

Position – recommandation AMF
Guide relatif aux fonds d'épargne salariale – DOC-2012-10

Textes de référence : articles L. 214-163 et suivants du code monétaire et financier, articles 424-1 et suivants du règlement général de l'AMF et articles L. 3332-16 et L. 3332-17 du code du travail

1.	Modalités de mise en œuvre d'une augmentation de capital au travers d'un fonds relais avec ou sans formule d'abonnement.....	3
1.1.	Les principes de mise en œuvre du fonds relais	3
1.1.1.	Qu'est-ce qu'un fonds relais ?.....	3
1.1.2.	Quelle est l'utilité d'un fonds relais ?	3
1.1.3.	Peut-on créer un fonds relais alors que l'on ne dispose pas de toutes les informations sur les conditions de réalisation de l'augmentation de capital ?	4
1.1.4.	Quelles sont les particularités d'un fonds relais lorsque les conditions de l'augmentation de capital ne sont pas encore connues ?	4
1.1.5.	Quelles sont les modalités particulières à observer lors de la souscription d'un salarié ou ancien salarié au fonds relais ?.....	4
1.1.6.	Quels documents doivent être communiqués à l'AMF lors du dépôt d'un dossier de demande d'agrément de fonds relais ?	5
1.1.7.	Quelle est la communication envisageable par l'entreprise à l'égard de ses salariés ?	5
1.2.	La pratique des fonds relais peut-elle s'appliquer aux formules d'abonnement ?	5
1.2.1.	Qu'est-ce qu'une formule d'abonnement ?	5
1.2.2.	Le mécanisme d'abonnement peut-il être un moyen de collecter de l'épargne en vue de souscrire à une augmentation de capital ?	5
1.2.3.	Quels exemples de schémas sont susceptibles de répondre à la fois aux exigences liées à la mise en œuvre d'un fonds relais et aux exigences de bonne information du souscripteur ?.....	6
1.2.4.	Existe-t-il d'autres schémas envisageables ?	6
1.3.	Annulation ou report des augmentations de capital dans les fonds d'épargne salariale et impact sur le fonds relais	9
2.	Les fonds d'épargne salariale investis en titres de l'entreprise non admis à la négociation sur un marché réglementé	9
2.1.	Le mécanisme de liquidité.....	9
2.1.1.	Quels sont les dispositifs permettant l'organisation de la liquidité des fonds ?.....	9
2.1.2.	Est-il possible de combiner les deux premiers mécanismes de liquidité régis par l'article L. 3332-17 du code du travail ?	10
2.1.3.	L'absence d'un tiers de titres liquides à l'actif du fonds peut-elle être un motif de suspension du calcul de la valeur liquidative ?.....	10
2.2.	Mécanisme 1 : titres liquides.....	11
2.2.1.	Les titres des entreprises négociés hors marchés réglementés européens peuvent-ils être considérés comme liquides ?	11
2.3.	Mécanisme 2 : garantie de liquidité	11
2.3.1.	Qui peut fournir le mécanisme de garantie de liquidité ?	11
2.3.2.	Quelles mentions doivent figurer au contrat de garantie ?.....	11
2.3.3.	Quelle doit être la durée minimum du contrat de garantie ?.....	12
2.3.4.	Que se passe-t-il lorsque la garantie porte sur un montant déterminé ?	12
2.3.5.	Dans quel cas le garant doit-il disposer d'une contre-garantie ?.....	12
2.3.6.	Quelles sont les modalités de la contre garantie ?.....	12
2.4.	Mécanisme 3 : engagement de rachat par l'entreprise de ses propres titres.....	13
2.4.1.	L'engagement de rachat des titres de l'entreprise détenus dans le fonds d'épargne salariale peut-il être pris par la société mère de l'entreprise ?	13

2.4.2.	L'engagement de rachat des titres de l'entreprise détenus dans le fonds d'épargne salariale peut-il être pris par une filiale de l'entreprise ?.....	13
2.4.3.	Quelles sont les conditions de mise en œuvre de l'engagement de rachat des titres de l'entreprise ?.....	13
2.4.4.	Quel régime peut-être applicable à un fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise bénéficiant d'un engagement de rachat de ses propres titres par l'entreprise ou par une société du groupe ?	13
2.4.5.	Quelles sont les étapes de la mise en place du régime simplifié aux fonds d'épargne salariale investis en titres non cotés de l'entreprise ?.....	13
2.4.6.	Que se passe-t-il à l'issue du délai de l'autorisation donnée par l'assemblée générale des actionnaires de racheter ses propres titres ?	14
2.4.7.	Quelles sont les conséquences du non renouvellement par l'assemblée générale des actionnaires de l'autorisation donnée à l'entreprise de racheter ses propres titres ?.....	14
2.4.8.	Quelles sont les modalités de transformation d'un fonds d'épargne salariale existant en fonds d'épargne salariale bénéficiant du régime simplifié ?.....	14
2.4.9.	Quelles sont les modalités de transformation d'un fonds d'épargne salariale bénéficiant d'un régime simplifié en fonds d'épargne salariale « classique » investi en titres non cotés de l'entreprise ?	15
2.5.	La valorisation des titres	15
2.5.1.	Quelles méthodes de valorisation des titres et qui la détermine ?	15
2.5.2.	Qui évalue les titres et à quelle fréquence ?	16
2.5.3.	De qui la responsabilité de la nomination de l'expert indépendant relève-t-elle ?	16
2.6.	Statuts et pacte d'actionnaires	17
2.6.1.	Est-il possible pour une entreprise émettrice d'avoir dans ses statuts des clauses permettant de contrôler la cession des titres ?	17
2.6.2.	Un fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise peut-il être partie à un pacte d'actionnaire ?.....	17
2.6.3.	Un fonds d'épargne salariale investi en titres cotés de l'entreprise peut-il être partie à un pacte d'actionnaires ?	17
2.6.4.	Quels sont les objectifs que doit poursuivre un pacte d'actionnaires conclu par un fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés ?	17
2.6.5.	Qui est habilité à être partie à un pacte d'actionnaires au nom et pour le compte du fonds d'épargne salariale?	17
2.6.6.	Un fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise peut-il, en cours de vie, devenir partie à un pacte d'actionnaires ?	18
2.6.7.	Les clauses figurant dans les pactes d'actionnaires doivent-elles respecter les contraintes de liquidité régissant les fonds d'épargne salariale?	18
2.6.8.	Quelles sont les modalités d'information de l'AMF en cas de conclusion d'un pacte d'actionnaires en cours de vie du fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise ?	18
2.6.9.	Comment les porteurs de parts sont-ils informés de la conclusion du pacte d'actionnaires ?	18
2.6.10.	Dans quelle mesure convient-il que le conseil de surveillance intervienne dans la conclusion d'un pacte d'actionnaires ?	18
2.6.11.	Quels sont les points de vigilance auxquels la société de gestion est tenue de veiller ?	19
2.7.	Le fonds d'épargne salariale de reprise	19
2.7.1.	Un fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise peut-il accueillir une opération de rachat de l'entreprise réservée à certains salariés ?	19
2.7.2.	Un fonds d'épargne salariale de reprise doit-il être adossé à un plan d'épargne entreprise ?.....	19
2.7.3.	Quelles sont les modalités de création d'un fonds d'épargne salariale de reprise ?..	19
2.7.4.	Quelles sont les règles d'investissement applicables aux fonds d'épargne salariale de reprise ?	19
2.7.5.	Existe-t-il un mécanisme de liquidité applicable aux fonds d'épargne salariale de reprise ?	20

2.7.6.	Quel est le mode de désignation des membres du conseil de surveillance d'un fonds d'épargne salariale de reprise ?.....	20
2.7.7.	Un fonds d'épargne salariale de reprise peut-il être partie à un pacte d'actionnaire ? 20	20
2.7.8.	Combien de temps sont bloqués les sommes versées par les salariés dans un fonds d'épargne salariale de reprise ?.....	20
2.7.9.	Existe-t-il des cas de déblocage anticipé applicables aux fonds d'épargne salariale de reprise ?	20
3.	Les fonds d'épargne salariale à effet de levier	20
3.1.	Mouvements de marché et information du public lors de la création ou lors de la clôture d'un fonds d'épargne salariale à effet de levier	21
3.2.	Information des porteurs	22
3.3.	Garantie de la formule	22
3.4.	Clauses particulières du contrat de swap ou du contrat de garantie	22
3.5.	Refus d'un montage de fonds d'épargne salariale à effet de levier impliquant l'émetteur en tant que partie à la couverture sous-jacente et l'utilisation de produits dérivés long terme dans le cadre de programme de rachat d'actions	22
4.	Diligences à mener en cas d'établissement d'un procès verbal de carence en épargne salariale	24

Sauf lorsque des recommandations sont spécialement identifiées, les éléments de doctrine figurant dans le présent document sont des positions.

1. Modalités de mise en œuvre d'une augmentation de capital au travers d'un fonds relais avec ou sans formule d'abonnement

1.1. Les principes de mise en œuvre du fonds relais

1.1.1. Qu'est-ce qu'un fonds relais ?

Un fonds relais est un fonds d'épargne salariale qui a pour objet de souscrire à une augmentation de capital réservée aux salariés.

Son mode de fonctionnement est décrit à l'article 31-6 de l'instruction n° 2011-21 relative aux procédures d'agrément, à l'établissement d'un DICI et d'un prospectus et à l'information périodique des fonds d'épargne salariale. L'utilisation du mécanisme du fonds relais est nécessaire lorsqu'il existe déjà, dans le plan d'épargne d'entreprise, un fonds d'épargne salariale support de l'actionnariat salarié investi en titres de l'entreprise dans lequel les actions souscrites ont vocation à être apportées.

Ce fonds, tout d'abord investi en produits monétaires, souscrit ensuite à l'augmentation de capital réservée aux salariés puis fusionne, sur décision du conseil de surveillance et après agrément de l'AMF, avec le fonds d'actionnariat déjà existant.

