



COMMISSION DES COMMUNAUTÉS
EUROPÉENNES

**Instruments financiers spécifiques
pour les entreprises d'économie sociale:
titres subordonnés et Fonds européen**

Rapport final

Le présent document a été établi pour l'usage interne des services de la Commission. Il est mis à la disposition du public, mais il ne peut être considéré comme constituant une prise de position officielle de la Commission.

Une fiche bibliographique figure à la fin de l'ouvrage.

Luxembourg: Office des publications officielles des Communautés européennes,
1993

ISBN 92-826-5988-7

© CECA-CEE-CEEA, Bruxelles • Luxembourg, 1993

Reproduction autorisée, sauf à des fins commerciales, moyennant mention de la source.

Printed in Belgium

COMMISSION DES COMMUNAUTES EUROPEENNES

DIRECTION GENERALE

**POLITIQUE D'ENTREPRISE, COMMERCE,
TOURISME ET ECONOMIE SOCIALE**

DG XXIII

**INSTRUMENTS FINANCIERS SPECIFIQUES POUR LES ENTREPRISES
D'ECONOMIE SOCIALE
TITRES SUBORDONNES ET FONDS EUROPEEN**

Rapport final

Avril 1992 - SOFICATRA S.A.

TABLE DES MATIERES

1.	<u>Introduction générale</u>	p.	6
1.1.	Objectif de la mission		6
1.2.	Concept et méthodologie de la deuxième partie de la mission		9
1.3.	Experts		16
2.	<u>Rappel de la première phase et de son extension</u>		20
2.1.	Intitulé		20
2.2.	Portrait-robot d'un titre		20
2.3.	Mécanisme européen de financement		24
3.	<u>Synthèse et Conclusions de la deuxième partie de la mission</u>		28
3.1.	Remarques générales		29
3.2.	Eléments de base d'un mécanisme de financement de l'Economie Sociale		32
3.3.	Fonds A (+ schéma)		34
3.4.	Fonds B (+ schéma)		35
*	Fonds à compartiments		37
3.5.	Holding (+ schéma)		37
3.6.	Liquidité - Intermédiation (+ schéma)		38
3.7.	Valeur(s) mobilière(s) à vocation européenne		39
3.8.	Points-clefs		40

4.	<u>Détails de la missions</u>	43
4.1.	<u>Analyse de systèmes de financement existants</u>	44
4.1.1.	SIDI	44
4.1.2.	Eurco Solidarité - Hymnos	47
4.1.3.	ABF	50
4.1.4.	Merlin Jupiter Ecology Fund	53
4.1.5.	Hoche Participations	54
4.1.6.	UNICO - CERA	57
4.1.7.	Agences de Rating	60
4.1.8.	Sofaris	62
4.1.9.	Somudimec	65
4.1.10.	Fimagest - Optivalorisation	68
4.1.11.	The Body Shop	72
4.2.	<u>Points traités par le Panel d'Experts / Recommandations relatives aux instruments de base</u>	75
4.2.1.	Considérations générales Commercialisation et management des Fonds A et B	76
	A. La commercialisation	76
	B. Le management	79
4.2.2.	Les instruments de base	88
	A. Le Fonds A	88
	B. Le Fonds B	92
	C. La Société Holding	96
	D. Le Service de Liquidité-Intermédiation	99
	E. Les mécanismes de garantie	107
4.2.3.	Des titres pour l'Economie Sociale	110
	A. T.S.D.I.	113
	B. Variable Rate Notes	121
	C. Permanent Interest Bearing Shares	126
	D. Loi italienne du 31.1.1992	131
	E. Réflexions quant aux caractéristiques générales d'une valeur mobilière à vocation européenne	133

5.	<u>Scénario intégrant les différents instruments de base</u>	141
5.1.	Profil et hypothèses générales	142
5.2.	Cinq instruments : hypothèses	146
5.3.	Les sociétés financières	153
5.4.	Résultats de financement	155
6.	<u>Annexes</u>	CONSULTATION POSSIBLE A : C.C.E. - DGXXIII/A/4 - 200, rue de La Loi (ARLN 3/44) 1049 BRUXELLES
6.1.	Comptes rendus d'entretiens	
a.	. Compte rendu de l'entretien avec M. WILLOT . Brochure "Faim et Développement"	
b.	. Compte rendu de l'entretien avec le Service des Affaires Culturelles du Crédit Lyonnais . Rapport de gestion et comptes de l'exercice 1989-1990 de HYMNOS, F.C.P. d'éthique	
c.	. Brochure de présentation d'Unico Financial Services . Rapport de l'entretien avec Mme Staes, Département Fonds Communs de Placement du CERA	
d.	Compte rendu de l'entretien avec M. L'Allemand, Sofaris	
e.	Compte rendu de l'entretien avec M. Jourdain, Somudimec	
f.	Compte rendu de l'entretien avec M. Serre, Fimagest	
6.2.	Compte rendu de la réunion des experts des 2 et 3 mars 1992	

