinéa 3, il lui est possible de bénéficier et de lever des titres lui ouvrant droit à souscription alors même que le capital social n'est pas encore entièrement libéré et cela malgré les dispositions de l'article L 182 al. 1.

⁵ En effet, soit une entreprise proposant l'abondement maximum, à savoir 300% des sommes versées par le salarié dans la limite de 15.000 francs puisqu'il s'agit d'un investissement en titres de l'entreprise. Si le salarié verse 5.000 francs, il percevra un abondement de 15.000 francs. Il pourra ainsi investir l'équivalent de 20.000 francs en titres de l'entreprise. En conséquence, la variation du titre pourra atteindre 75% sans que le capital effectivement investi par le salarié ne soit entamé.

A l'inverse, un système d'actionnariat des salariés et son indispensable corollaire en terme de couverture du risque présente de nombreux avantages. En particulier, il permet de rendre compatible renforcement des fonds propres des sociétés françaises et constitution d'une épargne à long terme en vue de la retraite comme le suggère le rapport GODFRAIN. La logique de ce système serait donc la suivante :



La mise en place d'une telle structure présente de nombreux avantages pour l'ensemble des acteurs de l'économie.

Du point de vue des salariés, la majeure partie de leur "épargne" provient en effet des sommes versées par l'entreprise au titre de l'intéressement, de la participation et de l'abondement. Encore convient-il de trouver des supports d'investissement qui permettent une valorisation "correcte" de ce capital. Or, la pratique des marchés a montré que jusqu'à maintenant, le placement en actions offrait sur le long terme les meilleures performances. Les sommes ainsi valorisées pourraient constituer un capital utilisable en vue de la retraite notamment. Toutefois, cela suppose une durée d'épargne suffisamment longue pour que le capital soit significatif et permette ainsi de bénéficier pleinement de l'effet rendement procuré

par la détention d'actions. Parallèlement, l'épargne salariale utilisée comme source de renforcement des fonds propres et comme mécanisme d'épargne à long terme constituerait une première étape vers la mise en place progressive de véritables fonds de pension à la française dont le PEELT pourrait constituer l'organe fédérateur. Enfin, et sous réserve d'un aménagement législatif relativement simple, il demeure tout à fait envisageable de permettre aux salariés d'exercer leur droit de vote par l'intermédiaire des membres du conseil de surveillance⁶.

Du point de vue de l'entreprise, l'actionnariat des salariés constitue un outil de renforcement des fonds propres et ce, à un coût nettement moins élevé que le simple recours aux marchés financiers⁷ tout en contribuant à renforcer leur capacité d'auto-financement. Par ailleurs, ce système lui permettra d'améliorer sa productivité⁸ dans la mesure où la rémunération de cette nouvelle catégorie d'investisseur sera plus ou moins directement liée au facteur travail. Enfin, cela assurera une plus grande cohésion entre le facteur capital et travail, les salariés contribuant au moins partiellement à la sauvegarde de leur outil de travail⁹.

Ces effets positifs auront nécessairement des retombées sur la collectivité en ce qu'ils contribueront à renforcer la solidité financière des entreprises en général et des PME en particulier et, partant, leur fourniront les bases saines pour leur développement économique. Le tissu industriel s'en trouvera nettement amélioré. Ces gains ne sont bien évidemment pas quantifiables sauf peut-être en terme d'économies pour les ASSEDIC. En tout état de cause, il conviendra d'en tenir compte afin d'évaluer le bien fondé de cette proposition face au coût budgétaire que représentent les avantages fiscaux et sociaux consentis aux sommes accumulées dans le cadre de l'épargne salariale.

Toutefois, l'initialisation d'un tel cercle vertueux est subordonnée au libre consentement donné par le salarié à la souscription de titres émis par la société employeur. Dans ce cadre, **la seule incitation fiscale ne suffit pas**¹⁰. Il convient donc de lui proposer un

⁶ Voir à ce sujet le chapitre 1 du présent rapport.

⁷ Le coût pour l'entreprise découlerait du versement de l'épargne salariale qui en outre est fiscalement déductible.

⁸ A noter à ce propos qu'un tel système ne conduit pas intrinsèquement à détruire de l'emploi comme ont pu l'affirmer certains de nos détracteurs mais bien au contraire à en sauvegarder.

⁹ Rappelons en effet que le manque de fonds propres constitue à n'en pas douter une des principales causes de faillites en France. En outre, ce système en permettant d'assurer en douceur la transition de l'entreprise lors du départ en retraite du dirigeant actionnaire permettra de sauver bon nombre de sociétés acculées à la faillite lors de cette période délicate pour les petites entreprises.

¹⁰ Au contraire, elle serait même mauvaise conseillère si l'arbitrage entre les placements se faisait uniquement sur le plan fiscal au détriment du critère financier. A l'inverse, la défiscalisation complète n'a pas permis de développer des outils comme le FCPR.

système conciliant rendement et sécurité. C'est la raison pour laquelle, cette commission suggère deux systèmes à la fois simples et efficaces : la mutualisation et l'indemnisation.