La composition et le mode d'élection ou de désignation du conseil de surveillance doivent être indiqués dans le règlement du fonds relais.

1.1.2. Quelle est l'utilité d'un fonds relais ?

Le mécanisme du fonds relais est utilisé pour deux raisons :

- Il permet de collecter l'épargne des salariés en vue de souscrire à l'augmentation de capital et de gérer ces sommes pendant la période précédant la souscription du fonds à l'augmentation de capital.
- Il permet, lorsque les salariés bénéficient d'une décote sur le prix des actions, de maintenir cet avantage en leur faveur. En effet, si la souscription se faisait directement dans le fonds déjà investi

en titres de l'entreprise, la décote serait diluée sur l'ensemble du fonds et bénéficierait à l'ensemble de ses porteurs, sans distinction, et non pas uniquement aux participants à l'augmentation de capital.

1.1.3. Peut-on créer un fonds relais alors que l'on ne dispose pas de toutes les informations sur les conditions de réalisation de l'augmentation de capital ?

Oui, il est possible de constituer un fonds relais dès que le principe de l'augmentation de capital a été voté par l'assemblée générale. Dans ce cas, si les conditions de l'augmentation de capital ne sont pas encore connues, elles doivent être déterminables. La méthode de détermination de ces conditions est décrite dans le document d'information clé pour l'investisseur et le règlement du fonds.

Sur le caractère déterminable des conditions de l'augmentation de capital, l'AMF souhaite apporter les précisions suivantes :

- concernant le prix, s'il n'est pas fixé, la méthode de détermination est décrite conformément aux dispositions des articles L. 3332-19 à L.3332-24 du code du travail. Il devra être fait mention des modalités de calcul du prix et du niveau de l'éventuelle décote octroyée aux salariés,
- concernant la date de l'augmentation de capital, si elle n'est pas encore fixée, l'assemblée générale extraordinaire devra toutefois avoir autorisé l'augmentation et avoir défini les modalités de sa mise en œuvre¹.

1.1.4. Quelles sont les particularités d'un fonds relais lorsque les conditions de l'augmentation de capital ne sont pas encore connues ?

Dans ce cas, les souscripteurs seront informés, selon des modalités précisées dans le document d'information clé pour l'investisseur, de la date et du prix dès qu'ils seront fixés et qu'ils bénéficieront d'une période de rétractation.

La période de rétractation a pour objet d'offrir à l'adhérent du plan d'épargne salariale la possibilité de ne pas souscrire à l'augmentation de capital. Ce n'est, en effet, qu'après avoir pris connaissance des conditions définitives dans lesquelles va se dérouler l'augmentation de capital, qu'il est véritablement en mesure de juger de son intérêt à y souscrire.

La période de rétractation est limitée dans le temps. Le document d'information clé pour l'investisseur précise sa date d'ouverture² et sa durée qui doit être raisonnable. L'ouverture de cette période de rétractation se manifeste par la communication au souscripteur d'un bulletin de rétractation.

Deux cas sont alors possibles : soit l'adhérent ne réagit pas et l'on en déduit son souhait de participer à l'augmentation de capital ; soit l'adhérent décide, par arbitrage individuel, de réaffecter son épargne³ vers un autre support d'investissement offert dans le plan, par le biais de son bulletin de rétractation.

Si la rétractation intervient avant même que les sommes souscrites par l'adhérent aient été libérées, elle prend alors la forme d'une annulation des souscriptions⁴.

1.1.5. Quelles sont les modalités particulières à observer lors de la souscription d'un salarié ou ancien salarié au fonds relais ?

Comme pour tout autre fonds d'épargne salariale, la souscription au fonds relais se fera par le biais d'un bulletin de souscription. Il est utile de rappeler que la souscription se fait au fonds relais⁵ et non pas dans le fonds actionnariat avec lequel celui-ci sera voué à fusionner.

¹ L'assemblée générale aura au moins délégué au directoire ou au conseil d'administration le pouvoir de fixer les modalités de l'émission des titres (article L. 225-129-1 du code de commerce).

² La date d'ouverture de la période de rétractation ne peut intervenir qu'à compter du moment où les souscripteurs bénéficient de l'information sur la date et le prix de réalisation de l'augmentation de capital.

³ Les sommes investies dans le fonds relais restent bloquées dans le PEE.

⁴ Cette situation se produit notamment dans le cas particulier d'augmentations de capital réservées à des salariés présents dans différents pays. La collecte et la centralisation des versements peuvent, de ce fait, nécessiter des délais de traitement assez longs.

⁵ Le fonds relais est distinct du fonds actionnariat dans la mesure où il comporte le terme « relais » dans sa dénomination.



En raison de la particularité des fonds relais, lors de sa souscription au fonds, l'adhérent au plan reçoit non seulement le document d'information clé pour l'investisseur du fonds, mais également celui du fonds actionnariat de destination si ce dernier ne lui a pas été communiqué précédemment.

La souscription à un fonds relais peut prendre la forme d'un arbitrage. Les sommes proviennent alors d'investissements réalisés sur un ou plusieurs autres fonds d'épargne salariale supports d'investissement du PEE.

1.1.6. Quels documents doivent être communiqués à l'AMF lors du dépôt d'un dossier de demande d'agrément de fonds relais ?

Outre les documents requis habituellement et énumérés dans l'instruction n° 2011-21, il est demandé, lors de l'étude du dossier de demande d'agrément, les documents suivants :

- si le fonds relais est constitué alors que les conditions de l'augmentation de capital sont connues, l'ensemble des procès verbaux ayant trait à l'augmentation de capital, les documents commerciaux et le bulletin de souscription,
- si le fonds relais est constitué alors que les conditions de l'augmentation de capital sont déterminables, il sera communiqué, en plus des documents cités précédemment, un calendrier prévisionnel établi par l'entreprise relatant les dates essentielles de l'opération et le bulletin de rétractation.

Le document d'information clé pour l'investisseur du fonds relais précise les règles de réduction et d'affectation des éventuelles « sur-souscriptions ».

1.1.7. Quelle est la communication envisageable par l'entreprise à l'égard de ses salariés ?

Recommandation

Compte tenu de la complexité du dispositif du fonds relais, il est recommandé que la communication sur ce type de dossier soit pédagogique et soit effectuée lors de toutes les étapes décisives de l'engagement du porteur dans le fonds. Elle peut être réalisée en amont des différentes opérations si elle s'avère être assez générale.

En revanche, il est rappelé que, comme pour tout FIA soumis à une procédure d'agrément, toute communication spécifique sur un fonds d'épargne salariale relais, toute collecte, souscription ou engagement de souscription de l'épargne ne peuvent être opérés qu'après la notification par l'AMF de l'agrément du fonds d'épargne salariale relais à la société de gestion.

1.2. La pratique des fonds relais peut-elle s'appliquer aux formules d'abonnement ?

1.2.1. Qu'est-ce qu'une formule d'abonnement ?

Certaines entreprises offrent la possibilité à leurs salariés d'affecter, tous les mois, une partie de leur salaire à la constitution d'une épargne investie au travers d'un PEE. Le souscripteur de l'abonnement bénéficie de la possibilité de résilier ou de modifier la formule à tout moment. Les modalités pratiques de modification ou de résiliation sont décrites dans le bulletin de souscription.

1.2.2. Le mécanisme d'abonnement peut-il être un moyen de collecter de l'épargne en vue de souscrire à une augmentation de capital ?

Oui, des dossiers d'agrément ont mis en évidence l'utilisation de formules d'abonnement dans le cadre d'augmentations de capital réservées aux salariés, la formule d'abonnement venant, en effet, offrir au porteur une possibilité d'épargne continue, souvent mensuelle, très en amont de l'augmentation de capital.

Toutefois, le mécanisme du fonds relais n'a pas été créé à l'origine à cette fin. Celui-ci a, en effet, été mis en place dans le cadre de schémas très classiques où le fonds relais est constitué peu de temps avant l'augmentation de capital, la souscription se faisant en une seule fois. Ainsi, le salarié a pleinement conscience de souscrire à une augmentation de capital.

A *contrario*, la complexité du dispositif d'abonnement tend à diminuer la conscience qu'a le porteur de participer à l'augmentation de capital. Son utilisation requiert alors, de la part de la société de gestion, une attention particulière sur l'information à communiquer au souscripteur. Celui-ci est avisé préalablement à sa souscription du déroulement des opérations liées à l'augmentation de capital⁶. Il est informé, notamment, de l'ensemble des supports d'investissement sur lesquels sera affectée son épargne ainsi que des modalités de diffusion de l'information qui seront nécessaires à sa bonne compréhension.

1.2.3. Quels exemples de schémas sont susceptibles de répondre à la fois aux exigences liées à la mise en œuvre d'un fonds relais et aux exigences de bonne information du souscripteur ?

Les deux schémas présentés ci-dessous, tout en répondant à ces deux exigences, permettent la collecte de l'épargne très en amont de la réalisation de l'augmentation de capital, c'est-à-dire dès que l'assemblée générale extraordinaire a voté une résolution autorisant la mise en œuvre de l'augmentation de capital réservée aux salariés⁷ :

- schéma n°1 : Les souscriptions sont affectées directement au fonds relais,
- schéma n°2 : Les souscriptions sont affectées, dans un premier temps, à un fonds de transition, puis à un fonds relais.

Le schéma n° 1 présente l'avantage d'une réalisation simple, un seul fonds étant constitué. Son utilisation est simple pour les salariés, ils souscrivent une seule fois au fonds destiné à participer à l'augmentation de capital.

Ils bénéficient d'une faculté de rétractation et d'affectation sur un autre support d'épargne si les conditions de l'augmentation de capital ne sont pas connues au moment de leur souscription.

Le schéma n° 2 permet la collecte de l'épargne des salariés plus en amont de la réalisation de l'augmentation de capital ; il implique cependant, pour les adhérents au plan, deux actes de souscription distincts, exigeant de la société de gestion deux communications sur le fonds. Ce schéma offre toutefois, pour les porteurs, l'avantage de pouvoir, à tout moment, affecter leur épargne sur des supports différents.