- 6.3. **Données détaillées concernant les experts consultés**
- 6.4. **Article Scop Invest (document remis avec le dossier préparatoire lors de la réunion des 2 et 3 mars 1992)**
- 6.5. **Systèmes de financement existants**
 - a. **Desk-research : les agences de rating**
 - b. **Desk-research : The Body Shop**
 - . **Case study**
 - . **Result analysis**
- 6.6. **Documentation concernant les instruments de base**
 - A. **Les Fonds A et B :**
 - A.1.a. . **Directive du Conseil de la Commission des Communautés Européennes du 20.12.85, portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains OPCVM**
 - A.1.b. . **Directive du Conseil du 22.3.88, modifiant la directive mentionnée ci-dessus**
 - A.1.c. . **Activité de l'OPCVM (ASFFI, Octobre 1988)**
 - A.1.d. . **Evolution des OPC au Luxembourg (UNICO 1991)**
 - A.1.e. . **Eléments comparatifs sur les OPC dans les pays de la Communauté Européenne (ASFFI, 30.9.1991 et 10.1988)**
 - A.1.f. . **Révision et refonte des règles auxquelles sont soumis les organismes luxembourgeois qui relèvent de la loi du 30.03.1988 relative aux organismes de placement collectif (Circulaire IML 91/75 - extraits)**

- A.2. L'Investissement Ethique dans le monde (FA)
- A.3. Scottish Equitable Ethical Unit Trust,
Financial Times Book
- A.4. Conclusions du rapport sur l'application de
critères sociaux dans le cadre des placements
aux Pays-Bas
- A.5. ABF (Pays-Bas), objectifs et statuts

- B. Mécanismes de garantie

- B.1. Pays-Bas - Garantie d'Etat

- C. Titres pour l'Economie Sociale

- C.1. Variable Rate Notes
- C.2. Effets de la Loi du 3 janvier 1991
relative aux organismes coopératifs
agricoles sur l'intérêt d'une émission
de certificat coopératif d'investis-
sment en France

**INSTRUMENTS FINANCIERS SPECIFIQUES POUR
LES ENTREPRISES D'ECONOMIE SOCIALE:
TITRES SUBORDONNES ET FONDS EUROPEEN**

Projet de rapport final

1. INTRODUCTION GENERALE

1.1. Objectif de la mission

1.1.1. Cadre général

Les entreprises du secteur coopératif, mutualiste et associatif occupent dans presque tous les pays de la Communauté, une place particulière tant par les objectifs poursuivis que par leur structure.

Ces spécificités ne peuvent avoir pour conséquence de les empêcher d'avoir accès à des sources de financement leur permettant de se développer à chances égales avec les entreprises des autres secteurs traditionnels, spécialement dans le cadre du grand marché européen.

En 1987 une première étude exploratoire et préparatoire relative au "Financement en Fonds Propres des Coopératives, description des dispositions légales, des instruments et structures" a été effectuée par "Sages Conseils" pour le compte de la Commission. Elle a été suivie de cinq rapports:

- "Méthodes de Financement des Coopératives, Evaluation et Propositions d'amélioration"
1988 SAGES CONSEILS
- "Methods of Financing Cooperatives"
1988 The open University (7 countries)
- "Methods of Financing Cooperatives"
1989 IDOM (5 countries)
- "Instruments Financiers Spécifiques pour les Entreprises d'Economie Sociale"
1991 SOFICATRA (6 pays)

1.1.2. Mission actuelle

En prolongement de ces études, la Commission a confié, le 2.8.1991, la mission suivante à SOFICATRA:

- a. **rendre plus transparentes les méthodes et les instruments de financement** du secteur de l'Economie Sociale dans les pays suivants: Grèce, Portugal, Irlande, Pays-Bas, Danemark.

L'analyse, qui était une extension de l'étude remise en janvier 1991, devait incorporer **la description de cas** de financement d'entreprises de l'Economie Sociale dans les pays concernés, une réflexion sur **"un mécanisme européen de financement"**, repris dans le rapport "Instruments financiers spécifiques pour les entreprises de l'Economie Sociale", ainsi qu'un rapport sur **les priorités de mise en oeuvre** des différentes configurations prévues dans le mécanisme susdit.

Le rapport relatif à cette partie de la mission a été remis à la Commission en novembre 1991.

- b. examiner l'utilisation et les possibilités d'utilisation de titres T.S.D.I. (titres subordonnés à durée indéterminée) ou de titres comparables pour le financement en quasi-fonds propres et à long terme des entreprises de l'Economie Sociale dans les pays de la Communauté européenne. Cette expertise devait inclure l'analyse des conditions pour la mise en place, au niveau européen, d'un (de) marché(s) en T.S.D.I. d'Economie Sociale ou de titres comparables.**

- c. étudier la faisabilité de la mise en place d'un Fonds européen pour les entreprises du secteur coopératif, mutualiste et associatif et de sa société de gestion en tenant compte de son rôle dans le cadre d'un mécanisme européen de financement, mentionné au point a.**

1.2. Concept et méthodologie de la deuxième partie de la mission

1.2.1. Cette deuxième partie a été effectuée d'une façon **interactive** et en étroite collaboration avec les services de la Commission,

- a. en se basant sur les études antérieures et sur les contraintes juridiques, légales et financières existant aujourd'hui;
- b. en effectuant du travail de "desk research" destiné à permettre d'évaluer les concepts méthodologiques et techniques;
- c. en rassemblant des informations dans les pays concernés;
- d. en participant à des colloques et séminaires d'intermédiaires financiers et d'entreprises d'Economie Sociale et en leur présentant les conclusions provisoires des études ainsi que le schéma d'un mécanisme européen théorique :
 - * séminaire **CJDES** (Centre des jeunes Dirigeants de l'Economie Sociale) du 3 et 4 octobre 1991 à Bruxelles.
 - * séminaires d'**INAISE** (International Association of Investors in the Social Economy) du 11 octobre 1991 à Rome et du 18 janvier 1992 à Olten (Suisse)
 - * séminaires des **banques anthroposophiques** du 13 - 16 février 1992 à Oslo (Norvège)

