

Diversification et actionnariat salarié

La réforme opérée par la loi Fabius et ses répercussions sur l'actionnariat salarié peuvent créer certaines difficultés d'interprétation des textes, en particulier pour les groupes internationaux.

Paule Biensan
Avocat à la Cour
Cabinet White & Case LLP



Franck De Vita
Avocat à la Cour
Cabinet White & Case LLP



■ Les innovations de la loi Fabius du 19 février 2001 ont permis d'enrichir et de diversifier l'offre de formules d'épargne salariale. Cette loi et les textes d'application qui l'ont suivie ont également renforcé les conditions d'emploi des fonds versés ainsi que l'intervention des salariés ou de leurs représentants dans la gestion de l'épargne salariale. À cet égard, l'investissement de l'épargne salariale dans l'entreprise a fait l'objet d'un encadrement législatif, reprenant notamment les observations formulées par la Commission des opérations de bourse. Ce dispositif législatif s'est accompagné d'un fort développement de l'actionnariat salarié au cours de ces dernières années, en particulier dans les sociétés cotées.

Proposer un placement diversifié

Entendant limiter les risques inhérents à un investissement monoproduit, le législateur a posé à l'article L 443-4 du Code du travail le principe d'une double diversification de l'épargne salariale : diversification au niveau des choix d'investissement offerts dans le cadre du plan d'épargne, d'une part, et obligation de liquidité des actifs composant le fonds actionnarial, d'autre part. Cette dernière contrainte vise plus particulièrement les fonds investis en titres non cotés de l'entreprise.

Le règlement du Plan d'épargne d'entreprise (PEE) doit fixer les modalités d'affectation des sommes investies par les adhérents. Ces sommes peuvent être employées à l'acquisition d'actions

ou parts d'Opcvm¹, de parts de FCPE² ou d'actions de Sicav d'actionnariat salarié, ou encore de valeurs mobilières émises par l'entreprise (ou par une entreprise du même groupe au sens de l'article L 444-3 du Code du travail).

Avant la réforme du 19 février 2001, le règlement d'un PEE pouvait offrir comme unique mode de placement un FCPE investi en titres de l'entreprise, sous réserve que l'actif de ce fonds comporte au moins un tiers de titres liquides (qui pouvaient être des titres d'une même entreprise s'ils étaient admis aux négociations sur un marché réglementé). Aujourd'hui, l'article L 443-4 du Code du travail précise que le règlement du PEE doit obligatoirement offrir aux adhérents une possibilité d'investir dans un placement diversifié et liquide, à savoir des actions ou des parts d'Opcvm à caractère général, ou des parts de FCPE diversifiés (c'est-à-dire n'employant pas plus de 5 % des actifs en valeurs mobilières d'un même émetteur, et pas plus de 10 % d'une même catégorie de valeurs mobilières d'un même émetteur). Cette nouvelle contrainte a notamment eu pour effet d'obliger des sociétés cotées à proposer dans le cadre de leur PEE un placement diversifié en plus du FCPE investi exclusivement en titres cotés de l'entreprise.

• Une interprétation délicate

La mise en œuvre de cette nouvelle obligation a pu entraîner certaines difficultés d'interprétation, notamment pour le montage d'un Plan d'épargne de groupe international (PEGI). Mis en place par des groupes cotés français, les

PEGI prennent la forme de plans d'épargne de groupe ouverts aux salariés des filiales et succursales de ces groupes à l'étranger. Ces derniers peuvent investir dans des actions de la société française cotée, soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire d'un FCPE, et participer ainsi aux performances du groupe. La question s'est posée de savoir si l'obligation de proposer un placement diversifié devait être respectée dans un PEGI proposé aux salariés à l'étranger d'un groupe français³. En effet, proposer à ces salariés d'investir dans un placement liquide et diversifié pourrait être considéré dans la législation locale comme un appel public à l'épargne, ce qui généralement rend plus complexe et coûteuse la mise en place de tels plans⁴. Or, le non-respect de cette règle de diversification dans un PEGI a pu susciter des interrogations sur la validité du PEGI qui, même s'il s'adresse à des salariés dont le contrat de travail n'est pas régi par les dispositions du Code du travail, n'en demeure pas moins soumis au droit français. La circulaire interministérielle du 22 novembre 2001 a permis de lever ces interrogations en écartant l'application de cette obligation de diversification à l'égard des salariés non couverts par le droit du travail français. Cette circulaire précise néanmoins qu'il paraît souhaitable d'offrir à l'ensemble des salariés du groupe la possibilité d'investir dans un fonds diversifié et liquide. En pratique, la plupart des PEGI prévoient désormais en des termes généraux la possibilité pour les adhérents d'investir dans un mode de placement diversifié distinct du

placement en titres de l'entreprise. L'introduction de cette disposition générale dans le règlement du PEGI permet, au cas par cas, et en fonction de la législation locale applicable, de proposer ce placement alternatif dans les seuls pays où une telle offre n'entraîne pas de formalités supplémentaires.

Par ailleurs, si l'épargne salariale « à la française » est en vogue auprès des grands groupes cotés français, c'est parce qu'elle a le mérite d'orienter de l'épargne vers l'entreprise, et donc de renforcer ses fonds propres. L'obligation de proposer une offre alternative pourrait être de nature à limiter cet effet.

Les entreprises peuvent toutefois diminuer l'impact de cette disposition. En effet, sous réserve que les modes de détermination de l'abondement soient formulés au travers de règles à caractère général, il est possible de moduler l'abondement versé par l'employeur en fonction du choix de placement effectué par le salarié⁵. Ainsi, le règlement du PEE pourrait, pour encourager le placement en titres de l'entreprise, prévoir de n'accorder l'abondement qu'aux versements des salariés investis en titres de l'entreprise. Il peut également être prévu de restreindre la possibilité pour l'adhérent de modifier l'affectation de son épargne au cours de la période d'indisponibilité⁶.