1.2.4. Existe-t-il d'autres schémas envisageables ?

Les deux schémas présentés sont alternatifs et ne constituent pas les seuls montages possibles dans les formules d'abonnement.

La formule d'abonnement peut, non seulement s'appliquer en faveur d'un support destiné à souscrire directement ou indirectement à l'augmentation de capital, mais aussi sur tout autre support diversifié du plan. Les sommes épargnées ou une partie d'entre-elles peuvent par la suite être souscrites au fonds relais par le biais d'arbitrages.

Légende :

Evénements liés à l'utilisation d'un FCPE
Evénements liés à l'augmentation de capital
<i>Commentaires</i>

⁶ Cf. Schémas 1 et 2 suivants.

⁷ Conformément aux articles L. 225-129-1 et L. 225-129-2 du code de commerce.

Schéma n°1 : les souscriptions sont affectées directement au fonds relais

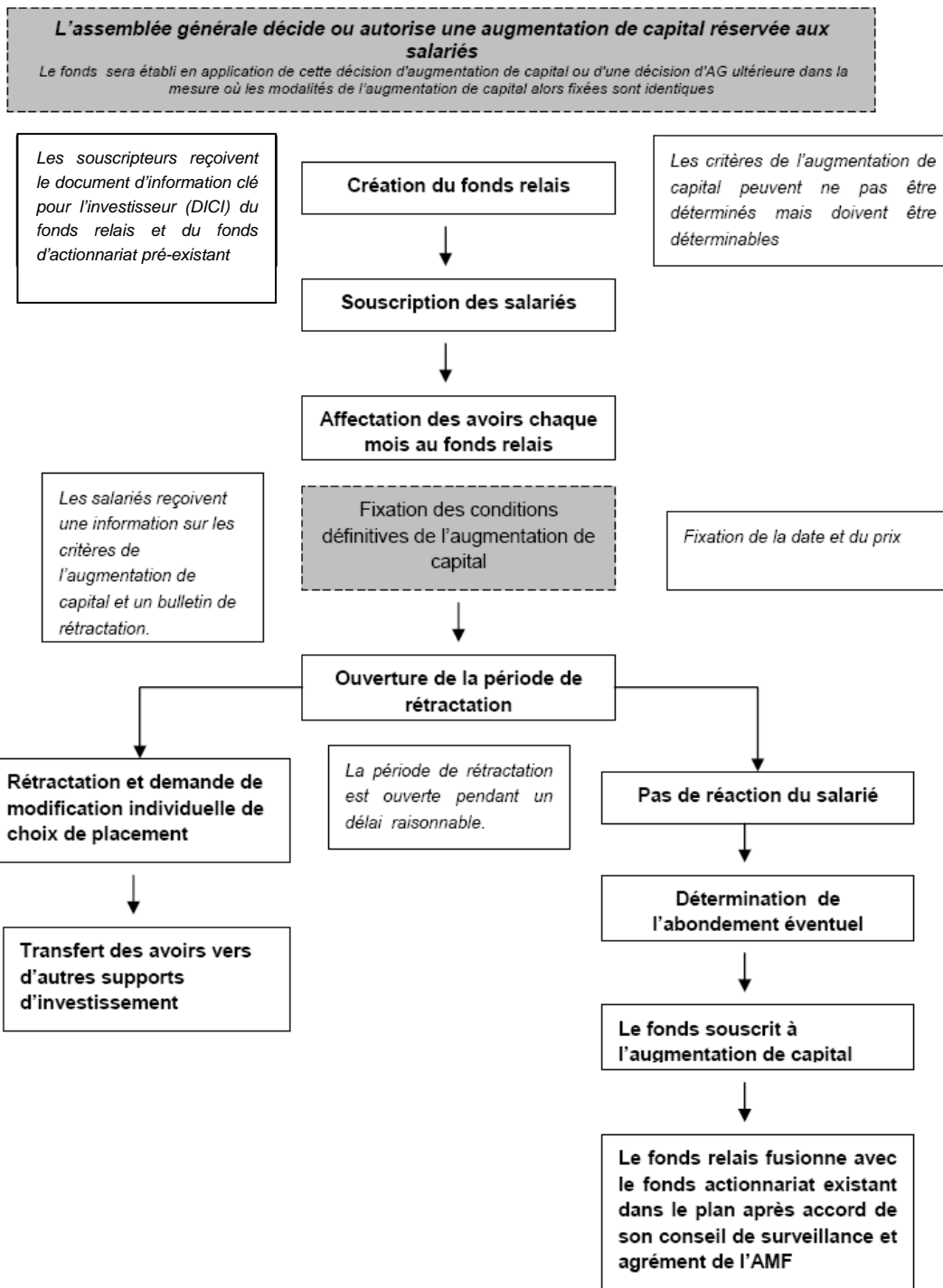
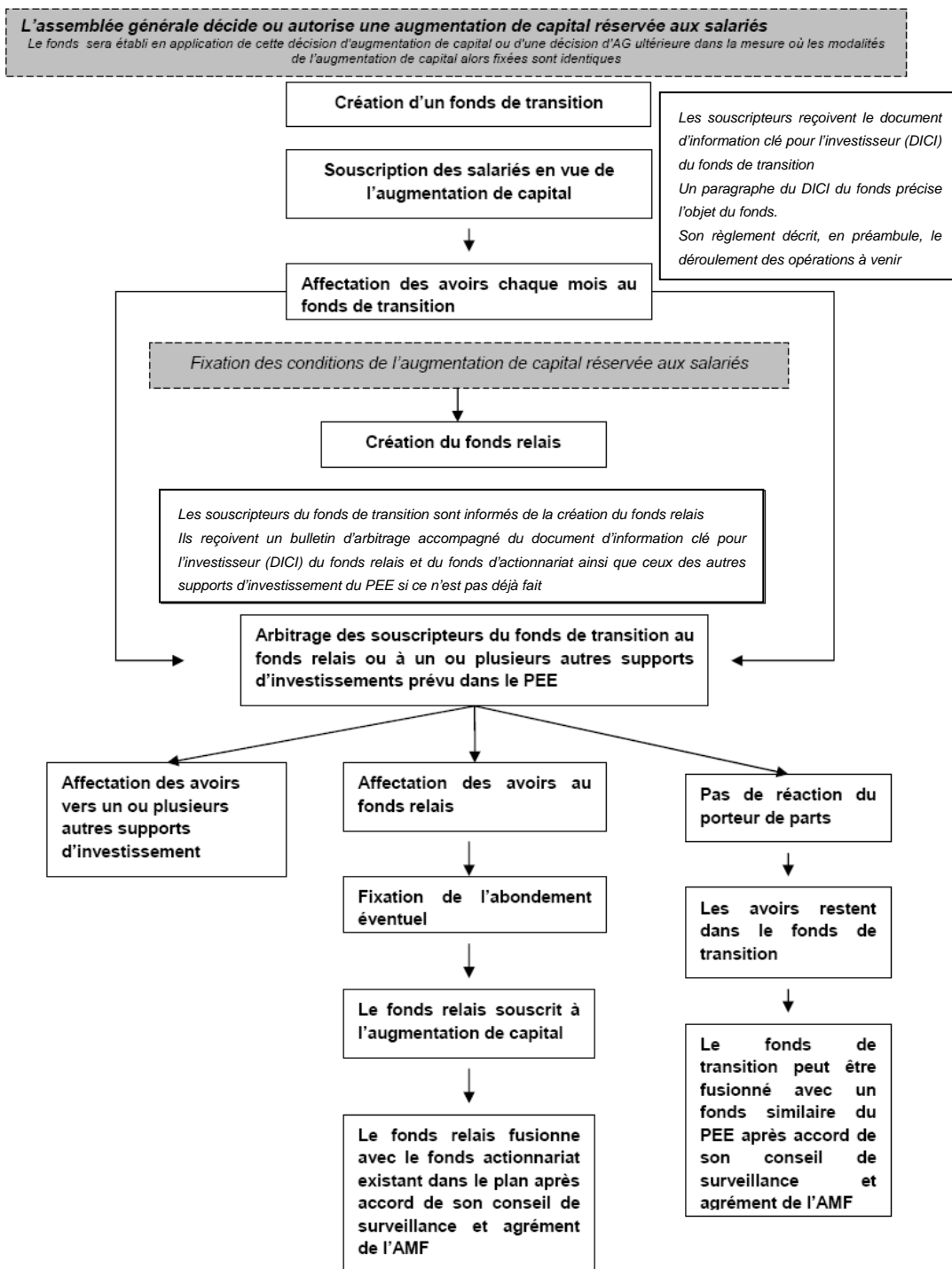


Schéma n°2 : les souscriptions sont affectées dans un premier temps à un fonds de transition, puis à un fonds relais



1.3. Annulation ou report des augmentations de capital dans les fonds d'épargne salariale et impact sur le fonds relais

Lors du report ou de l'annulation d'une augmentation de capital, compte tenu des incertitudes sur la réalisation de celle-ci, il ne paraît pas possible de proroger sans limite la durée de vie du fonds relais. En conséquence, la société de gestion se doit de communiquer aux porteurs de parts une nouvelle date de réalisation de l'augmentation de capital ou une date à laquelle, en l'absence de celle-ci, il conviendrait de revenir vers les salariés pour leur proposer le transfert de leurs avoirs vers d'autres fonds. Cette information doit être présentée à l'AMF préalablement à sa diffusion. Cette information peut également être complétée par une proposition d'absorption du fonds relais par un support approprié.