- * séminaire du **CEDES** (Club Européen de l'Economie Sociale) du 16 septembre 1991 à Rome
 - * réunions mensuelles de l'asbl **SERIEP** (Service de recherche et d'information en éthique de placement) à Bruxelles
- e. **en menant des enquêtes auprès d'experts** dans les domaines suivants:
- * **titres spécifiques** : T.S.D.I., Genußschein, PIBS, Certificats de Participation, Azione partecipazione cooperativa...
 - * **marchés des titres;**
 - * **OPCVM** (Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières) : Fonds Communs de placement à risque; SICAV/SICAF;
 - * **marchés et commercialisation d'OPCVM;**
 - * **gestion financière et administrative de fonds communs de placement à risque;** (B et L)
 - * **structure, politique de placement et marchés de fonds éthiques** (USA, GB, F, D, NL, B)
 - * **sociétés et mécanismes de garantie;** (F, B, NL, F, D)
 - * **rating;** (USA, F)

- * **screening** sur base de critères non-financiers; (USA, NL, B, RFA, GB)

1.2.2. Deux approches ont été suivies pour rechercher des validations à l'extérieur afin de définir les champs possibles d'intervention ainsi que les contraintes à respecter dans le cadre du financement des entreprises de l'Economie Sociale.

A. La première approche s'est attachée à analyser les initiatives qui nous sont apparues en partie comparables (appartenant globalement au même domaine d'application, mais parfois restrictivement orientées vers une partie du mécanisme, qu'il semblait intéressant d'étudier).

Cette approche nous a conduits à prendre des contacts directs avec :

- a. **SIDI (Société d'Investissement et de Développement International) (F)**, pour le concept et la commercialisation du Fonds éthique **Faim & Développement** et pour la gestion d'une société d'investissements pour les petits projets dans les pays en voie de développement
- b. **le Crédit Lyonnais (F)** pour le prochain lancement du Fonds éthique **EURCO SOLIDARITÉ** et la commercialisation du fonds **HYMNOS**,
- c. **ABF (Het Andere Beleggingsfonds) (NL)** pour la commercialisation et le lancement de Fonds éthiques aux Pays-Bas,

- d. **Merlin Ecology Fund (GB)** comme exemple de Fonds éthique,
- e. **Hoche Participation (F)**, Fonds Commun géré par l'IDES et OFIVALMO,
- f. **UNICO (L)**, pour la création et la gestion de Fonds Communs de Placement luxembourgeois,
- g. **les Agences de Rating** afin de mieux connaître leur fonctionnement et leur intégration possible dans le cadre de notre étude,
- h. **Fimagest (F)** - Optivalorisation pour la gestion d'obligations et le remembrement de titres participatifs,
- i. **SOMUDIMEC (F)**, pour la mutualisation des risques des prêts octroyés à des PME dans la région Rhône-Alpes,
- j. la **SOFARIS (F)** pour la garantie des portefeuilles des sociétés de capital risque en France,
- k. **The Body Shop (GB)** comme exemple de financement d'entreprises de l'Economie Sociale.

Le nombre élevé d'**expériences françaises** reprises dans cette liste résulte du **développement, plus important qu'ailleurs,** que connaissent, dans cet **Etat Membre,** les types d'outils que nous avons jugé pertinent d'étudier.

Ces contacts et analyses ont permis de mieux connaître les mécanismes généraux qui gouvernent ces types d'initiatives et, de là, de délimiter les contraintes dont il faudra tenir compte, et surtout les problèmes qui restaient encore à résoudre, dans le lancement d'un mécanisme européen de financement pour l'Economie Sociale.

Les informations utiles dans le cadre de cette étude sont reprises en synthèse dans la **première partie du rapport**.

Les rapports de visites complets, les commentaires et documentations s'y rapportant sont présentés en **annexe 6.1.** au rapport.

Sur cette base, nous avons élaboré une **première simulation d'articulations possibles** d'un choix fait parmi les instruments financiers décrits dans la conclusion de la première étude.

- B. **La deuxième approche** a consisté à **présenter cette première simulation** à des groupes d'**experts** et notamment celui réuni à Bruxelles les **2 et 3 mars 1992**. Ces spécialistes en Titres et en Fonds Communs de Placement ont examiné les conditions théoriques et pratiques de la réalisation d'un ensemble d'instruments financiers au niveau européen (les conditions d'éligibilité de titres cotés et non-cotés au niveau de Fonds Communs de Placement, la structure assurant leur liquidité, les partenaires-intermédiaires financiers à impliquer et le rôle d'une société holding dans le cadre de ce mécanisme).

L'objectif était de provoquer leurs réactions sur ces premières propositions et de recueillir leurs commentaires sur leur faisabilité ainsi que d'éventuelles comparaisons avec des initiatives dont ils auraient eu connaissance.

Des facteurs-clefs de réussite ont ainsi pu être mis en évidence pour chaque champ d'intervention.