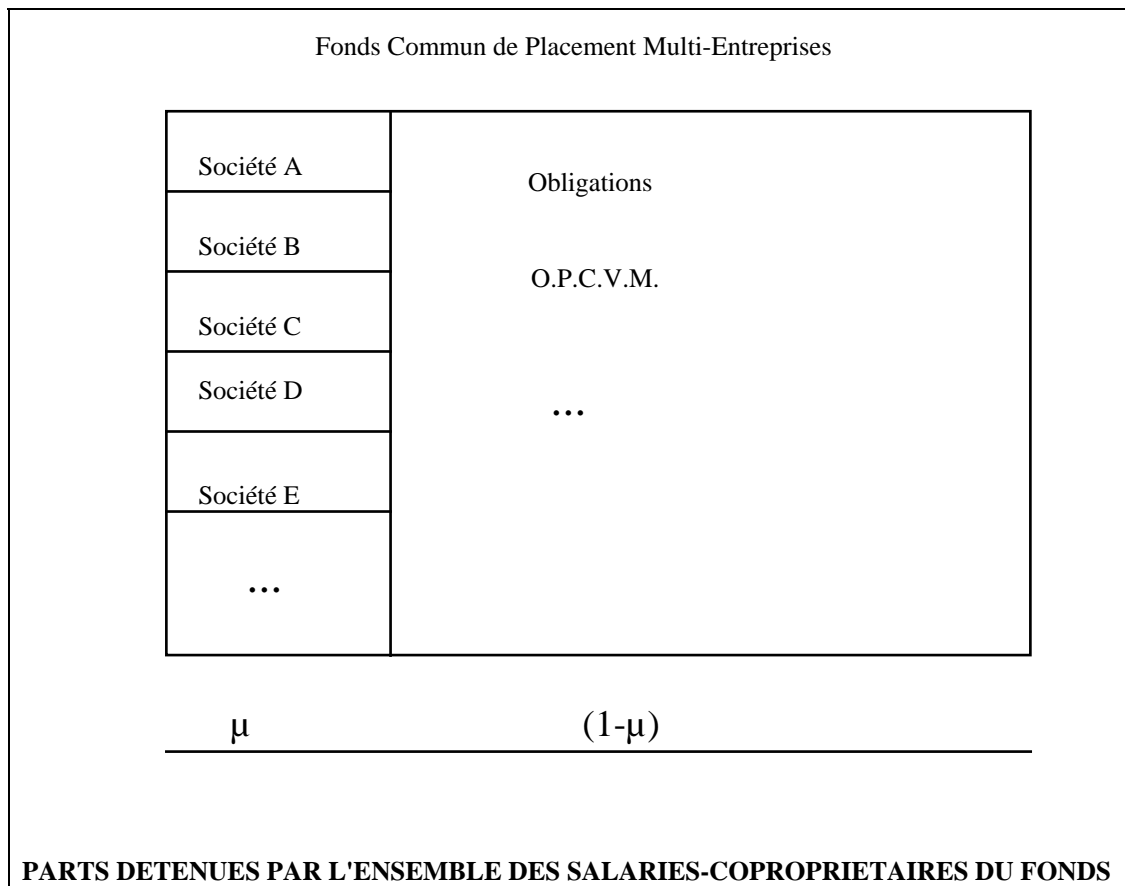
Chapitre 1 - La mutualisation

L'objet de ce chapitre est de montrer comment obtenir une couverture du risque à partir d'un système d'actionnariat des salariés par le biais d'un investissement *diversifié* de l'épargne salariale en *titres émis par la société employeur* et qui pourrait déboucher sur la création d'un *dispositif d'épargne à long terme utilisable en vue de la retraite*.

Section 1 - Notre proposition

Afin d'assurer un actif suffisant, il nous est apparu nécessaire de constituer un "*pot commun*" aux salariés de plusieurs entreprises ne présentant pas nécessairement de liens juridiques ou financiers entre elles. Déjà de nombreuses sociétés de gestion habilitées à gérer ce type de FCPE (Fonds Commun de Placement Entreprise) prévu par la loi n° 88-1201 offrent aux salariés la possibilité d'adhérer à un FME (Fonds Multi-Entreprises). Toutefois, la législation actuelle ne permet pas de bénéficier dans ce type de structure des règles particulières relatives à l'investissement en titres émis par la société employeur¹¹ tandis que le fonds ne peut détenir de titres non cotés. Aussi, nous a-t-il semblé indispensable de procéder à une adaptation législative. A ce titre, la diversification pourrait être obtenue à travers la structure suivante.

¹¹ Notamment, possibilité d'investir 100% de l'actif du fonds en titres émis par l'entreprise, cette proportion étant ramenée à 66% lorsque le titre n'est pas négocié sur un marché réglementé. Nous ne pouvons d'ailleurs que déplorer ce traitement différencié basé sur la notion de cotation qui constitue moins un choix de gestion qu'une absence de libre arbitre (voir annexe 2) plutôt que sur la santé financière de l'entreprise considérée. Les petites entreprises dont l'accès aux marchés financiers s'avère délicat voire impossibles se trouvent donc doublement pénalisées.



Les salariés des sociétés adhérentes verseront tout ou partie des sommes distribuées au titre de l'épargne salariale au fonds et recevront, en contrepartie et à due concurrence, des parts représentant leur versement. A l'aide des capitaux ainsi collectés, le gérant effectuera les placements qu'il jugera opportuns, après avis du conseil de surveillance et tout en respectant les règles de division du risque. Le portefeuille diversifié exercera deux activités distinctes l'une de l'autre :

- une **activité de renforcement des fonds propres** qui correspond à la fraction de l'ensemble des capitaux versés par les salariés d'une même entreprise et investie en part de capital de cette dernière. Cette fraction (μ) ne devra pas excéder une certaine limite qu'il conviendra de déterminer¹².
- une **activité de diversification**. Cette activité correspond à notre objectif de couverture du risque. C'est pourquoi, il est particulièrement important de veiller aux supports d'investissements autorisés.

¹²Par exemple 20% comme le suggère le rapport GODFRAIN dans le cadre du Plan Epargne Entreprise à long terme.

Une telle organisation assurera aux salariés-investisseurs une mutualisation à plusieurs niveaux :

- au *niveau de chacune des activités* exercées par le fonds, les pertes enregistrées seront compensées par les gains réalisés par ailleurs. En outre, l'investissement diversifié à hauteur de $(1-\mu)$ (hors produits de placements) permettra d'optimiser la gestion du fonds. Notons à ce sujet que la compensation interviendra au niveau de l'actif net capitalisé (c'est-à-dire des versements diminués des divers frais de gestion et autres demandes de rachat).
- au *niveau global*, chaque part émise par le fonds peut se décomposer en μ % de titres émis par les entreprises et le complément en actifs émis par de grands émetteurs de la place financière de Paris. Toutefois, il convient de noter que ces deux composantes forment un tout indivisible et qu'un salarié ne pourrait prétendre céder la fraction du capital qu'il détient sur son entreprise pour la reporter sur l'activité diversification¹³. Ainsi, les gains réalisés sur l'une ou l'autre des activités permettront de compenser les pertes éventuelles enregistrées par ailleurs et ce aussi bien dans le temps que dans l'espace.

Enfin, à la différence de ce que prévoit la loi relative aux FCPE, les droits de vote relatifs aux titres d'entreprises seraient exercés directement par les membres du conseil de surveillance du fonds qui sont employés par l'entreprise concernée¹⁴.

Section 2 - Les difficultés qui peuvent se présenter et leurs solutions

Outre la nécessité pour l'actif d'être suffisamment conséquent afin de permettre un investissement diversifié tout en assurant un renforcement satisfaisant des fonds propres des sociétés-employeurs, il convient de prendre en considération la notion de durée de l'investissement. En effet, plus cette durée est courte et plus le gérant devra privilégier des investissements à court terme. Toutefois, l'observation des résultats obtenus en application de l'ordonnance du 21 octobre 1986 montre que la participation financière reste investie en moyenne 7 ans. De plus, il demeure tout à fait envisageable de prévoir une durée minimale de blocage plus longue et ce d'autant plus que l'on se place dans le cadre d'une réflexion sur la mise en place d'un plan d'épargne à long terme avec éventuellement des avantages fiscaux et sociaux supérieurs à la formule "*classique*" d'épargne salariale.

¹³A l'exception de cas très précis que nous présenterons dans le paragraphe suivant.

¹⁴Pour une présentation de l'exercice des droits de vote, voir infra.

Analysons à présent les autres difficultés qui peuvent se présenter.