2. Les fonds d'épargne salariale investis en titres de l'entreprise non admis à la négociation sur un marché réglementé

Depuis leur création en 1967, les fonds d'épargne salariale constituent le support de placement privilégié des dispositifs d'épargne salariale. Ces FIA spécialisés, réservés aux salariés des entreprises ayant mis en place un accord de participation ou un plan d'épargne salariale⁸, peuvent être réservés aux salariés d'une seule entreprise ou d'un groupe d'entreprises ; ils sont alors qualifiés de fonds individualisés ou individualisés de groupe. S'ils sont proposés simultanément à plusieurs entreprises, ils sont qualifiés de fonds multi-entreprises. Certains fonds d'épargne salariale individualisés ou individualisés de groupe sont investis en titres de l'entreprise ayant mis en place un plan d'épargne salariale. Ils peuvent alors présenter la particularité de ne pas être soumis à l'ensemble des ratios de division des risques de droit commun des FIA. Les fonds régis par l'article L. 214-165 du code monétaire et financier, dits fonds d'actionnariat, peuvent en effet être investis à plus du tiers de leur actif en titres de l'entreprise ; certains fonds régis par l'article L. 214-164 du même code peuvent détenir entre 10 % et un tiers de leur actif en titres de l'entreprise. Les titres de l'entreprise éligibles à l'actif de ces fonds peuvent être des titres donnant accès au capital ou des titres de créance, cotés ou non cotés.

La concentration de l'investissement et la nature des titres détenus par ces fonds exposent les porteurs de parts à des risques particuliers. La protection de l'épargnant salarié doit donc s'inscrire dans une triple démarche : une information transparente, une gestion rigoureuse de la liquidité et la garantie d'une juste valorisation.

En complément de l'instruction DOC-2011-21, les questions/réponses ci-après visent à répondre aux principales questions qui peuvent se poser lors de la création par une société de gestion d'un fonds d'épargne salariale investi en titres de l'entreprise non admis à la négociation sur un marché réglementé.

2.1. Le mécanisme de liquidité

2.1.1. Quels sont les dispositifs permettant l'organisation de la liquidité des fonds ?

La loi n° 2001-152 du 19 février 2001 et la loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006 ont organisé la liquidité des fonds d'épargne salariale investis en titres de l'entreprise non admis aux négociations sur un marché réglementé. Dans un souci de protection, l'actif des fonds d'épargne salariale investis en titres de l'entreprise non admis aux négociations sur un marché réglementé doit obligatoirement comporter au moins un tiers de titres liquides en permanence sauf si :

- il est instauré un mécanisme garantissant la liquidité de ces titres ;
- l'entreprise, la société qui la contrôle ou toute société contrôlée par elle au sens de l'article L. 233-16 du code de commerce s'est engagée à racheter, dans la limite de 10 % de son capital social, les titres non admis aux négociations sur un marché réglementé détenus par le fonds d'épargne salariale⁹.

⁸ Plan d'épargne d'entreprise (PEE), plan d'épargne inter-entreprises (PEI) et plan d'épargne pour la retraite collectif (PERCO).

⁹ 3ème alinéa de l'article L. 3332-17 du code du travail.



2.1.2. Est-il possible de combiner les deux premiers mécanismes de liquidité régis par l'article L. 3332-17 du code du travail ?

Il est possible de combiner les deux premières méthodes, des titres liquides à l'actif du fonds et un mécanisme de garantie de liquidité. Ainsi, à titre d'exemple, si le règlement ou les statuts du fonds d'épargne salariale prévoient que son actif comporte en permanence 10 % de titres liquides, l'AMF accepte que le mécanisme de garantie ne porte que sur la différence entre le tiers requis et les 10 % déjà acquis.

2.1.3. L'absence d'un tiers de titres liquides à l'actif du fonds peut-elle être un motif de suspension du calcul de la valeur liquidative ?

L'absence d'un tiers de titres liquides à l'actif du fonds ne peut pas être un motif de suspension du calcul de la valeur liquidative. En effet, une telle suspension ne peut pas constituer un moyen d'organiser la gestion de la liquidité du fonds et de soustraire la société de gestion à son obligation de maintien en permanence du niveau de liquidité réglementaire. La suspension ne peut, en effet, intervenir qu'en cas de circonstances exceptionnelles et doit avoir pour objet la sauvegarde des droits des porteurs du fonds conformément à l'article L. 214-24-41¹⁰ du code monétaire et financier.

Il est donc de la responsabilité de la société de gestion de mettre en place un système de suivi du niveau de titres liquides.

Par exemple, la société de gestion pourra alerter l'entreprise qui s'est engagée à racheter ses propres titres du risque de passage en dessous du tiers de titres liquides. Si l'entreprise ne peut faire face à ses engagements, la société de gestion devra mettre en place un plan de cession des titres éventuellement à des tiers

¹⁰ L'article L. 214-24-41 du code monétaire et financier est applicable aux fonds d'investissement à vocation générale et est applicable aux fonds d'épargne salariale par renvoi de l'article L. 214-163 du code monétaire et financier.

2.2. Mécanisme 1 : titres liquides

2.2.1. Les titres des entreprises négociés hors marchés réglementés européens peuvent-ils être considérés comme liquides ?

L'article R. 214-214 du code monétaire et financier définit les titres liquides au sens du troisième alinéa de l'article L. 3332-17 du code du travail comme :

- « Les valeurs mobilières qui sont admises aux négociations sur un marché réglementé français ou étranger ;
- les actions ou parts d'OPCVM et de fonds d'investissement à vocation générale ».

Les marchés réglementés français sont définis à l'article L. 421-1 du code monétaire et financier. Les marchés réglementés étrangers sont définis à l'article L. 422-1 du même code : il s'agit uniquement des marchés d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen (EEE). Dès lors, les titres des entreprises uniquement négociés sur des marchés de pays non membres de l'Union européenne ou non parties à l'accord sur l'EEE ne peuvent bénéficier des dispositions prévues pour les titres liquides au sens du code monétaire et financier. En pratique trois situations peuvent donc être rencontrées :

- l'action est cotée sur un marché étranger hors EEE et admise aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, le titre est considéré comme liquide au sens de l'article L. 3332-17 du code du travail ;
- l'action est cotée sur un marché étranger hors EEE, l'expert indépendant estime que la profondeur de marché est suffisante et donc définit la méthode de valorisation comme égale au prix du marché (par exemple un titre coté sur le NYSE) ;
- l'action est admise aux négociations sur un marché étranger hors EEE, l'expert considère la profondeur de marché comme insuffisante et donc ne retient pas le prix du marché, mais définit une méthode de valorisation différente.

2.3. Mécanisme 2 : garantie de liquidité

2.3.1. Qui peut fournir le mécanisme de garantie de liquidité ?

Les personnes pouvant fournir le mécanisme de liquidité mentionné à l'article L. 3332-17 du code du travail sont définies aux articles R. 214-214 du code monétaire et financier et 424-8 du règlement général de l'AMF. Il s'agit des :

- établissements de crédit dont le siège social est situé dans un État membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;
- entreprises d'assurance dont le siège social est situé dans un État membre de l'Union européenne ou dans un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;
- personnes physiques ou morales, distinctes de la société de gestion de portefeuille, de la SICAVAS et de l'entreprise dont les titres sont détenus par le fonds d'épargne salariale, lorsque le capital de cette dernière est variable ou lorsque l'entreprise établit des comptes consolidés. En ce cas, l'engagement de la personne de racheter le nombre de titres nécessaires pour offrir une liquidité au moins équivalente à celle dont bénéficierait le fonds d'épargne salariale s'il détenait au moins un tiers de titres liquides doit être contre-garanti dans les conditions de l'article 424-8 du règlement général de l'AMF (Cf. infra, question 2.3.5).

2.3.2. Quelles mentions doivent figurer au contrat de garantie ?

Conformément à l'article 424-9 du règlement général de l'AMF, les mentions devant figurer au contrat de garantie sont précisées à l'article 30-10 de l'instruction n° 2011-21 du 21 décembre 2011. Il s'agit des mentions suivantes :

- les noms et coordonnées des parties prenantes à la convention ;
- le pourcentage (ou montant) de l'actif du fonds couvert par la convention ;
- la date d'entrée en vigueur de la convention ;
- la durée de la convention ;
- les conditions de rémunération de la convention ;

- les modalités de résiliation de la convention ;
- les modalités de mise en œuvre de la garantie ;
- le cas échéant, les modalités de contre-garantie.

2.3.3. Quelle doit être la durée minimum du contrat de garantie ?

Afin d'assurer une permanence du mécanisme, la durée du contrat de garantie de liquidité doit être au minimum d'une année. Le contrat doit prévoir une clause imposant sa renégociation au minimum une année avant sa date d'échéance.

2.3.4. Que se passe-t-il lorsque la garantie porte sur un montant déterminé ?

Le mécanisme doit proposer une liquidité équivalente à celle dont bénéficierait le fonds s'il détenait au moins un tiers de titres liquides.

Afin de s'assurer que la garantie porte en permanence sur un tiers de l'actif du fonds, l'AMF a défini des règles qui sont décrites à l'article 30-10 de l'instruction n° 2011-21. Ainsi, si la convention de liquidité porte sur un montant prédéfini, ce montant doit représenter initialement au moins 50 % de l'actif du fonds et le contrat doit prévoir une clause imposant sa renégociation dès lors que ce montant ne représente plus que 35 % de l'actif du fonds.

Lors de la combinaison des deux premières méthodes mentionnées à l'article L. 3332-17 du code du travail, à savoir des titres liquides à l'actif du fonds et un mécanisme de garantie de liquidité portant sur la différence entre le tiers requis et le pourcentage de titres liquides détenu par le fonds, la convention de garantie peut également porter sur un montant déterminé. Les diligences décrites précédemment sont alors applicables proportionnellement à la part couverte. Dès lors la convention devra également prévoir une clause de renégociation lorsque le pourcentage de titres liquides et le pourcentage garanti par le fonds risquent de ne plus permettre de couvrir un tiers de l'actif du fonds.

Il est également possible que la convention de garantie comporte une clause de suivi afin d'assurer en permanence le réajustement du montant garanti (« clause d'arrosage »), permettant de s'assurer que ce dernier corresponde à au moins un tiers de l'actif du fonds.