La **seconde partie** du rapport présente les enseignements tirés de la **confrontation des avis des experts** ainsi que des recherches qui ont été poursuivies.

Une **synthèse des avis** figure en annexe 6.2.

Dans cette **seconde partie** du rapport, seules apparaissent les **propositions** qui nous ont **semblées significatives** selon le type d'instruments auxquels ces propositions se réfèrent.

Dans un premier temps, nous abordons les préoccupations générales que sont, d'une part, la **commercialisation** des Fonds Communs de Placement à Risque, et, d'autre part, le **management** de ces Fonds.

Nous avons ensuite détaillé les propositions regroupées en fonction de l'instrument auquel elles se réfèrent. Elles concernent un Fonds Commun de Placement de type SICAV, appelé Fonds A, un deuxième Fonds Commun de Placement à Risque, appelé Fonds B, une Société d'Investissement (Holding), un Service (Société) de Liquidité-intermédiation, et un Mécanisme, optionnel, de Cautionnement.

Chacun de ces instruments est traité de façon indépendante (bien que leur fonctionnement soit souvent lié).

En fin de seconde partie, nous abordons la problématique **du ou des titres** qui seraient susceptibles d'être utilisés dans le cadre du financement à long terme et à risque des entreprises de l'Economie Sociale.

1.2.3. La troisième partie du rapport présente un scénario d'articulation possible de ces différents instruments.

Il s'agit bien évidemment **d'un exemple parmi les multiples combinaisons possibles**.

Son seul but a été de figer les articulations possibles entre les différents instruments et de vérifier de façon chiffrée si le coût du mécanisme n'handicape pas de façon rédhibitoire le rendement des Fonds Communs de Placement (même en cas d'intervention privilégiée au profit des PME).

1.2.4. La conclusion du rapport synthétise les enseignements qui semblent pouvoir être tirés de cette étude.

1.3. Les experts suivants ont participé à la réalisation de la mission:

Equipe de coordination :

- M. J. P. Feldbusch, Administrateur Délégué de SOFICATRA (B), Administrateur-Directeur de la SNI, Directeur de l'étude.
- M. F. De Clerck, Conseiller à la SOFICATRA.
- M. J. L. Mentior, Consultant.
- M. C. Boomer, Attachée, Centre de Coordination SNI.

Experts ayant participé au séminaire du 2 et 3 mars 1992 :

- M. J. P. Feldbusch (Soficatra, B)
- M. P. Ramadier (Commission Européenne, DG XXIII, B)
- Mme. D. Vonckx (Cera, B)
- M. G. Bourret (Ofivalmo, F)
- Prof. H. G. Geis (Freie Universität Berlin, D)
- M. M. Lynch (Malcolm Lynch Solicitors, GB)
- M. E. Morley-Fletcher (Assoziation Nazionale Cooperative Servizi/Unipol, I)
- M. Pereira Martins (Montepio Geral, P)
- M. J. J. Samuel (IDES, F)
- M. J. Zimmer (Unico Financial, L)
- Mme. A. MacDonald (Concorde International, D)
- M. J. Urtasun (Lagun Aro, E)
- Mme. N. Alix (UNIOPS, F)
- M. F. De Clerck (Soficatra, B)

- M. J. L. Mentior (Soficatra, B)
- Mme. C. Boomer (Soficatra, B)

Experts consultés:

- M. Th. Jeantet (Groupement des Sociétés d'Assurance à caractère Mutuel, F)
- M. H. Nouyrit (Confédération Française de la Coopération Agricole, F)
- M. B. Willot (SIDI, F)
- M. P. Goffin (GOFFIN ET LANNOY, B)
- Mme. Staes (CERA, B)
- MM. Boyer, DEMBOURG (BBL, B)
- M. Sutton (SOFARIS, F)
- M. C. Wisman (Het Andere Beleggingsfonds, NL)
- M. A. Destexhe (Médecins sans Frontières, B)
- M. A. Servais (Dewaaye - Servais & Cie, B)
- M. Dalloz (Crédit Lyonnais)

Les données détaillées figurent en annexe 6.3.

Nous avons en outre contacté les institutions financières suivantes :

- | | |
|------------|---|
| - Europe | - BEI (Banque Européenne d'Investissement) |
| | - Groupement des Banques Coopératives |
| - Belgique | - SNI (Société Nationale d'Investissement) |
| | - Soficatra (Société Financière d'Initiative Industrielle par les Cadres et les Travailleurs) |

- Cera (Centrale Raiffeisenkas)
- Prévoyance Sociale
- CGER (Caisse Générale d'Epargne et de Retraite)
- Netwerk Vlaanderen
- France
 - IDES (Institut de Développement de l'Economie Sociale)
 - Groupement des Sociétés d'Assurances à Caractère Mutuel
 - SIDI (Société d'Investissement et de Développement International)
 - Chambre Syndicale des Banques Populaires
 - NEF (Nouvelle Economie Fraternelle)
 - Crédit Coopératif
 - Fédération du Crédit Mutuel Méditerranéen
 - Ofivalmo (Omnium Financier de Valeurs Mobilières)
- Grèce
 - Banque Agricole de Développement
- Irlande
 - Irish Trade Union Trust
- Portugal
 - Montepio Geral
- Danemark
 - Den Almennyttige Andelskasse
 - JAK (Interest - Free Economy)
- Pays-Bas
 - Triodosbank
 - Stichting Stimulans
 - Het Andere Beleggingsfonds
- Allemagne
 - GLS Gemeinschaftsbank
 - Ökobank
 - B.V.R. (Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbank)
 - Bank für Sozialwirtschaft