1 - La sélection des sociétés adhérentes

Nous avons signalé précédemment que la diversification du portefeuille devait permettre de plus que compenser les pertes enregistrées sur certains investissements par les gains réalisés sur les autres. Encore faut-il que le fonds ainsi constitué ne soit pas uniquement composé d'entreprises au bord du dépôt de bilan. Aussi, apparaît-il nécessaire de procéder à une sélection des adhérents afin de limiter l'entrée à des sociétés présentant potentiellement des risques de faillite jugés trop importants. A l'inverse, il convient d'être particulièrement vigilant dans le choix de la fonction discriminante. C'est pourquoi, nous suggérons le recours au **score Z de la Banque de France** qui présente le double mérite d'avoir fait ses preuves et surtout de pouvoir anticiper le risque de faillite de deux ou trois ans.

Toutefois, la situation financière des entreprises évoluant au fil des ans, il conviendra de procéder à des analyses régulières tout au long de la vie du fonds¹⁵. Lorsque la situation financière s'avérera fragilisée, le gérant devra cesser tout investissement en titres émis par cette société voire, le cas échéant, procéder à un désinvestissement lorsque cela s'avère possible.

Afin d'éviter toute décision arbitraire, le **gérant engagera sa responsabilité en cas de décision abusive**. De plus, il devra motiver sa décision dans un rapport remis au conseil de surveillance du fonds ainsi qu'au comité d'entreprise ou à défaut aux délégués du personnel de la société en question ainsi qu'à la Commission des Opérations de Bourse (COB).

2 - Un actif insuffisant ou une trop grande concentration du fonds

Il est probable que chaque société de gestion constitue ce fonds à partir de son portefeuille commercial. Dans ce cadre, deux cas particuliers sont à prendre en considération.

¹⁵ La commission suggère une révision au minimum annuelle. Toutefois, un examen semestriel serait, à n'en pas douter, préférable.

Tout d'abord, du fait d'une stratégie de "*niche*", certains secteurs ou certaines catégories d'entreprises sont sur-représentés. Le fonds présentera alors un *risque systémique* important en cas de crise de ses adhérents ce qui pèserait inévitablement sur la rentabilité du fonds. Le second cas concerne les sociétés de gestion dont l'objet social n'est pas de développer une activité commerciale importante¹⁶ mais qui souhaitent tout de même proposer ce type de produits à leur clientèle. Par suite, l'actif du fonds serait sans doute insuffisant pour répondre aux objectifs que nous avons assigné à l'épargne salariale sans compter le poids des frais des commissaires aux comptes et autres frais fixes qui pèseraient inévitablement sur les performances du placement.

Deux solutions sont alors envisageables¹⁷ :

- **limiter l'actif du fonds** à un montant minimum ou bien, ce qui est équivalent, prévoir dans la loi que la proportion de l'actif investi sur un même émetteur ne devra pas excéder un certain seuil qu'il conviendra de déterminer. Ce seuil pourrait d'ailleurs être différencié en fonction de l'effort de communication consenti par chaque société adhérente (par exemple 10% pour les entreprises établissant des comptes sociaux prévisionnels par semestre, cette proportion étant ramenée à 5% pour une communication annuelle).
- autoriser le gérant à souscrire, dans le cadre de son activité de diversification, des **parts émises par d'autres fonds**. Cette solution a comme conséquence de "*lisser*" le risque attaché à chaque fonds.

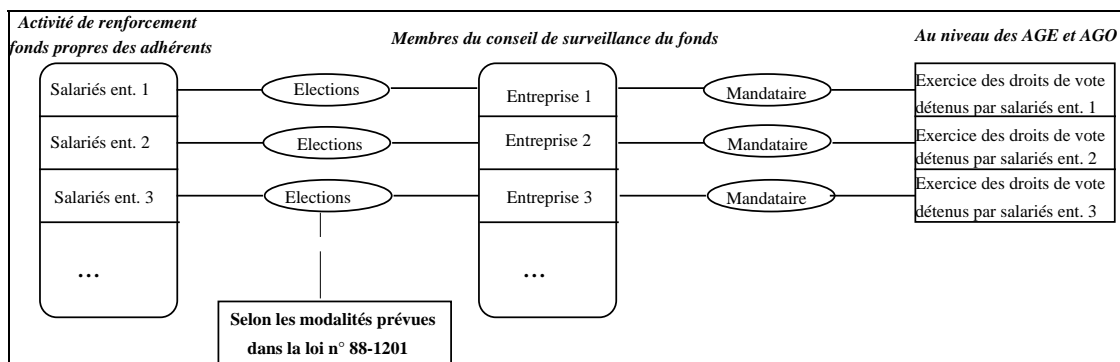
La première solution nous semble plus aisée à mettre en oeuvre.

3 - L'exercice des droits de vote

Nous avons signalé précédemment l'importance que revêtait à nos yeux l'exercice par les salariés des droits de vote détenus sur leur entreprise. Cet impératif pourrait être obtenu à l'aide du dispositif suivant.

¹⁶ L'épargne salariale se présentant davantage comme un service offert à certains clients, sans recherche de nouveaux prospects et non comme une activité à part entière (dans le cadre d'une stratégie de concentration verticale par exemple). C'est aussi le cas des nouvelles sociétés de gestion.

¹⁷Pour mémoire, citons une troisième solution mais qui ne nous semble aucunement envisageable sauf de manière discrétionnaire. Il s'agit d'autoriser la constitution d'un fonds commun à plusieurs sociétés de gestion sans qui soit nécessaire de créer une filiale commune.



Il conviendra de prévoir un **conseil de surveillance par activité** soumis aux dispositions de la loi n° 88-1201. Toutefois, en ce qui concerne l'activité de renforcement des fonds propres, les membres du conseil devront appartenir à la société émettrice des actions. Ces derniers devront désigner en leur sein un mandataire qui exercera les droits de vote en fonction d'un mandat qui lui sera confié par le conseil de surveillance. Afin d'éviter tout conflit d'intérêt, ce représentant des salariés aux assemblées des actionnaires ne devra aucunement exercer les fonctions de mandataire social¹⁸.

En cas de départ d'un des salariés de l'entreprise, si ce dernier fait partie du conseil de surveillance et n'a pas de suppléant, il devra être procédé à de nouvelles élections.

4 - Le traitement des sommes appartenant à d'anciens salariés de l'entreprise

Dans la mesure où les salariés exercent les droits de vote compris dans l'activité de renforcement des fonds propres¹⁹, il convient d'être particulièrement prudent en ce qui concerne les anciens salariés de l'entreprise qui ne désirent pas débloquer la totalité de leur épargne salariale. Précisons toutefois que le traitement de ces sommes se doit d'être différencié en fonction de la cause du départ. En effet, s'il apparaît nécessaire que les salariés n'appartenant plus à l'entreprise ne puissent disposer de droit de vote en quantité trop importante²⁰, une telle disposition ne devrait pas avoir cours pour les salariés partis en retraite. Ces derniers pourraient d'ailleurs continuer à effectuer des versements volontaires à ce fonds sans pouvoir néanmoins bénéficier de l'abondement.