2.3.5. Dans quel cas le garant doit-il disposer d'une contre-garantie ?

Le garant doit disposer d'une contre-garantie lorsque la garantie n'est pas assurée par un établissement de crédit ou une entreprise d'assurance, conformément aux articles R. 214-214 du code monétaire et financier et 424-8 du règlement général de l'AMF.

2.3.6. Quelles sont les modalités de la contre garantie ?

Elles sont définies à l'article 424-8 du règlement général de l'AMF.

La contre garantie peut prendre les formes suivantes :

- une garantie de bonne fin de la part d'un établissement de crédit dont le siège est situé dans un État membre de l'OCDE, d'une entreprise d'assurance ou d'une entreprise d'investissement¹¹ dont le siège est situé dans un État membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;
- une ligne de crédit octroyée par un établissement de crédit dont le siège est situé dans un État membre de l'OCDE et affectée à l'exécution de l'engagement ;
- un portefeuille de titres liquides au sens de l'article R. 214-214 du code monétaire et financier, nanti au profit de la société de gestion du FCPE ou de la SICAV d'actionnariat salarié.

Ces différentes modalités peuvent être combinées.

La contre-garantie devant permettre l'exécution de la garantie en cas de défaut du garant, ses modalités de fonctionnement, son montant et sa durée doivent être au moins équivalents aux conditions figurant au contrat de garantie.

¹¹ Elle doit être habilitée à fournir le service mentionné au 1 de l'article L. 321-2 du code monétaire et financier et doit avoir un montant de fonds propres au moins égal à 3,8 millions d'euros au sens de la directive n°2000/12/CE du 20 mars 2000.

2.4. Mécanisme 3 : engagement de rachat par l'entreprise de ses propres titres

2.4.1. L'engagement de rachat des titres de l'entreprise détenus dans le fonds d'épargne salariale peut-il être pris par la société mère de l'entreprise ?

Oui, conformément à l'article L. 3332-17 du code du travail, la société mère de l'entreprise peut s'engager à racheter les titres de l'entreprise. Dans ce cas, la limite de rachat de 10 % du capital social est applicable en valeur au capital de la société mère, débitrice de l'engagement.

2.4.2. L'engagement de rachat des titres de l'entreprise détenus dans le fonds d'épargne salariale peut-il être pris par une filiale de l'entreprise ?

Oui, conformément à l'article L. 3332-17 du code du travail, une filiale de l'entreprise peut s'engager à racheter les titres de l'entreprise. Dans ce cas, la limite de rachat de 10 % du capital social est applicable en valeur au capital de la filiale, débitrice de l'engagement.

2.4.3. Quelles sont les conditions de mise en œuvre de l'engagement de rachat des titres de l'entreprise ?

Le dernier alinéa de l'article L. 225-209 du code de commerce renvoie au régime général de l'engagement de rachat de ses propres titres applicable aux sociétés anonymes, aux sociétés en commandite par actions et aux sociétés par actions simplifiées.

2.4.4. Quel régime peut-être applicable à un fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise bénéficiant d'un engagement de rachat de ses propres titres par l'entreprise ou par une société du groupe ?

Du fait de l'engagement de racheter les titres par l'entreprise ou une société du groupe, le fonds d'épargne salariale investi en titres de l'entreprise non admis aux négociations sur un marché réglementé bénéficie d'un régime dit « simplifié » relevant des dispositions de l'article L. 3332-17 du code du travail.

Ce régime simplifié comprend :

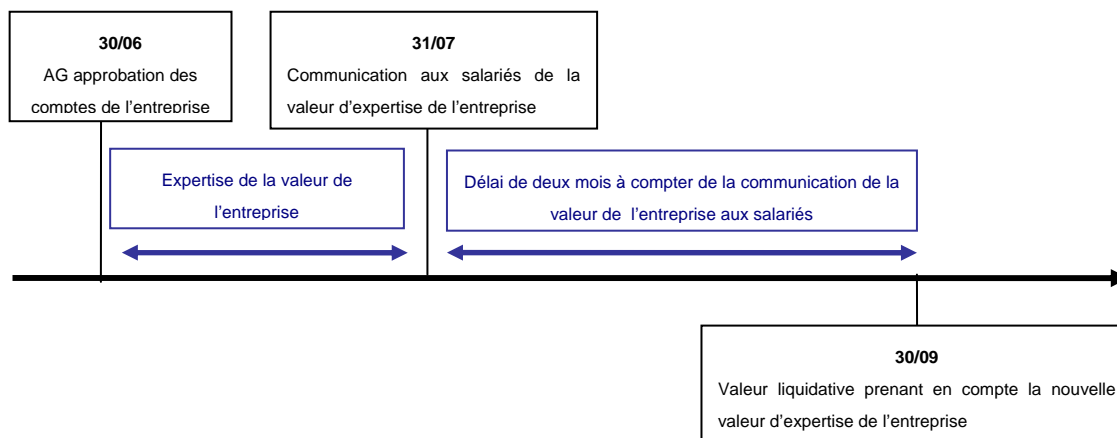
- d'une part, une obligation incombant à l'entreprise de communiquer la valeur d'expertise aux salariés au moins 2 mois avant la publication de la valeur liquidative du fonds d'épargne salariale prenant en compte cette valeur d'expertise de l'entreprise, et ce pour chaque publication de la valeur liquidative ;
- et, d'autre part, une périodicité de calcul de la valeur liquidative au moins annuelle et au plus trimestrielle (article 424-15 du règlement général de l'AMF).

2.4.5. Quelles sont les étapes de la mise en place du régime simplifié aux fonds d'épargne salariale investis en titres non cotés de l'entreprise ?

Prenons l'exemple d'un fonds d'épargne salariale bénéficiant d'un engagement de rachat par l'entreprise de ses propres titres, le calendrier de mise en place du dispositif en se fondant sur un exercice civil comporte les étapes décrites ci-dessous :

- Arrêté des comptes : les comptes annuels de l'entreprise sont approuvés par l'assemblée générale de l'entreprise qui se tiendra au plus tard le 30 juin, pour les sociétés qui clôturent leur exercice le 31 décembre, de chaque année.
- Etablissement de l'évaluation de l'entreprise à dire d'expert : l'expertise de la valeur de l'entreprise sera effectuée suite à l'arrêté des comptes.
- Obligation de communication de la valeur d'expertise par l'entreprise aux salariés. En application de l'article R. 3332-19 du code du travail, l'information sera faite par l'entreprise individuellement à tous les salariés. Elle comprendra, outre la valeur d'expertise de l'entreprise, l'évolution de la valeur d'expertise par rapport à la précédente valeur communiquée, la date de publication de la prochaine valeur liquidative du fonds qui prendra en compte cette nouvelle valeur d'expertise, les coordonnées du teneur de compte conservateur auprès duquel les salariés pourront effectuer leur demande de souscription, d'arbitrage ou de rachat de leurs avoirs. Le teneur de compte conservateur ainsi que le conseil de surveillance sont informés par l'entreprise de la valeur d'expertise de celle-ci.

Le calendrier de la mise en place du dispositif est le suivant :



2.4.6. Que se passe-t-il à l'issue du délai de l'autorisation donnée par l'assemblée générale des actionnaires de racheter ses propres titres ?

L'expiration de ce délai interdit à l'entreprise de racheter ses propres titres. Aussi, la société de gestion doit-elle veiller à ce qu'avant l'arrivée à échéance de l'autorisation donnée par l'assemblée générale de rachat par l'entreprise de ses propres titres, l'entreprise prenne ses dispositions pour procéder soit :

- au renouvellement de la décision de l'assemblée générale d'autorisation de rachat par l'entreprise de ses propres titres ;
- à l'adoption à l'issue du terme de l'autorisation d'un autre mode de liquidité (par exemple un mécanisme de garantie de liquidité).

2.4.7. Quelles sont les conséquences du non renouvellement par l'assemblée générale des actionnaires de l'autorisation donnée à l'entreprise de racheter ses propres titres ?

La remise en cause du mécanisme de liquidité du fait du non renouvellement par l'assemblée générale de l'autorisation de rachat par l'entreprise de ses propres titres conduit à remettre en cause le régime simplifié et, par voie de conséquence, la périodicité de calcul de la valeur liquidative qui est au moins annuelle dans le régime simplifié.

En tout état de cause, le règlement ou les statuts du fonds d'épargne salariale devrait anticiper cette situation en prévoyant le dispositif à mettre en œuvre en vue de la régulariser (cas de dissolution anticipée du fonds d'épargne salariale, transformation en fonds d'épargne salariale « classique » investi en titres non cotés de l'entreprise, etc.).

Il est rappelé que la société de gestion en tant que gestionnaire du fonds d'épargne salariale doit s'assurer qu'un mécanisme de liquidité est en permanence actif au niveau du fonds d'épargne salariale.

2.4.8. Quelles sont les modalités de transformation d'un fonds d'épargne salariale existant en fonds d'épargne salariale bénéficiant du régime simplifié ?

Tout changement de mécanisme de liquidité du fonds d'épargne salariale (notamment passage de la règle de tiers liquide à un mécanisme garantissant la liquidité) est soumis à agrément, en application des dispositions de l'instruction DOC-2011-21.



Il convient de préciser que la transformation d'un fonds d'épargne salariale existant en un fonds d'épargne salariale bénéficiant du régime simplifié implique la réalisation des étapes suivantes :

- approbation par l'assemblée générale des actionnaires de l'entreprise de l'engagement de racheter ses propres titres dans la limite de 10 % de son capital social (engagement de rachat à première demande) ;
- dans la mesure où le règlement du fonds d'épargne salariale le requiert : l'accord préalable du conseil de surveillance du fonds d'épargne salariale pour le changement de mécanisme de liquidité ;
- agrément de l'AMF ;
- information adaptée aux porteurs de parts ;
- entrée en vigueur de la transformation impliquant l'actualisation de la valorisation de l'entreprise.

2.4.9. Quelles sont les modalités de transformation d'un fonds d'épargne salariale bénéficiant d'un régime simplifié en fonds d'épargne salariale « classique » investi en titres non cotés de l'entreprise ?