- Italie
 - CFI (Compagnia Finanziaria Industriale)
 - Janus
 - Intermag
- Luxembourg
 - Unico Financial Services
- Grande-Bretagne
 - ICOF (Industrial Common Ownership Finance)
 - Merlin Ecology Fund
 - BP Guarantee Cy
 - Mercury Provident PLC
- Espagne
 - Ecos Financiacion
 - Lagun Aro
 - Crédit Mutuel
- Suisse
 - Alternative Bank Schweiz
 - Freie Gemeinschaftsbank BCL
- Suède
 - Folksam
 - JAK (Interest - Free Economy)
 - Koopi (Kooperativa Institutet)
- Finlande
 - Ekopankki

2. Rappel de la première mission achevée en janvier 1991 et de l'extension achevée en novembre 1991.

2.1. Intitulé : Instruments financiers spécifiques pour les entreprises de l'Economie Sociale

Le pluriel : indique que l'étude n'a pas porté sur un titre unique destiné à remplacer les autres, ni sur un instrument financier destiné à se substituer aux instruments existants.

2.2. Au cours de cette première étude et de son extension, nous avons abouti à l'élaboration d'un **profil, d'un portrait-robot d'un titre** dont nous résumerons ci-après les principales **caractéristiques**, car elles ont orienté les recommandations présentées dans la deuxième mission.

A noter que les éléments relevés dans la phase d'"extension" n'ont rien apporté sur ce point qui soit de nature à modifier les conclusions et les recommandations générales de l'étude remise en janvier 1991 à la Commission.

Les caractéristiques suivantes ont été retenues:

2.2.1. Marché (marketability): il doit être possible de **revendre** ce(s) titre(s) pour que le souscripteur puisse recouvrer sa trésorerie.

Ce point a été jugé très important aussi bien du côté de l'émetteur que de celui du souscripteur.

- 2.2.2. Universalité (universality): le titre doit pouvoir être accepté par un **public large** et dans l'ensemble des pays de la Communauté.

Point jugé très important pour le souscripteur et pour l'émetteur.

- 2.2.3. Droit de vote (voting right): l'émetteur veut préserver le droit de vote à ses membres coopérateurs actifs (personnes physiques).

Les **souscripteurs** ne sont que **modérément intéressés** au droit de vote et uniquement dans les conditions suivantes:

- a. quand la **situation** de l'entreprise se **dégrade**;
- b. quand le **management** est **divisé**;
- c. quand l'**entreprise** cède une grande partie de ses activités ou de son **capital**.

Un **pacte d'émission**, prévoyant un droit de vote conditionnel, établi en collaboration avec les (ou sur initiative des) intermédiaires financiers, pourrait satisfaire les deux points de vue.

2.2.4. **Plus-value et rendement** (capital gain et yield): l'impossibilité dans la plupart des cas (notamment de coopératives) d'avoir accès aux **réserves indisponibles** réduit les chances de plus-value pour le souscripteur. En plus, une réalisation de plus-values comparables à celles obtenues sur les marchés traditionnels est, de fait, généralement plus rare dans le secteur de l'Economie Sociale. La **rémunération** du souscripteur doit s'exprimer sous forme de **dividende ou d'intérêts** avec ou sans **prime** par rapport aux taux du marché.

A priori on n'a pas identifié de possibilité de **consensus en cette matière** entre souscripteur et émetteur (à négocier au cas par cas).

2.2.5. **Quasi-capital**: besoin ressenti par l'émetteur de pouvoir attirer du (quasi-)capital afin de financer son développement. La question n'a pas été abordée du côté du souscripteur (non pertinente);

Point très important pour l'émetteur pour assurer sa **stabilité financière**.

2.2.6. **Fiscalité**: ce problème n'a pas été abordé d'une façon approfondie; son importance tant pour l'émetteur que pour le souscripteur n'est pas prépondérante pour autant qu'un traitement égal à celui des autres titres sur le marché soit assuré (important au point de vue du souscripteur).

2.2.7. Au porteur ou nominatif: les besoins des émetteurs et des souscripteurs sont totalement opposés.

- Souhait des émetteurs: nominatifs
- Souhait des souscripteurs: au porteur.

La position des émetteurs est basée sur un éventuel octroi de droit de vote (même conditionnel) à des extérieurs anonymes et sur le besoin de lier les souscripteurs d'une façon "personnelle" à l'organisme/entreprise de l'Economie Sociale.

2.2.8. Intermédiaires financiers: leurs interventions sont estimées **primordiales tant pour les émetteurs que pour les souscripteurs:**

- **organisation d'un marché-titres;**
- **assistance technique;**
- **réseau d'agences** (accès aux marchés des souscripteurs potentiels);
- **syndicat d'émission** (garantie de bonne fin du placement);
- **développement de nouveaux produits financiers;**
- ...

En passant en revue des cas concrets, nous avons repéré **quatre types de titres existants** correspondant grosso modo à ces critères, et retenu, en première approche, le **T.S.D.I. en tant que concept de titre** pouvant s'appliquer à l'Economie Sociale.