¹⁸ Sauf en qualité d'administrateur représentant les salariés.

¹⁹ Ce qui permettrait d'accroître la coopération travail-capital.

²⁰ En raison notamment du risque d'immixtion dans la stratégie de leur entreprise par un concurrent, cette seule présomption pouvant conduire les actionnaires et les dirigeants à refuser purement et simplement ce type de mécanisme.

Concernant l'autre catégorie d'anciens salariés, deux cas de figure peuvent se présenter appelant des traitements différenciés des sommes laissées dans le fonds.

- soit **la nouvelle entreprise dispose d'une structure similaire**. En ce cas, l'ancien collaborateur pourra transférer le capital accumulé en son nom dans le nouveau fonds sans que cela soit considéré comme un versement volontaire²¹. Dans le cas particulier où la nouvelle société appartient au même fonds, seule la fraction correspondant à l'activité de renforcement des fonds propres sera reclassée dans le nouveau compartiment correspondant. Il n'y aurait donc pas transfert de fonds mais uniquement retraitement de ces sommes (cession des anciennes actions et souscription du capital émis par la nouvelle société).
- soit **une telle structure n'existe pas**. En ce cas, la fraction que détient le salarié dans le capital de son ancien employeur sera transférée dans un fonds spécifique diversifié. En particulier, il est possible de prévoir un compartiment spécial appartenant à l'activité de diversification et chargé de remplir cette fonction.

Quoiqu'il en soit, et sauf le cas du départ en retraite ou pré-retraite, l'ancien salarié ne pourra effectuer de nouveaux versements au fonds. En outre, il appartiendra à l'ancien employeur de prévenir la société de gestion du départ de son ancien collaborateur. Précisons néanmoins qu'il n'est aucunement souhaitable de contraindre le salarié de débloquer la totalité de son épargne.

5 - L'émission d'actions et la souscription par les salariés

Les actionnaires réunis en AGE (Assemblée Générale Extraordinaire), après audition de deux rapports l'un du conseil d'administration (ou du directoire) et l'autre des commissaires aux comptes, décident ou autorisent (avec délégation au directoire ou conseil d'administration des modalités d'émission) l'augmentation du capital. En outre, deux règles fondamentales doivent être respectées.

Ainsi, l'article L 182 al. 1 dispose que "*le capital doit être intégralement libéré avant toute émission d'actions nouvelles à libérer en numéraire*". Toutefois, ce point n'a que peu d'influence sur le processus d'actionnariat des salariés en ce qu'il constitue un cas particulier

²¹ En conséquence, il ne pourra bénéficier de l'abondement. A l'inverse, ce versement ne sera pas pris en compte pour le calcul des différents plafonds applicables dans ce domaine. De même, la durée de blocage sera celle restant à courir jusqu'à écoulement de la durée légale de blocage telle que prévue dans le règlement du nouveau fonds.

dans la vie d'une entreprise. De plus, aux termes de l'article L 208-1 al. 3, les opérations accordées au personnel de la société et lui donnant droit à souscription, peuvent être consenties et levées alors même que le capital social n'aurait pas été intégralement libéré²².

En outre, toute augmentation de capital en numéraire ouvre aux actionnaires, proportionnellement au montant des actions qu'ils détiennent, un **droit préférentiel à la souscription** des nouvelles actions, toute clause contraire étant réputée non écrite. Mais, la loi offre aux actionnaires la possibilité soit d'y **renoncer** individuellement soit de le **supprimer** dans le cadre de l'AGE. Ainsi, l'article L 183 al. 4 dispose que les actionnaires des sociétés autres que celles appartenant à la cote Officielle et au Second Marché²³, peuvent renoncer individuellement à ce droit soit au profit d'une ou plusieurs personnes dénommées soit sans indication de bénéficiaires. Toutefois, cette renonciation individuelle pose quelques difficultés notamment celle de ne pas faire apparaître explicitement le montant des droits que pourraient souscrire les salariés. A fin de simplification, le législateur a prévu une autre procédure.

C'est ainsi qu'aux termes de l'article L 186, l'AGE peut décider de supprimer ce droit préférentiel mais uniquement **au profit de personnes dont l'identité lui est révélée**²⁴. Dans ce cas, la durée de validité de cette suppression est limitée à 2 ans à compter de l'assemblée qui a décidé ou autorisé l'augmentation de capital (art. L 186-3 al. 3). Ce formalisme juridique, appliqué au cadre qui nous intéresse, a pour effet non seulement d'alourdir inutilement la procédure mais aussi de créer une dichotomie artificielle entre les sociétés de droit français²⁵. C'est pourquoi, cette commission, dans le cadre de l'actionnariat des salariés et des fonds de pension, suggère les modifications suivantes :

- **suppression de l'obligation de dénomination des bénéficiaires** au profit de l'ensemble des salariés de l'entreprise (avec une éventuelle clause d'ancienneté). Rappelons à ce sujet que les entreprises faisant publiquement appel à l'épargne ne sont pas soumises à l'obligation de dénomination.
- **allongement de la durée de validité de la suppression du droit préférentiel à 5 ans**. Cette disposition irait dans le sens de la COUR de CASSATION qui considère que l'omission dans le rapport du conseil d'administration du nom des attributaires des actions nouvelles n'est pas constitutive d'un délit, *"l'omission d'une information ne pouvant en principe*

²² Ce qui démontre que le législateur considère l'actionnariat des salariés comme dérogoire au droit commun.

²³ Pour lesquelles, seule la seconde possibilité est admise.

²⁴ Il s'agit de la disposition de droit commun, applicable à l'ensemble des sociétés.

²⁵ Selon qu'elle soit cotée ou non ou qu'elle fasse publiquement appel à l'épargne, sans distinction de sa santé financière. De plus, les sociétés cotées, faisant publiquement appel à l'épargne dispose de facultés de mobilisation de capitaux que n'ont pas les PME alors même que ces dernières doivent faire face à une procédure plus lourde.

équivaloir à la communication d'une information inexacte"²⁶. En outre, cela permettrait une harmonisation des règles applicables aux sociétés appartenant à la cote officielle ou au second marché pour les émissions réservées aux salariés adhérant à un PEE. L'extension de cette possibilité à l'ensemble des sociétés serait source d'équité.

Etudions à présent le problème de l'inadéquation entre l'offre et la demande de capital.

Nous avons signalé précédemment que pour chaque versement effectué par le salarié, une fraction μ était investie en titres émis par l'employeur. Dans ce cadre, il est fort peu probablement qu'à court terme, les demandes de souscriptions correspondent exactement au montant du capital offert par l'AGE. Une première solution consiste dans l'observation des dispositions prévues par le législateur²⁷. L'autre solution, qui a notre préférence, est de prévoir que le conseil d'administration pourra, de plein droit et sans que l'AGE l'ait expressément prévu, procéder à des émissions par tranches, cette disposition étant d'**ordre public**.