La transformation d'un fonds d'épargne salariale bénéficiant d'un régime simplifié en fonds d'épargne salariale « classique » investi en titres non cotés de l'entreprise est soumise à un agrément de l'AMF, et fait l'objet d'une information adaptée aux porteurs de parts préalablement à son entrée en vigueur. Elle nécessite le changement du mécanisme de liquidité.

2.5. La valorisation des titres

2.5.1. Quelles méthodes de valorisation des titres et qui la détermine ?

La méthode de valorisation des titres de l'entreprise est déterminée au moins tous les cinq ans par un expert indépendant. Celui-ci doit définir une nouvelle méthode de valorisation en cas d'évolution substantielle de l'activité de l'entreprise, ou lorsqu'un changement exceptionnel est intervenu dans sa situation.

L'expert indépendant peut opter pour une « méthode de valorisation multicritères ». A défaut, les titres de l'entreprise sont évalués selon la « méthode de l'actif net réévalué »¹².

- Méthode de valorisation multicritères :

La méthode de valorisation multicritères tient compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la situation nette comptable, de la rentabilité et des perspectives d'activité de l'entreprise. Ces critères sont appréciés, le cas échéant, sur une base consolidée ou, à défaut, en tenant compte des éléments financiers issus de filiales significatives¹³.

Certaines entreprises considèrent que déterminer la méthode d'évaluation tous les 5 ans par un expert indépendant est insuffisant. Elles prévoient donc l'intervention supplémentaire d'un collège d'experts indépendants qui ajuste chaque année les pondérations appropriées aux critères dans les limites fixées par la méthodologie. L'intervention du collège d'experts indépendant n'est pas considérée par l'AMF comme un changement de méthode dès lors que le collège se prononce uniquement sur les pondérations et dans les limites fixées à l'article 8 de l'instruction DOC-2011-21 de l'AMF.

- Méthode de l'actif net réévalué :

Les titres de l'entreprise sont évalués en divisant par le nombre de titres existants le montant de l'actif net réévalué d'après le bilan le plus récent. Celui-ci est ainsi déterminé à chaque exercice sous le contrôle du commissaire aux comptes¹⁴.

¹² Article L. 3332-20 du code du travail

¹³ Article L. 3332-20 du code du travail alinéa 1

¹⁴ Article L. 3332-20 du code du travail alinéa 2



Le recours à un expert indépendant tous les 5 ans est facultatif pour les entreprises employant moins de 500 salariés qui optent, à partir du troisième exercice clos à compter de la date d'émission des titres proposés aux salariés, pour la méthode de l'actif net réévalué.

2.5.2. Qui évalue les titres et à quelle fréquence ?

Les titres sont évalués par l'entreprise, sous le contrôle du commissaire aux comptes, au moins une fois par exercice et chaque fois qu'un événement ou une série d'événements intervenus au cours d'un exercice sont susceptibles de conduire à une évolution substantielle de la valeur des actions de l'entreprise¹⁵.

En outre, les titres de l'entreprise sont évalués tous les cinq ans¹⁶ par l'expert indépendant généralement au même moment où ce dernier détermine la méthode d'évaluation.

L'évaluation tous les 5 ans par un expert indépendant est facultative dans les entreprises employant moins de 500 salariés qui optent, à partir du troisième exercice clos à compter de la date d'émission des titres proposés aux salariés, pour la méthode de l'actif net réévalué¹⁷.

2.5.3. De qui la responsabilité de la nomination de l'expert indépendant relève-t-elle ?

La responsabilité de la nomination de l'expert relève de l'entreprise, en application des D. 3324-20 et R. 3332-23 du code du travail.

¹⁵ Article R. 3332-23 du code du travail

¹⁶ Article R. 3332-23 du code du travail

¹⁷ Article R. 3332-23 du code du travail

2.6. Statuts et pacte d'actionnaires

2.6.1. Est-il possible pour une entreprise émettrice d'avoir dans ses statuts des clauses permettant de contrôler la cession des titres ?

Il est possible de faire figurer dans les statuts de la société émettrice des clauses de préemption ou d'agrément visant à contrôler la transmission du capital de la société à des tiers. Ces clauses ne doivent toutefois pas porter atteinte à la liquidité des titres. Afin de respecter le délai maximum du paiement des parts rachetées au porteur¹⁸, la durée maximum du processus d'agrément de la cession ou de préemption des titres ne doit pas être supérieure à un mois.

2.6.2. Un fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise peut-il être partie à un pacte d'actionnaire ?

Sous réserve de l'appréciation souveraine des tribunaux, il convient de distinguer deux situations :

- soit l'entreprise dont les titres ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé français ou sur un marché réglementé européen ou sur un marché réglementé reconnu (hors EEE) n'appartient pas à un groupe ; dans ce cas, le fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise peut être partie à un pacte d'actionnaires ;
- soit l'entreprise dont les titres sont détenus dans le portefeuille du fonds d'épargne salariale appartient à un groupe ; dans ce cas, le fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés ne peut être partie à un pacte d'actionnaire que dans la mesure où aucune des sociétés du groupe n'a émis de titres cotés sur un marché réglementé français ou sur un marché réglementé européen ou sur un marché réglementé reconnu (hors EEE).

Par conséquent, en vue de déterminer si un fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés peut conclure un pacte d'actionnaires, il convient de vérifier au préalable que le groupe auquel appartient l'entreprise concernée ne comprend pas de société dont les titres sont cotés sur un marché, y compris étranger.

2.6.3. Un fonds d'épargne salariale investi en titres cotés de l'entreprise peut-il être partie à un pacte d'actionnaires ?

Non, seuls les fonds d'épargne salariale investis en titres non cotés de l'entreprise peuvent être partie à un pacte d'actionnaires.

2.6.4. Quels sont les objectifs que doit poursuivre un pacte d'actionnaires conclu par un fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés ?

Conformément aux dispositions du IV de l'article L. 214-165 du code monétaire et financier, le pacte d'actionnaires doit favoriser la transmission de l'entreprise, la stabilité de l'actionnariat ou la liquidité du fonds.

2.6.5. Qui est habilité à être partie à un pacte d'actionnaires au nom et pour le compte du fonds d'épargne salariale ?

En application de l'article L. 214-24-42¹⁹ du code monétaire et financier, le FCPE n'ayant pas la personnalité morale, seule la société de gestion est habilitée à signer au nom et pour le compte du FCPE le pacte d'actionnaires, après avis du conseil de surveillance du FCPE, si le règlement du FCPE le prévoit (voir 2.6.10 de la présente position).

¹⁸ Le paiement des parts rachetées au porteur doit être effectué dans un délai maximum d'un mois. Ce délai court à compter de la date de calcul de la valeur de la part sur la base de laquelle la demande de rachat a été effectuée.

¹⁹ L'article L. 214-24-42 du code monétaire et financier est applicable aux fonds d'investissement à vocation générale et est également applicable aux fonds d'épargne salariale par renvoi de l'article L. 214-163 du code monétaire et financier.

2.6.6. Un fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise peut-il, en cours de vie, devenir partie à un pacte d'actionnaires ?

Oui, un fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise peut devenir, en cours de vie, partie à un pacte d'actionnaires, sous réserve de respecter les conditions mentionnées notamment au IV de l'article L. 214-165 du code monétaire et financier (Cf. question n° 2.6.2).

2.6.7. Les clauses figurant dans les pactes d'actionnaires doivent-elles respecter les contraintes de liquidité régissant les fonds d'épargne salariale ?

Oui, le contenu d'un pacte d'actionnaires conclu par un fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise doit être compatible avec les contraintes imposées au fonds, notamment la contrainte de liquidité. Par exemple, l'engagement de conservation des titres pendant une certaine durée dit clause de « *lock up* », souvent prévu en cas d'introduction en bourse, ne doit pas empêcher le fonds d'épargne salariale de rembourser les porteurs de parts qui en feraient la demande sur, soit leurs avoirs disponibles, soit leurs avoirs devenus disponibles du fait d'un cas de déblocage anticipé.

2.6.8. Quelles sont les modalités d'information de l'AMF en cas de conclusion d'un pacte d'actionnaires en cours de vie du fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise ?

La conclusion d'un pacte d'actionnaires par un fonds d'épargne salariale, après sa constitution, n'est pas soumise à agrément dès lors qu'elle n'entraîne pas d'autres modifications prévues. En revanche, cette conclusion donne lieu à une information de l'AMF sous forme de déclaration. La mise à jour de la base GECO devra être effectuée par l'envoi du règlement dûment modifié.

2.6.9. Comment les porteurs de parts sont-ils informés de la conclusion du pacte d'actionnaires ?

Il convient de distinguer deux situations :

- si le fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise est en cours de création, l'information sur l'existence d'un pacte d'actionnaires doit figurer dans le règlement ;
- si le fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise existe déjà, outre la modification du règlement, l'information se fait par tous moyens et *a posteriori*.

Recommandation

Lorsque les engagements pris par le pacte d'actionnaires sont de nature à influencer de manière significative sur le fonds d'épargne salariale, il est recommandé de privilégier une information individuelle des porteurs de parts.

2.6.10. Dans quelle mesure convient-il que le conseil de surveillance intervienne dans la conclusion d'un pacte d'actionnaires ?

Selon l'article L. 214-165 du code monétaire et financier, le conseil de surveillance « décide des fusions, scissions ou liquidations. Le règlement du FCPE précise quelles sont les modifications du règlement qui ne peuvent être décidées sans l'accord du conseil de surveillance ».

Ainsi, dès lors que les transformations et modifications induites par la mise en œuvre du pacte d'actionnaires relèvent en principe du pouvoir de décision du conseil de surveillance ou requièrent, aux termes du règlement du FCPE, l'accord du conseil de surveillance :

- Si le FCPE existe déjà, la conclusion du pacte d'actionnaires elle-même doit être soumise à l'accord préalable du conseil de surveillance ;
- Si le FCPE est en cours de création, l'AMF recommande de prévoir la constitution du conseil de surveillance avant la conclusion du pacte d'actionnaires. A défaut, le conseil de surveillance, dès qu'il est constitué, est informé du contenu du pacte d'actionnaires.