2.3. Mise en place d'un mecanisme européen de financement

Les travaux menés par les experts démontraient clairement la **nécessité d'améliorer l'accès de plusieurs secteurs de l'Economie Sociale aux marchés financiers (spécifiques - de proximité - général) au niveau européen et, pour ce faire, de mettre sur pied un système qui facilite cet accès, qui s'intègre dans, et complète, les systèmes déjà existants, et qui réponde de façons diverses au problème de financement en quasi-fonds propres.**

Il a été estimé utile **d'organiser** dans une première phase un **mécanisme global articulé sur trois éléments de base:**

1. **un titre (T.S.D.I. ou comparable) à vocation européenne de quasi-fonds propres, modulable en fonction des spécificités des émetteurs et des souhaits des souscripteurs-cibles;**
2. **un Fonds Commun de Placement européen (sous forme de FCPR ou de SICAV, éventuellement à compartiments) visant les marchés européens des investisseurs et remplissant la fonction d'interface entre les marchés financiers traditionnels et les organismes de l'Economie Sociale. Le Fonds serait cogéré par des institutions financières de l'Economie Sociale;**
3. **un mini marché-titres, hors Bourse au départ, au niveau européen, organisé au sein d'une société de gestion du fonds, à développer avec les intermédiaires financiers existants. (Société de gestion éventuellement couplée dès le début à une "clearing house" - arbitrage de liquidités -, une activité de "rating" - évaluation des entreprises financées - un mécanisme de cautionnement, tels que prévus aux phases suivantes).**

Ces trois éléments de base pourraient, dans une **deuxième phase**, être consolidés par des **outils complémentaires** tels que:

- mécanisme de cautionnement
- Fonds de liquidité
- Fonds de "capital d'amorçage" PME (seed capital)
- société(s) holding complétant les interventions du FCPR et/ou se finançant auprès de lui.

Ces outils devraient pouvoir s'appuyer sur des structures existantes et notamment des institutions financières du secteur, dans différents pays, qui permettraient leur **activation** et leur **animation** en fonction de leurs savoir-faire respectifs.

A titre de support, les outils précités et les structures existantes de l'Economie Sociale devraient pouvoir faire appel dans une "troisième phase" à des services tels que:

- clearing house
- rating
- recherche/développement et information/promotion

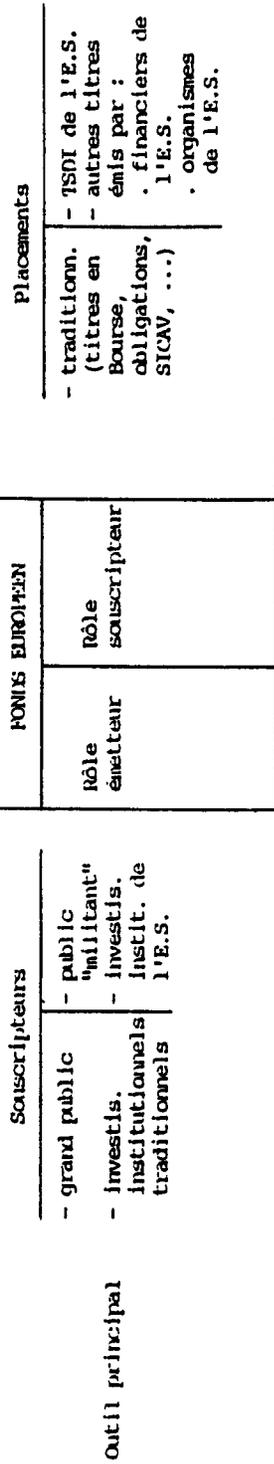
Les huit instruments présentés dans le mécanisme européen ont été décrits dans le rapport SOFICATRA de janvier 1991 (p.49-53).

Le Fonds Européen, le Fonds de liquidité et un organisme de rating ont été indiqués en tant que principaux instruments à développer dans le cadre du mécanisme proposé.

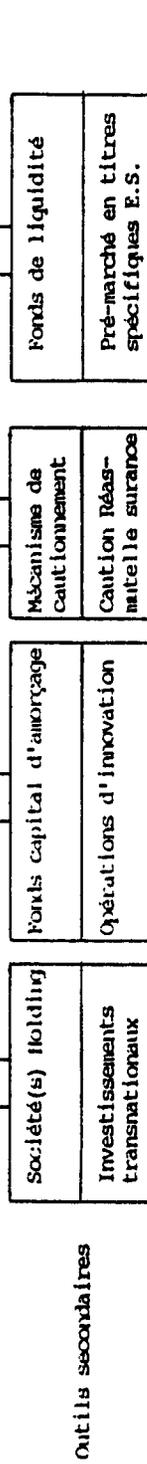
Nous reproduisons ci-après le schéma du mécanisme qui a servi de base aux discussions avec les experts consultés lors de la deuxième mission (en ce compris lors de la phase d'"extension").