Dans le cas où l'actif accumulé au titre de l'activité de renforcement des fonds propres de l'entreprise est supérieur au montant de l'augmentation de capital, l'entreprise disposera alors d'une **option de souscription** (non cessible). Le gérant du fonds devra investir la fraction excédentaire dans le cadre de son activité de diversification. Par la suite, la levée de ces options par l'entreprise est subordonnée à l'accord préalable et conjoint de l'AGE²⁸ et du conseil de surveillance du fonds concerné.

²⁶ Crim. 27 fév. 1978, rev. soc. 1978-496 note BOULOC.

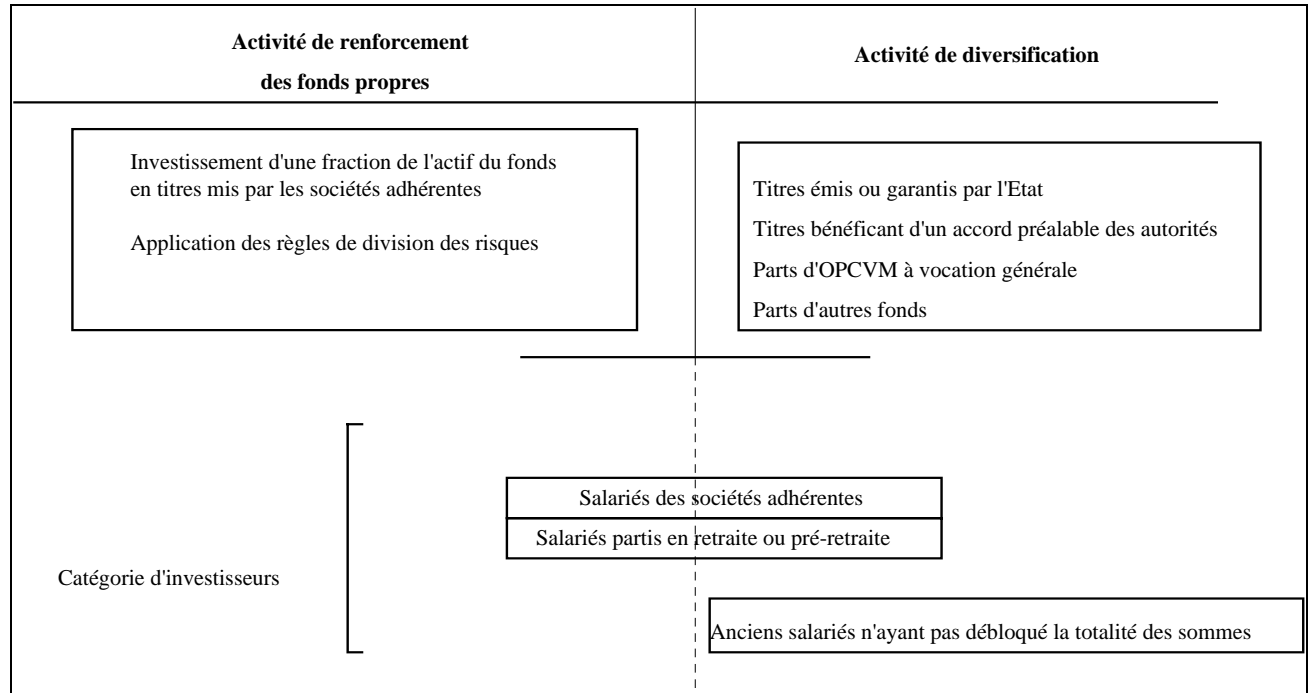
²⁷ Aux termes de l'article L 185, le conseil d'administration peut :

- limiter l'augmentation de capital au montant des souscriptions recueillies à condition que celles-ci atteignent 75% au moins du montant fixé initialement et que cette faculté ait été expressément prévue par l'AGE lors de l'émission.
- répartir les actions non souscrites entre les personnes (actionnaires et tiers) de son choix, sauf décision contraire de l'AGE.
- offrir au public tout ou partie des actions non souscrites à condition que l'AGE ait expressément admis cette possibilité.

²⁸ Cet accord ayant une durée de validité de ans par exemple et peut être décidée en même temps que l'autorisation de procéder à l'augmentation de capital.

6 - La structure du fonds

En conséquence, et compte tenu des divers développements précédents, l'organisation du portefeuille sera la suivante :



Analysons à présent les résultats prévisibles obtenus à partir d'une telle structure.

Section 3 - Les résultats attendus

1 - L'approche théorique

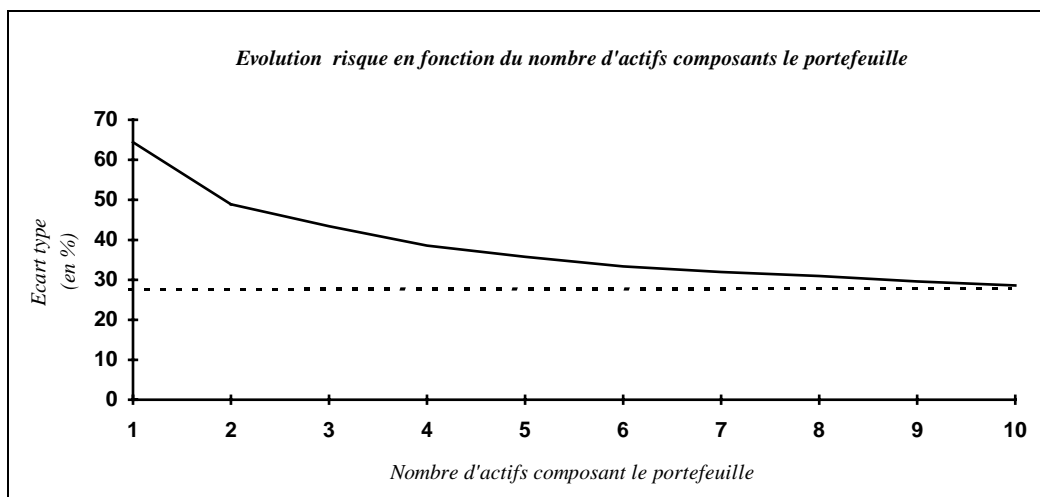
Tout l'art du financier réside dans sa capacité à anticiper le marché afin de prendre les bonnes décisions en fonction des circonstances économiques et financières prévisibles. C'est ainsi qu'un investisseur va acheter un titre lorsqu'il estimera que le cours plancher est atteint mais sans jamais être certain, a priori, que le titre ne poursuivra pas sa progression²⁹. C'est la raison pour laquelle il convient de raisonner à partir des anticipations. Cette approche en terme de rendement espéré³⁰ montre comment il est possible de construire un portefeuille pour lequel le rendement global est supérieur à la simple sommation des rendements de chacun des titres qui le composent³¹. Toutefois, le taux de rentabilité pris isolément ne suffit pas à caractériser une opportunité d'investissement. Encore faut-il considérer le risque de déviance de ce taux par rapport à son niveau escompté. Ces deux notions suffisent à caractériser le comportement probable de n'importe quel titre.