Diversifier le fond actionnarial

Les règles de composition de l'actif des FPCE imposent également un principe de diversification afin de garantir aux fonds une liquidité minimale.

La loi du 19 février 2001 distingue ainsi deux catégories de FCPE en fonction de la part du fonds consacrée à l'investissement en titres de l'entreprise: les FCPE multi-entreprises (dont un tiers de l'actif au plus est investi en titres de l'entreprise) et les FCPE « dédiés ». En particulier, l'article L 214-40 du Code

monétaire et financier s'applique spécifiquement aux FCPE dédiés dont plus du tiers de l'actif est investi en titres de l'entreprise. Ces FCPE dédiés ont connu un large succès auprès des sociétés cotées qui désiraient développer leur actionnariat salarié, dans la mesure où il permet de simplifier la gestion administrative et technique d'un PEE. Ces FCPE se sont également développés dans des sociétés non cotées (à l'occasion notamment d'opération de rachat de l'entreprise par les salariés, ou d'acquisition avec effet de levier impliquant le management et les salariés). Dans ce type d'opérations, l'utilisation d'un FCPE permet en effet de contourner les règles contraignantes de l'appel public à l'épargne (voir note 9 ci-dessous).

L'article L 443-4 du Code du travail limite l'investissement exclusif en titres non cotés de l'entreprise. Ainsi, les FCPE proposés dans le cadre d'un PEE et investis en titres non admis aux négociations sur un marché réglementé doivent comporter un tiers de titres liquides ou mettre en place un mécanisme garantissant la liquidité du fonds.

• Maintenir une liquidité minimale des fonds

La notion de titres liquides comprend les valeurs mobilières admises sur un marché réglementé ainsi que les actions ou parts d'Opcvm à vocation générale⁷. À cet égard, la COB fait une application restrictive de la définition de marché réglementé, laquelle ne s'applique qu'aux titres admis sur un marché réglementé français, excluant ainsi tout titre coté sur un autre marché⁸. Ainsi, les groupes étrangers souhaitant permettre aux salariés de leurs filiales françaises d'acquérir dans le cadre fiscal favorable du PEE des titres de la société mère cotée à l'étranger seront assimilés au regard du droit boursier français à des sociétés non cotées: s'ils souhaitent utiliser un FCPE, ils devront proposer

au sein du PEE un placement diversifié et constituer un FCPE investi à hauteur d'un tiers en titres liquides⁹.

La mise en place d'un mécanisme de liquidité, si elle peut constituer une alternative à la règle de liquidité minimum du fonds, risque d'engendrer des coûts de gestion dissuasifs. Un tel mécanisme consiste en effet à obtenir un engagement de rachat permettant au fonds de céder à un tiers les titres qu'il détient à hauteur d'au moins un tiers de son actif dans des conditions et selon des règles de valorisation définies à l'avance¹⁰. Ce mécanisme de liquidité ne peut être assuré que par un établissement de crédit ou une entreprise d'assurance. À défaut, il peut également être mis en place par une autre entité¹¹ à condition que l'engagement de cette dernière soit contre-garanti par un ou plusieurs des moyens suivants: une garantie de bonne fin d'un établissement de crédit, une ligne de crédit octroyée par un établissement bancaire affecté à l'exécution du mécanisme de liquidité, ou le nantissement d'un portefeuille de titres liquides au profit de la société de gestion du fonds¹².

Si le législateur a voulu, par cette réforme, notamment améliorer le financement à long terme des entreprises en favorisant le développement de l'épargne salariale, il n'a pas pour autant donné un blanc-seing à l'actionnariat salarié. Les règles de diversification de l'offre et de liquidité des actifs constituent des garde-fous à l'actionnariat salarié, que l'entreprise doit désormais appréhender dans la mise en œuvre de son PEE. Enfin, les réflexions à venir sur l'épargne salariale et l'actionnariat salarié devront nécessairement s'inscrire dans le cadre d'une harmonisation européenne qui permettra aux grands groupes français de proposer des formules d'actionnariat salarié à tous leurs salariés européens, et aux salariés français d'accéder à des schémas d'actionnariat mis en place par des groupes européens. ●

1 Sicav ou FCP à « caractère général » régis par les articles L 214-4 et suiv. du Code monétaire et financier.

2 Fonds communs de placement d'entreprise régis par les articles L 214-39 et L 214-40 du Code monétaire et financier.

3 Sous réserve des contraintes juridiques et fiscales locales applicables.

4 On peut citer l'exemple du Royaume-Uni où le simple fait de proposer dans le cadre d'un PEGI un placement diversifié est susceptible de requalifier l'offre aux salariés qui, classiquement, bénéficient,

sous certaines conditions, de formalités allégées en offre de produits financiers, nécessitant l'enregistrement du placement offert et l'intervention d'un prestataire de services d'investissement habilité.

5 Article L 443-7 du Code du travail.

6 Lorsque le plan prévoit plusieurs modes de placement, l'adhérent peut modifier l'affectation de son investissement sans incidence sur la durée d'indisponibilité initiale.

7 Article 7 bis du Décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 tel que modifié par le Décret du 31 juillet 2001.

8 Une réforme est actuellement en cours de discussion afin d'élargir le champ d'application de cette notion de marché réglementé.

9 Il pourrait être également envisagé de proposer aux salariés d'acquérir directement des titres non liquides dans le cadre du PEE. Cette offre serait susceptible de constituer un appel public à l'épargne en France.

10 Le contrat doit être annexé au règlement de fonds.

11 Par exemple la société mère de la société émettrice.

12 Article 31 ter du Règlement COB n° 89-02.