MECANISME EUROPEEN DE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE SOCIALE

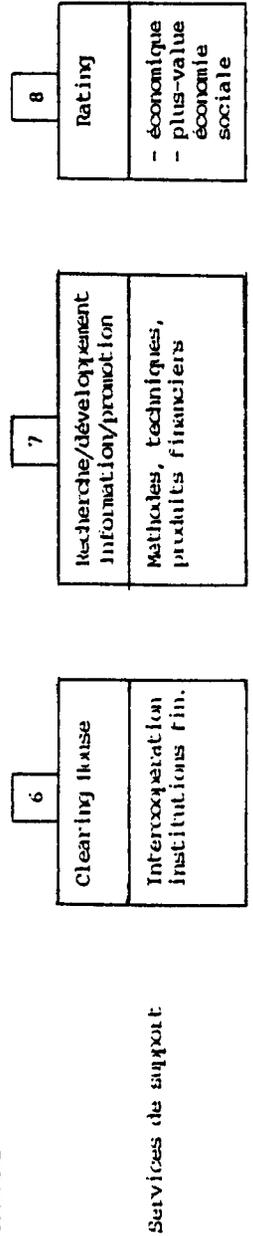
ETAPPE 1



ETAPPE 2



ETAPPE 3



3. Synthèse et conclusions de la deuxième partie de la mission

3.1. Remarques générales

Cette phase de la mission a porté sur:

- a. la faisabilité de la mise en place d'un Fonds Commun de Placement européen et de son rôle dans le cadre d'un mécanisme européen de financement des entreprises du secteur coopératif, mutualiste et associatif;
- b. l'analyse des conditions pour la mise en place au niveau européen d'un marché de titres à caractère de quasi-fonds propres.

Nous avons raisonné au départ, comme prévu dans le contrat, dans le cadre de la création d'un Fonds Commun de Placement unique. Il est vite apparu qu'il fallait en concevoir au moins deux en fonction des types de souscripteurs potentiels. Il faut souligner d'emblée que l'hypothèse d'envisager des Fonds sectoriels ou par famille est tout à fait admissible. Le secteur de l'Economie Sociale est en effet très hétérogène. Cela ne changerait rien aux conclusions techniques tirées outil par outil. C'est pourquoi nous avons insisté sur la possibilité - ou la nécessité - de créer des Fonds à compartiments sectoriels ou régionaux.

Pour rappel, l'interface de Fonds Communs de Placement a été imaginée parce que le grand public n'est pas acquis au concept de l'Economie Sociale et que dès lors il était nécessaire de trouver un outil qui marginalise le risque pris par les investisseurs qui pourraient s'y intéresser. Par ailleurs ces Fonds et les mécanismes imaginés sont apparus comme nécessaires pour assurer la liquidité des titres spécifiques à l'Economie Sociale.

Celle-ci n'est en effet pas spontanée sauf peut-être pour les grandes entreprises, notamment les grandes coopératives de crédit (comme le Crédit Agricole) qui n'ont pas de problème d'accès au marché des capitaux.

Il va de soi que les entreprises de l'Economie Sociale ne seront pas toutes intéressées par l'ensemble des aspects techniques de notre travail: certaines le seront par certains points (les entreprises industrielles comme émetteur p.ex.) d'autres par d'autres points (les banques coopératives comme gestionnaire, etc.).

En outre, ce rapport n'est en aucun cas une étude "marketing" applicable "ne varietur" à chaque acteur ou à chaque secteur de l'Economie Sociale.

Il est vraisemblable que ce seront les entreprises industrielles (spécialement les PME), les petites banques, ou les associations notamment, qui seront en premier lieu intéressées comme utilisateurs du système, et les investisseurs institutionnels comme éventuels partenaires financiers. Cela correspond d'ailleurs assez bien avec les zones d'intérêt de la D.G. XXIII.

L'étude s'inscrit dans le souci de base (Conférence de Rome de 1991 et étude de janvier 1991) de fluidifier l'intercoopération européenne et donc de financer des opérations à caractère européen et non pas dans celui de se substituer aux systèmes qui existent déjà. Le mécanisme imaginé n'a pas pour but de concurrencer les institutions financières de crédit spécialisées dans le financement des investissements courants ou des besoins de fonds de roulement, mais de tenter d'apporter une réponse au problème du capital ou quasi-capital à risque.

Nous insistons sur le fait que chaque instrument a été étudié de façon autonome et qu'ensuite nous avons examiné les interrelations possibles à organiser entre eux. Ils pourraient donc fonctionner chacun indépendamment de l'existence des autres, pour autant qu'ils respectent les impératifs du marché.

D'éventuelles aides de la CE seraient donc imaginables à différents niveaux ou sur différents plans : patronage des Fonds, co-financement de l'un ou l'autre instrument, couverture de frais de fonctionnement, p. ex. de service de liquidité, garantie ...

En matière de valeur mobilière, notre étude s'est axée sur la recherche d'un titre subordonné en quasi-capital sans droit de vote, qui ne se substitue pas aux titres existants, mais auquel chacun peut recourir pour des opérations, idéalement, de nature européenne.

Cette valeur mobilière participative à vocation européenne serait donc optionnelle et complémentaire, et serait gérée dans le mécanisme comme d'autres titres déjà existants.

Nous insistons sur le fait que cette valeur devrait tenir compte des contraintes des différents marchés, et non être mise au point "en chambre". A cet égard, il n'est pas évident que toutes les évolutions légales en la matière soient initiées par leurs promoteurs avec le souci du marché. Le point de vue de l'émetteur est parfois trop prépondérant.

C'est un domaine où il faut se montrer très pragmatique : les caractéristiques techniques précises de cette valeur devraient être définies - à partir des quelques principes que nous avons retenus - par confrontation entre les Fonds, et leurs souscripteurs, et les émetteurs; en outre, ces caractéristiques devraient évoluer avec le marché qui fait preuve en la matière d'un potentiel créatif impressionnant.