Analysons à présent les effets escomptés de la diversification. Il apparaît que le risque global d'un portefeuille diminue avec le nombre de titres qui le composent comme le montre l'exemple réel suivant construit à partir des rendements observés sur des fonds américains sur une dizaine d'année.

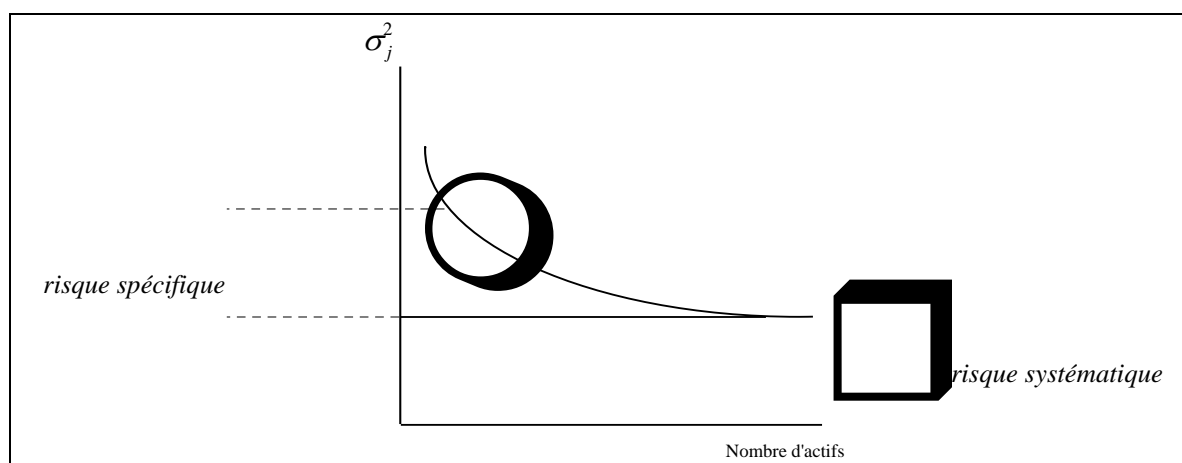
²⁹ Il s'agit en quelque sorte d'un pari confirmant par là même l'enseignement de KEYNES selon lequel il importe plus de déterminer ce que l'on croit que les autres croient plutôt que ce que l'on croit soi-même. En d'autres termes, l'économie n'est jamais qu'un immense casino dans lequel toutes les décisions sont basées sur des anticipations qui peuvent se révéler fausses. Cette incertitude conduit le plus souvent à un comportement moutonnier expliquant en grande partie la formation des bulles spéculatives.

³⁰ Et qui est à l'origine des travaux de MARKOWITZ.

³¹ Cet enseignement découle en effet de la notion de frontière d'efficience.



En conséquence, la diversification conduit à diminuer le risque global du portefeuille. L'explication réside dans la décomposition possible du risque global en deux éléments indépendants l'un de l'autre : un risque "*spécifique*" à chacun des composants et un risque "*systématique*" pouvant être assimilé à un risque lié aux affaires au sens large du terme. Or, la diversification du portefeuille permet d'éliminer cette composante spécifique ce qui explique la relation décroissante entre le risque du portefeuille et le nombre de titres qui le compose. En définitive, le risque global du portefeuille tend vers le risque systématique³² qui constitue le minimum absolu. Il s'agit du second enseignement de cette théorie.



³² En général, les professionnels s'accordent à dire que l'élimination du risque spécifique intervient pour un nombre compris entre 10 et 20 actifs composant le portefeuille.

2 - Simulations

Afin de démontrer l'intérêt que présente une telle structure, étudions à présent la répartition de la participation financière si la totalité des sommes distribuées à ce titre avait été investie dans un fonds. Cela nous permettra également de déterminer des bases objectives de détermination de la proportion μ (20% et 40%).

A - Analyse en flux

Effectifs employés	$\mu = 20\%$		$\mu = 40\%$	
	Fonds propres	Diversification	Fonds propres	Diversification
[1,9]	27.624.843	19.976.375.930	55.249.686	14.852.278.950
[10,49]	144.932.733	19.976.375.930	289.865.466	14.852.278.950
[50,99]	270.891.408	19.976.375.930	541.782.815	14.852.278.950
[100,199]	493.123.491	19.976.375.930	986.246.981	14.852.278.950
[200,499]	815.839.240	19.976.375.930	1.631.678.480	14.852.278.950
[500,1.999]	1.081.813.872	19.976.375.930	2.163.627.744	14.852.278.950
> 2.000	2.109.868.398	19.976.375.930	4.219.736.796	14.852.278.950
TOTAL	4.944.092.384	19.976.375.930	9.888.184.968	14.852.278.950

Ainsi, l'activité diversification disposerait d'un encours de près de 20 milliards en ne tenant compte que des versements effectués en 1992 uniquement au titre de la participation financière au sens de l'ordonnance du 21 octobre 1986³³. Cet encours permettrait à n'en pas douter une diversification des sources de placement nettement suffisante. Concernant la seconde activité exercée par le fonds, l'épargne salariale procurerait près de 5 milliards de capitaux stables dont près de 1.8 milliards pour les entreprises de moins de 500 salariés.

Compte tenu de l'importance des versements annuels, peut-être serait-il opportun d'envisager de porter la proportion μ de 20% à 40% ce qui porterait l'actif consacré aux fonds propres des sociétés françaises à près de 10 milliards dont 3.5 milliards pour les petites entreprises laissant ainsi 15 milliards pour permettre la diversification des placements, ce qui reste très honnête. Il faut, en effet, de garder à l'esprit que la durée moyenne d'investissement est de 7 ans en matière d'épargne salariale. Ceci démontre une fois encore les potentialités sous-jacentes à ce système et plus particulièrement dans une optique d'allongement de cette

³³ A ce montant, il conviendrait d'ajouter les versements effectués par les particuliers en vue de la retraite (entre 800 et 1.000 francs selon une étude du CREDOC).

durée d'épargne dans le cadre de l'implantation des fonds de pensions (ce qui, en outre, aurait pour effet d'augmenter tant le stock que l'encours de l'épargne).