Recommandation

Lorsque les engagements pris par le FCPE dans le pacte d'actionnaire ne relèvent pas de la compétence du conseil de surveillance, il est tout de même recommandé d'informer systématiquement ce dernier de la signature du pacte ou de sa modification afin de permettre aux membres du conseil de surveillance de connaître les engagements pris par le FCPE.

2.6.11. Quels sont les points de vigilance auxquels la société de gestion est tenue de veiller ?

La société de gestion s'assure que les clauses du pacte d'actionnaires sont bien conformes à la réglementation spécifique aux fonds d'épargne salariale et notamment aux objectifs définis au dernier alinéa de l'article L. 214-165 du code monétaire et financier.

Il revient notamment à la société de gestion de s'assurer que la clause de détermination du prix figurant dans le pacte d'actionnaires respecte les dispositions des articles L. 3332-19 à L. 3332-24 et R. 3332-22 et R. 3332-23 du code du travail fixant les modalités d'évaluation du prix de cession des titres émis par l'entreprise et, en particulier, la détermination de l'évaluation des titres par une méthode d'évaluation définie par un expert indépendant.

De même, en cas d'admission aux négociations sur un marché réglementé des titres de l'entreprise, le fonds d'épargne salariale ne peut s'engager à assurer la liquidité des titres sur le marché. Les sociétés de gestion doivent faire preuve de vigilance dans la rédaction de ce type de clause d'introduction en bourse :

- soit en adaptant ces stipulations aux modalités de fonctionnement du fonds d'épargne salariale;
- soit en excluant le fonds d'épargne salariale du champ d'application de telle clause.

2.7. Le fonds d'épargne salariale de reprise

2.7.1. Un fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise peut-il accueillir une opération de rachat de l'entreprise réservée à certains salariés ?

Oui, l'article L. 3332-16 du code du travail prévoit un autre type de fonds d'épargne salariale investi en titres non cotés de l'entreprise, dédié à une opération de rachat des titres de l'entreprise ou de titres de l'entreprise du même groupe au sens du deuxième alinéa de l'article L. 3344-1 du code du travail ou de ceux d'une société holding créée en vue de son acquisition réservée aux salariés. Ce type de fonds d'épargne salariale est appelé « fonds d'épargne salariale de reprise ».

2.7.2. Un fonds d'épargne salariale de reprise doit-il être adossé à un plan d'épargne entreprise ?

Oui, conformément à l'article L. 3332-16 du code du travail, le fonds d'épargne salariale de reprise doit être adossé à un plan d'épargne entreprise négocié.

2.7.3. Quelles sont les modalités de création d'un fonds d'épargne salariale de reprise ?

Comme pour tout fonds d'épargne salariale, la création d'un fonds d'épargne salariale de reprise est soumise à agrément. Lors de la création, en application de l'article L. 3332-16 du code du travail, la société de gestion devra disposer des pièces justifiant les conditions préalables de création :

- un plan d'épargne entreprise négocié prévoyant l'existence du fonds d'épargne salariale de reprise ;
- le nombre minimum de salariés participant à l'opération de rachat de l'entreprise réservée aux salariés doit être d'au moins 15 salariés ou d'au moins 30 % des salariés pour les entreprises n'excédant pas 50 salariés ;
- un accord avec le personnel comprenant les mentions obligatoires suivantes :
 - o l'identité des salariés participant à l'opération de rachat de l'entreprise ;
 - o le contrôle final ;
 - o et le terme de l'opération.

2.7.4. Quelles sont les règles d'investissement applicables aux fonds d'épargne salariale de reprise ?

Conformément à l'article L. 3332-16 du code du travail, le fonds d'épargne salariale de reprise bénéficie de règles d'investissement dérogatoires. Il peut investir 95 % de son actif en titres de l'entreprise ou en

titres d'une entreprise du même groupe au sens du deuxième alinéa de l'article L. 3344-1 du code du travail ou de ceux d'une société holding créée en vue de l'acquisition de l'entreprise.

2.7.5. Existe-t-il un mécanisme de liquidité applicable aux fonds d'épargne salariale de reprise ?

Oui, le fonds d'épargne salariale de reprise bénéficie d'un mécanisme de liquidité dérogatoire à ceux applicables aux fonds d'épargne salariale investis en titres non cotés de l'entreprise. Il doit comprendre des titres liquides représentant au moins 5 % de son actif.

2.7.6. Quel est le mode de désignation des membres du conseil de surveillance d'un fonds d'épargne salariale de reprise ?

Conformément à l'article L. 3332-16 du code du travail, et par dérogation aux FCPE relevant de l'article L. 214-165 du code monétaire et financier, les membres du conseil de surveillance d'un FCPE de reprise sont élus par l'ensemble des salariés porteurs de parts.

2.7.7. Un fonds d'épargne salariale de reprise peut-il être partie à un pacte d'actionnaire ?

Oui, un fonds d'épargne salariale de reprise peut être partie à un pacte d'actionnaire sous réserve de respecter les conditions mentionnées au dernier alinéa de l'article L. 214-165 du code monétaire et financier (Cf. question n° 2.6.2).

2.7.8. Combien de temps sont bloqués les sommes versées par les salariés dans un fonds d'épargne salariale de reprise ?

Les dispositions de l'article L. 3332-16 du code du travail indiquent que les sommes et les valeurs sont bloquées jusqu'au terme de l'opération de rachat de l'entreprise par les salariés mais cette durée de détention ne peut être inférieure à 5 ans.

2.7.9. Existe-t-il des cas de déblocage anticipé applicables aux fonds d'épargne salariale de reprise ?

Oui, l'article R. 3332-29 du code du travail prévoit trois cas exceptionnels de déblocage anticipé applicables aux fonds d'épargne salariale de reprise :

- invalidité du salarié, apprécié au sens du 2° et 3° de l'article L. 341-4 de code de la sécurité sociale ;
- mise à la retraite du salarié ;
- décès du salarié.

3. Les fonds d'épargne salariale à effet de levier

Un fonds d'épargne salariale relevant de la classification fonds à formule a pour objectif de gestion d'atteindre, à l'expiration d'une période déterminée, un montant déterminé par application mécanique d'une formule de calcul prédéfinie, reposant sur des indications de marché ou des instruments financiers, ainsi que de distribuer, le cas échéant, des revenus déterminés de la même façon²⁰.

En contrepartie de l'engagement décrit, la réalisation de l'objectif de gestion doit être garantie par une personne mentionnée au II de l'article R. 214-32-28 du code monétaire et financier, c'est-à-dire par un établissement ayant la qualité de dépositaire d'OPCVM, un établissement de crédit dont le siège est établi dans un Etat membre de l'OCDE ou une entreprise d'investissement dont le siège est établi dans un Etat membre de l'Union européenne ou dans un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen et qui est habilitée à fournir le service mentionné au 1 de l'article L. 321-2 et dont le montant des fonds propres, au sens de la directive 2000/12/ CE du Parlement européen et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice est au moins égal à 3,8 millions d'euros. La garantie peut être accordée au fonds ou à ses porteurs de parts ou actionnaires. La

²⁰ Article 30-9 de l'instruction n° 2011-21 relative aux procédures d'agrément, à l'établissement d'un DICI d'un prospectus et à l'information périodique des fonds d'épargne salariale.

contrepartie de la garantie, supportée par les souscripteurs (généralement renonciation à la décote, aux dividendes, aux avoirs fiscaux et à une quote-part de la performance), doit expressément figurer dans le document d'information clé pour l'investisseur et le règlement.

Les fonds d'épargne salariale à effet de levier sont des fonds à formule, présentant la particularité d'offrir une performance indexée sur celle des titres d'une entreprise en particulier.

Interrogée par plusieurs professionnels à l'occasion de l'instruction de ces produits, l'Autorité des marchés financiers souhaite rappeler ou clarifier les règles applicables à ces fonds.

3.1. Mouvements de marché et information du public lors de la création ou lors de la clôture d'un fonds d'épargne salariale à effet de levier

Lors de la création d'un fonds d'épargne salariale à effet de levier investi en titres de l'entreprise, la contrepartie peut être amenée à vendre à découvert les titres de l'émetteur afin de couvrir ses engagements vis-à-vis du fonds d'épargne salariale.

Cette intervention éventuelle doit se faire dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

Par ailleurs, lors de la clôture d'un fonds d'épargne salariale à effet de levier investi en titres de l'entreprise, la cession de ces titres par la société de gestion est susceptible d'avoir un impact sur le marché.

L'Autorité des marchés financiers rappelle :

- aux sociétés de gestion et aux contreparties des opérations d'échange :
 - o qu'elles sont tenues à l'obligation de ne pas perturber le marché, aux termes du livre VI du règlement général de l'AMF et, s'agissant des sociétés de gestion de portefeuille, de l'article 314-3²¹ du règlement général de l'AMF, prévoyant une obligation d'agir de manière honnête, loyale et professionnelle, avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, afin de servir au mieux l'intérêt des clients et de favoriser l'intégrité du marché,
 - o qu'il est, en conséquence, nécessaire de tenir compte de cette obligation dans la structuration des opérations et qu'à cet égard le débouclage des fonds d'épargne salariale sur la base d'un cours moyenné est de nature à faciliter le respect de ces dispositions,
 - o dans le cas où la société ne souhaite pas recourir à un mécanisme de liquidité, que la société de gestion doit être en mesure de justifier des dispositions prises afin de respecter cet article ;
- aux sociétés émettrices des titres sous-jacents aux fonds d'épargne salariale à effet de levier qu'elles doivent, conformément à l'article 223-2 du règlement général de l'AMF, porter à la connaissance du public par voie de communiqué dont elles s'assurent de la diffusion effective et intégrale :
 - o au cours de la période située entre la date de la réunion de l'organe social arrêtant la date de l'augmentation de capital et le début de la période de réservation, et, dans tous les cas, avant le début des opérations de couverture de la contrepartie du contrat d'échange, une information adaptée sur l'existence de ces opérations. Cette information doit notamment porter sur le nombre maximum de titres susceptibles d'être créés, les échéances des opérations et l'existence d'un effet de levier de nature à générer des interventions en couverture. L'information donnée au public doit également comporter l'indication des conditions d'exercice des droits de vote afférents aux titres émis au bénéfice de l'intermédiaire pour les besoins de l'effet de levier ;
 - o avant la clôture de l'opération, c'est-à-dire avant la cession des titres sur le marché par le fonds d'épargne salariale, une information adaptée sur le débouclage de l'opération ainsi que sur la possibilité d'un impact sur le marché du titre. Toutefois, cette deuxième information n'est pas nécessaire lorsque le débouclage de l'opération se fait hors marché en raison, par exemple, de l'existence d'un mécanisme de liquidité (*Cf. infra*).