B - Analyse en stocks

Effectifs employés	$\mu = 20\%$		$\mu = 40\%$	
	Fonds propres En millions de FRF	Diversification En millions de FRF	Fonds propres En millions de FRF	Diversification En millions de FRF
[1,9]	114	80.000	228	60.000
[10,49]	586	80.000	1.172	60.000
[50,99]	1.096	80.000	2.192	60.000
[100,199]	1.994	80.000	3.988	60.000
[200,499]	3.300	80.000	6.600	60.000
[500,1.999]	4.376	80.000	8.752	60.000
> 2.000	8.534	80.000	17.068	60.000
TOTAL	20.000	80.000	40.000	60.000

Compte tenu du stock d'épargne salariale et de sa répartition en fonction de la taille des effectifs employés, l'activité de diversification serait dotée d'un capital de 80 milliards de francs ce qui permettrait un renforcement des fonds propres de près de 7.1 milliards pour les entreprises de moins de 500 salariés. Si la fraction μ passe de 20 à 40%, cette manne est portée à 14.2 milliards.

Nous voyons donc l'intérêt que présente cette formule de FCPE. Le fait de créer un "pot commun" à plusieurs entreprises permet de constituer un portefeuille conséquent tout en assurant une parfaite transparence. Enfin, le regroupement de 80% des sommes versées par chaque société au sein d'une activité de diversification permet de constituer un "fonds" dont l'actif est suffisamment important pour remplir le rôle que nous lui avons assigné.

Rappelons également que la constitution d'un fonds permet de limiter voire de résoudre le problème de la liquidité³⁴. En effet, les demandes de rachat exprimées par des salariés sont réalisées grâce aux nouveaux versements et sans que le gérant ait à procéder à une vente massive. Ce résultat attendu nous est assuré par la progression qu'a connu l'encours des FCPE depuis quelques années.

³⁴ Cela conduisait, dans le cadre de l'activité de capital-investissement, à obérer la rentabilité de la structure. Voir annexe 3.

Chapitre 2 - L'indemnisation

L'objet de ce chapitre est de proposer un second mécanisme de couverture du risque : *l'indemnisation du salarié-actionnaire en cas de faillite de la société-employeur*. Etudions les modalités techniques de notre proposition avant d'exposer les éventuelles difficultés ainsi que les solutions proposées.

Section 1 - Notre proposition

Il s'agit donc de mettre en place un contrat contingenté qui prévoit le paiement **immédiat, inconditionnel et obligatoire** d'une *cotisation à un fonds national de garantie pour l'actionnariat des salariés (FONGAS)*. Par la suite, le FONGAS procédera à l'indemnisation des FCPE (dédiés ou multi-entreprises) en cas de faillite de l'un des adhérents. Etudions à présent les caractéristiques du FONGAS.

Tout ou partie de l'épargne salariale serait ainsi transférée dans un FCPE. Ce dernier procédera à des investissements en fonction des objectifs définis par le Conseil de surveillance conformément à la loi n° 88-1201. Dès que l'actif de ce fonds est investi en titres émis par la société employeur à hauteur d'un certain seuil qu'il conviendra de déterminer³⁵, il devra **obligatoirement** être versé une cotisation au FONGAS qui devra gérer l'ensemble des sommes ainsi collectées en vue de permettre l'indemnisation des sinistrés. Son *statut public* contribuera à la pérennité du système.

³⁵ Nous suggérons un seuil relativement bas afin que le montant des primes collectées soit suffisamment important.

A noter que l'organe fédérateur du système pourrait, une fois de plus, prendre la forme juridique du PEELT en tant que prémices à la constitution de véritables fonds de pension à la française. Dans ce cas, la prime correspondrait au maximum à 20% de l'actif, seuil retenu pour la fraction investie en titres émis par la société employeur. Cela permettrait de combiner assurance et diversification des sources de placement.

En cas de faillite de l'un des émetteurs, l'organisme versera au FCPE (ou au PEELT) correspondant une certaine somme d'argent spécifiée dans le contrat et qui matérialisera la couverture du risque comme le montre l'exemple suivant.

Exemple

Prenons le cas d'un fonds dont l'actif est de 100 après paiement de la prime et dont 40 correspondent à un investissement en titres de la société. En cas de faillite, l'actif est donc amputé de cette somme. Quels sont les effets au niveau du prix de part ? Supposons que l'actif soit réparti en 50 parts de 2 francs. En l'absence du contrat d'assurance, les salariés voient leur prix de part passé de 2 FRF à 1.2 FRF. En cas d'indemnisation du sinistre, le nouvel actif du fonds après faillite de l'entreprise sera de 60 augmentés du montant versé par l'organisme. En conséquence, la variation du prix de part sera limitée.

Etudions à présent les difficultés qui peuvent se présenter lors de la mise en place de ce mécanisme ainsi que les solutions proposées par la commission.

Section 2 - Les difficultés qui peuvent se présenter et leurs solutions

Un certain nombre de difficultés sont communes à celles évoquées dans le chapitre précédent. Il s'agit de :

- la sélection des sociétés adhérentes;
- l'exercice des droits de vote;
- l'insuffisance du capital offert par rapport aux souscriptions;
- le traitement des sommes appartenant à d'anciens salariés;
- l'émission d'actions et la souscription par les salariés.

Pour une analyse des solutions proposées, nous laissons le soin au lecteur de se référer aux développements précédents. Notons uniquement que l'investissement du FCPE ou du

PEELT en titres émis par la société-employeur est subordonné à l'**examen préalable du score Z** de la société en question. En outre, l'adhésion au FONGAS qui sera **unique** au niveau national se devra d'être **obligatoire** afin d'éviter le risque de sélection adverse.

Analysons à présent les difficultés propres au mécanisme d'indemnisation.

1 - Le montant de la cotisation au FONGAS

Le montant de la prime d'assurance est fonction de la probabilité d'occurrence du sinistre et du montant de l'indemnisation. Concernant le premier facteur, il est vrai que la présence des PME dans le mécanisme d'assurance conduit à accroître la probabilité de faillite, leur taux de mortalité étant souvent supérieur à 3% et rarement inférieur à 2%. Toutefois, ce taux doit être apprécié au niveau du FONGAS. Dans ce cadre, le caractère obligatoire de ce mécanisme conduit à une diversification sectorielle et géographique propre à réduire le risque global des entreprises par un *effet dilution du risque* de sorte que le taux de mortalité devrait être, à long terme, proche de 1. Parallèlement, il s'avère nécessaire, à l'instar de ce que nous avons suggéré dans le chapitre précédent, de procéder à une sélection des sociétés adhérentes afin d'interdire, autant que faire se peut, l'entrée dans le fonds de société dont la situation s'avérerait irrémédiablement compromise. Cette sélection s'opérerait à partir du score Z de la Centrale des Bilans ce qui conduira à diminuer le taux de faillite.

Concernant l'indemnisation des sinistres, il est probable que le montant des versements découlant de la faillite des PME demeure nettement inférieure à celui des cotisations collectées notamment auprès des grandes entreprises ce qui devrait conduire à équilibrer le système.