²¹ ou de l'article 319-3 pour les sociétés de gestion de portefeuille relevant du titre Ier bis du livre III du règlement général de l'AMF.

3.2. Information des porteurs

Les fonds d'épargne salariale à effet de levier peuvent être assimilés à des fonds à formule dans la mesure où les porteurs prennent leur décision d'investissement en fonction de la formule proposée par le gérant, et non en fonction de la nature de la gestion en cours de vie.

A ce titre, ces fonds sont tenus de respecter l'article 30-9 de l'instruction n° 2011-21 relative aux procédures d'agrément, à l'établissement d'un DICI, d'un prospectus et à l'information périodique des fonds d'épargne salariale.

3.3. Garantie de la formule

Conformément aux dispositions prévues pour les fonds à formule, la garantie associée aux fonds d'épargne salariale à effet de levier porte sur l'intégralité de la formule. Ainsi, lorsque celle-ci comporte à la fois une protection du capital et une participation à la performance des titres de l'entreprise, ces deux composantes font l'objet d'une garantie, sous réserve des cas exceptionnels prévus au 3.4 du présent document.

3.4. Clauses particulières du contrat de swap ou du contrat de garantie

La formule proposée par le fonds peut être ajustée ou même remise en cause dans certains cas, prévus dans le contrat de swap et de manière symétrique dans le contrat de garantie.

Certains de ces cas sont classiques et les ajustements de formule qui en résultent légitimes : événements non dilutifs (division, OPA, OPE, etc.), événements dilutifs (augmentation de capital avec droits, dividende exceptionnel, etc.), événements affectant l'actif du fonds (modification de l'environnement fiscal, comme, par exemple, une retenue à la source applicable aux flux du swap, etc.).

D'autres sont plus délicats : il s'agit des clauses ayant pour objet de permettre à la contrepartie de résilier ou d'ajuster le contrat si le coût de sa couverture devient trop élevé. Une telle situation peut, par exemple, se rencontrer si le coût d'emprunt des titres de l'entreprise augmente, la contrepartie du contrat de swap étant structurellement emprunteuse de titres de l'entreprise.

C'est pourquoi il est rappelé :

- que le recours aux clauses permettant des ajustements de la performance liés à des événements affectant la gestion de la couverture du swap suppose, notamment, que les conditions dans lesquelles ces clauses peuvent être actionnées soient définies de manière objective (par exemple, identification des critères utilisés pour apprécier les difficultés de couverture par la contrepartie);
- qu'en tout état de cause, la résiliation anticipée du contrat de swap par la contrepartie ne peut se traduire par une remise en cause de la composante fixe de la formule : ainsi, un fonds qui offrirait une protection de 90 % du capital en cas de sortie anticipée ne pourrait voir cette protection remise en cause en cas de résiliation anticipée du contrat d'échange par la contrepartie.

3.5. Refus d'un montage de fonds d'épargne salariale à effet de levier impliquant l'émetteur en tant que partie à la couverture sous-jacente et l'utilisation de produits dérivés long terme dans le cadre de programme de rachat d'actions

Dans un cas soumis au régulateur, une société souhaitait mettre en place un fonds d'épargne salariale à effet de levier d'une durée de cinq ans proposant une garantie du capital investi par le salarié et d'une partie de la performance de l'action au-delà d'un cours de référence. Cette garantie devait être assurée par la société de gestion de portefeuille gérant le fonds d'épargne salariale.

La gestion du montage impliquait que la société de gestion de portefeuille effectue un achat à terme de l'intégralité des actions souscrites par le fonds d'épargne salariale et une vente d'options d'achat à la monnaie au fonds d'épargne salariale pour permettre de garantir la performance de l'action. L'achat à terme permettait de garantir aux salariés leur apport personnel et de rembourser le financement de l'augmentation de capital, effectué au terme d'un swap passé entre le fonds d'épargne salariale et la société de gestion de portefeuille.

La banque proposait la mise en place de deux modalités de couverture :

- pour couvrir partiellement l'achat à terme, une vente de ces titres au comptant au cours de référence à une contrepartie de gré à gré. Cette vente de titres au comptant était couverte par un emprunt de



titres d'une durée de cinq ans de la société de gestion de portefeuille pour partie auprès de l'émetteur, la liquidité réduite du marché du titre ne permettant pas de telles opérations ;

- afin de couvrir le solde de l'opération d'achat à terme, cette vente au comptant était complétée soit par :

- i) une vente d'options de vente d'actions par l'émetteur à la société de gestion de portefeuille couvrant ce dernière dans l'hypothèse où les options d'achat consenties au fonds d'épargne salariale demeureraient hors la monnaie au terme du programme. L'échéance de l'option coïncidait avec celle de l'opération salariée et il était prévu une clause de résiliation anticipée en cas de non-renouvellement du programme de rachat d'actions ;

- ii) un achat au comptant et une vente d'options d'achat par l'émetteur à la société de gestion de portefeuille à échéance de cinq ans. Si le cours de l'action à l'échéance était supérieur au cours de référence, la banque devait pré-vendre pendant les 6 mois précédant le débouclage du fonds d'épargne salariale une partie des titres, cette vente à découvert étant couverte par l'exercice du call sur la société.

Là encore, compte tenu du peu de liquidité du marché de l'action de l'émetteur, le mécanisme classique de couverture par lequel la société de gestion de portefeuille achète des actions sur le marché et procède aux ajustements nécessaires pendant la vie de l'opération pour gérer sa position " en delta neutre " ne pouvait être mis en place.

Le montage proposé a été refusé aux motifs que :

- a) Il faisait courir un risque à l'émetteur, sans autre motivation que d'assurer la couverture de la banque du fait de l'incapacité de celui-ci à gérer ce risque dans un marché peu liquide.

- b) En assurant lui-même la couverture des opérations sous-jacentes, l'émetteur faisait ainsi supporter par les actionnaires existants un coût qui s'ajoutait aux coûts autorisés et encadrés par le code de commerce (la décote de 20 % maximum par rapport aux cours de bourse, les charges résultant du prêt accordé aux salariés pour l'acquisition des titres et l'abondement), la situation spécifique des salariés telle que résultant de la loi ne justifiant pas l'inégalité de traitement entre actionnaires, engendrée par ce coût supplémentaire.

- c) S'agissant du premier cas de couverture, ce mécanisme de couverture était incompatible avec les règles relatives à la conclusion d'options par un émetteur sur ses propres titres posées par la Commission²². La Commission a en effet précisé que les options de vente pouvaient être consenties par une société sur ses propres titres dès lors que, entre autres conditions, l'échéance des options n'intervient pas postérieurement à l'issue du programme de rachat décidé par l'émetteur.

- d) S'agissant du deuxième cas de couverture, on pouvait estimer qu'un achat au comptant assorti d'une vente d'options d'achat sur ses propres actions par la société était assimilable à une vente d'options de vente synthétique.

- e) Dans le deuxième cas de couverture, en achetant au comptant à la société de gestion de portefeuille, au début de l'opération, les titres de l'opération projetée, l'émetteur finançait en numéraire une partie de l'augmentation de capital réservée à ses salariés (déjà bénéficiaires d'une décote de 20 % par rapport au prix de référence et d'un effet de levier de 90 %) et couvrait la banque pour une partie du risque induit de son achat de titres à terme. L'opération apparaissait donc partiellement fictive puisque, économiquement, l'émetteur devait immédiatement racheter en partie les titres émis. Il est à noter également que le financement et la vente d'options d'achat offerts aux salariés peut s'analyser comme des stocks-options pour lesquels il existe déjà un cadre juridique.

Recommandation

Il est recommandé aux sociétés qui ont des titres bénéficiant d'une liquidité faible d'adapter la taille et les caractéristiques des opérations de fonds d'épargne salariale à effet de levier afin que les opérations sous-jacentes de couverture puissent toujours être assumées par les sociétés de gestion de portefeuille, et non par l'émetteur.

²² Bulletin mensuel n° 332 de février 1999.



4. Diligences à mener en cas d'établissement d'un procès verbal de carence en épargne salariale

Conformément à l'article 37 de l'instruction n° 2011-21 relative aux FCPE, « *le conseil de surveillance se réunit au moins une fois par an pour l'adoption de son rapport annuel [...]. Avec l'entreprise, la société de gestion et le dépositaire veillent au respect de cette obligation.*

Dans le cas où le conseil de surveillance ne peut être réuni et ce, après une deuxième convocation, la société de gestion doit établir un procès-verbal de carence. »

Recommandation

Il est de bonne pratique que la société de gestion informe l'entreprise, avant que le procès verbal de carence soit établi, des suites qu'elle compte mettre en œuvre dans la gestion du fonds.

Par exemple, si le conseil de surveillance d'un FCPE n'a pu se réunir et si la société de gestion décide de faire absorber ce fonds par un fonds « multi-entreprises » dont elle assure également la gestion, la société informe l'entreprise de ce projet et établit par la suite un PV de carence.