Enfin, dernier point important, le calcul de la prime en matière d'assurance se fait à partir de l'observation de la sinistralité constatée lors d'une période de référence ce qui conduit à des réévaluations parfois importantes afin d'équilibrer le système. Dans ce domaine, il est probable que durant les premières années, celle-ci soit fortement variable compte tenu du peu d'expérience dont nous disposons en France pour ce type de mécanisme. Toutefois, à long terme, il est prévisible que cette dernière s'équilibrera à un niveau inférieur à 1 comme en Allemagne (où elle est de 0.8) sous l'effet conjugué de l'apprentissage et d'un renforcement de la structure financière des entreprises et plus particulièrement de celle des PME.

Dans le cas de l'actionnariat des salariés, cette fluctuation conduirait à une relative iniquité dans le traitement des demandes de rachats de parts. C'est pourquoi, nous suggérons une prime de 1% sans tenir compte des éventuelles baisses à court terme du taux de sinistralité, l'excédent étant provisionné. En outre, il serait sans aucun doute souhaitable de créer un second étage de garantie en vue de permettre au FONGAS de faire face à une sinistralité conjoncturelle importante. Un tel système lui permettrait de continuer son rôle de garant sans devoir augmenter brusquement sa cotisation. Dans ce cadre, nous suggérons deux possibilités :

- un système de prêts consentis par les sociétés de gestion;
- la mise en place d'un fonds doté de deniers publics.

A notre avis, la meilleure solution consisterait en une solution mixte. Ce fonds ainsi doté prêterait la somme nécessaire au FONGAS, à charge pour ce dernier de le rembourser à l'aide des cotisations perçues.

Notons au passage que les différents contrôles que nous serons amenés à instaurer (notamment en ce qui concerne la sélection des sociétés adhérentes) permettront aux entreprises et plus particulièrement aux PME de disposer d'une **aide en matière de décision** et ainsi d'apprécier plus aisément **l'évolution de leur situation**.

2 - Le montant de l'indemnisation versée par le FONGAS

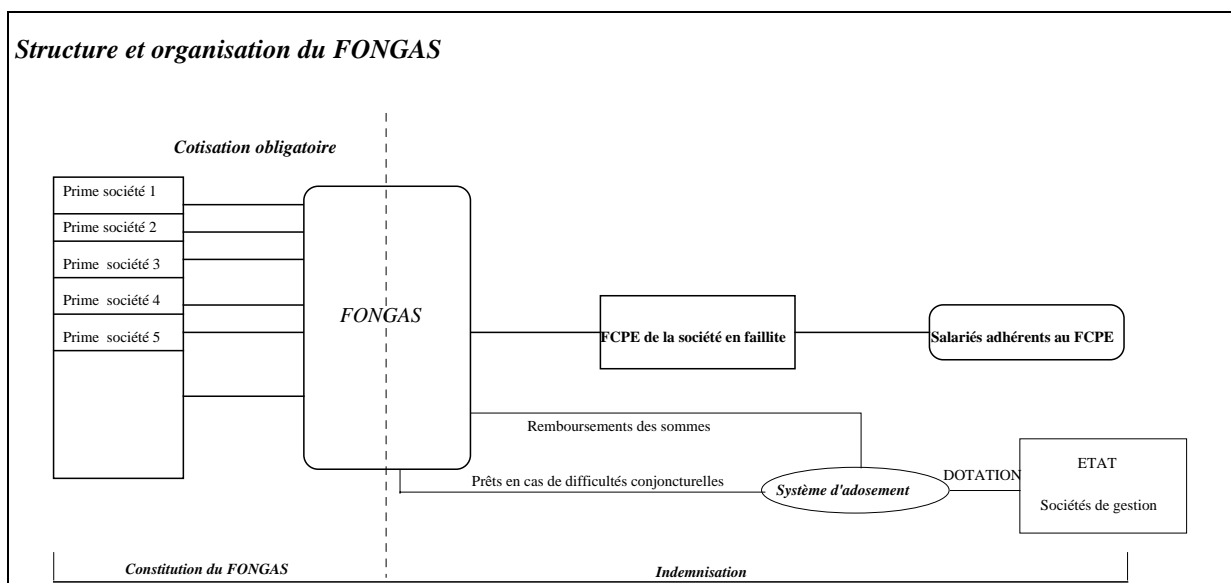
Dans ce domaine, trois possibilités s'offrent à nous :

- indemniser sur ***la base du dernier cours avant la faillite***. Une telle mesure nous paraît inopérante en ce qu'elle défavoriserait gravement les salariés, cette valeur tenant compte probablement du risque de faillite et se matérialiserait par une décote importante.
- sur ***la base de la moyenne des 5 dernières années***. Se pose toutefois le problème de l'absence de cotation du titre et donc du caractère arbitraire de cette mesure.
- sur ***la base du capital investi*** ce qui faciliterait les choses. Se pose toutefois le problème de la valorisation (ou de la dévalorisation) du cours du titre, conduisant ainsi dans un cas à une sous couverture du risque et dans l'autre une sur-couverture.
- sur ***la base du nominal capitalisé à 75% du TME***, à l'instar du taux maximum de garantie offert par les compagnies d'assurance française. Ce système présente les avantages de la

simplicité dans la détermination du montant garanti par le FONGAS. Cette solution a notre préférence.

3 - Le fonctionnement du FONGAS

En conséquence et compte tenu de tous les éléments évoqués précédemment, le fonctionnement du FONGAS serait le suivant :



CONCLUSION GENERALE DU RAPPORT

L'actionnariat des salariés présente de nombreux avantages pour chacun des intervenants en ce qu'il rend compatible renforcement des fonds propres et constitution d'une épargne à long terme. Ce système serait d'ailleurs dynamisé par la création de fonds de pension à la française, via le Plan Epargne Entreprise Long Terme notamment. Toutefois, la réussite d'un tel système repose, *in fine*, sur l'adhésion volontaire des salariés, ce qui suppose la mise en place de techniques de couverture de ce nouveau type d'actionnariat. Tel était l'objectif de cette commission qui suggère deux mécanismes à la fois simples et efficaces : la mutualisation ou l'indemnisation. Chacune de ces méthodes présente de nombreux avantages à commencer par le faible coût budgétaire face à l'amélioration de la santé financière des entreprises françaises et la diminution concomitante du nombre de faillites. En outre, l'association de ces deux techniques permettrait d'assurer une couverture presque totale deux grandes catégories de risque supporté par le salarié-actionnaire : la variation du prix de part (à l'aide de la mutualisation) et le risque de faillite de l'émetteur (par l'indemnisation).

Il convient également de noter que la mise en place effective de ces deux propositions ne nécessiteraient que quelques aménagements à la loi relative d'une part aux FCP (n° 88-1201) dans le chapitre consacré au FCPE et d'autre part dans les modalités d'augmentation de capital réservé aux salariés.