A noter que nos réflexions relatives à la valeur mobilière "européenne" comprennent des éléments qui, eux, pourraient intéresser l'ensemble des acteurs de l'Economie Sociale, de même, peut-être, que le chapitre consacré à l'organisation de la liquidité de titres non cotés.

Cette dernière remarque ne vaut que pour ceux qui veulent conserver leurs statut actuel puisque nos études successives avaient pour objet de tenter d'imaginer un ou des titres qui ne dénaturent pas l'émetteur.

Nous rappelons enfin que, tant dans cette mission-ci que dans la première (janvier 1991), nous avons travaillé sur base de techniques ou de mécanismes existants dont nous nous sommes inspirés pour tracer les pistes reprises dans ce rapport.

L'examen des cas, des systèmes ou montages existants ont permis d'aboutir à un schéma théorique minimum de juxtaposition et de corrélations à organiser entre différents instruments financiers.

3.2 Eléments de base d'un mécanisme de financement des entreprises de l'Economie Sociale

En conclusion de nos différentes analyses, il nous est apparu nécessaire de mettre sur pied prioritairement:

- un Fonds de type SICAV, appelé Fonds A, ouvert au grand public;
- un Fonds commun de placement à risque, appelé Fonds B, destiné à des souscripteurs de type institutionnel;
- la société de management qui accompagne généralement ces types de Fonds;

- une société holding à vocation européenne (société d'investissement);
- un Service de "liquidité - intermédiation", dont la mission serait d'assurer la liquidité des titres non cotés détenus par les "Fonds" à risque mentionnés ci-dessus (ainsi que par d'autres intermédiaires financiers de l'Economie Sociale); cet outil constituerait une réelle innovation en la matière.
- Pour des raisons pratiques, il pourrait être utile de recourir, pour les investissements des Fonds, outre à des titres existants, à une **valeur mobilière européenne de quasi-fonds propres adaptée** aux entreprises du secteur de l'Economie coopérative, mutualiste et associative.

L'objectif de l'étude étant d'identifier des instruments susceptibles d'être créés dans un avenir relativement proche, nous avons été amenés à sélectionner ceux qui paraissaient les plus immédiatement faisables, fût-ce à des niveaux relativement discrets au départ. C'est la raison pour laquelle nous n'avons pas retenu comme prioritaire la constitution d'une société de "rating" (notation) car il est très vite apparu qu'une telle opération demande un temps extrêmement long et entraîne des coûts très élevés.

Il reste acquis néanmoins que la constitution d'un tel service de "rating" est souhaitable à terme afin de pouvoir fournir à tous les investisseurs extérieurs une information parfaitement transparente sur la qualité des investissements qu'ils réaliseraient en titres non cotés.

Le montant définitif des capitaux qui seraient concernés par ce mécanisme a été impossible à quantifier de manière précise, dans la mesure où il ressort clairement de toute l'étude qu'en matière de Fonds commun de placement à risque et de valeurs mobilières, le marché est extrêmement vaste, mais également sophistiqué et complexe. Les montants repris dans le scénario final reposent sur une estimation approximative des besoins globaux des coopératives agricoles et industrielles. Ils sont relativement modestes, à l'échelle européenne et ne permettraient que quelques interventions des Fonds si les grandes entreprises souhaitent se financer par leur biais.

Cet élément plaide en faveur d'une "opération-pilote" préliminaire qui regrouperait les différents partenaires intéressés au développement du système.

3.3. Fonds A

Le premier, appelé **Fonds A**, de type SICAV, devrait collecter essentiellement l'épargne du grand public et présenter pour le détenteur de parts un taux de return proche de celui du marché. Son portefeuille comprendrait **10% de valeurs non cotées**, essentiellement constituées de titres de grandes entreprises ou de sociétés financières du secteur de l'Economie Sociale.

Les 90 autres pour cent seraient placés en **titres cotés**, actions ou obligations d'entreprises et d'institutions dont le profil, après "screening", se révélerait suffisamment "social", même s'il ne s'agit pas d'entreprises relevant du secteur habituel et traditionnel de l'Economie Sociale. Cela permettrait quand même de réaliser un leverage intéressant sur le marché au profit des entreprises spécifiques de l'Economie Sociale, qui seraient donc financées, dans ce contexte, à concurrence de 10% du total des moyens levés par le Fonds. Les critères de sélection seraient, à titre d'exemples non exhaustifs, la politique sociale, la politique des salaires, le taux d'absentéisme, la croissance de l'emploi, la participation du personnel au capital, la lutte contre la pollution industrielle, etc.

Le Fonds A interviendrait, dans les limites légales permises, en actions ou obligations, au sein d'une Holding dont question ci-après. Cette dernière serait le relais des interventions vers les petites et moyennes entreprises de l'Economie Sociale.

La libre commercialisation de ce Fonds en Europe requerrait la mobilisation d'un réseau bancaire professionnel et bien introduit au niveau des différents marchés financiers de la Communauté Européenne.

3.4. Fonds B

Le Fonds B devrait être du type Fonds commun de placement à risque et investirait 50% de ses moyens financiers dans des **titres cotés**, actions ou obligations à moyen terme, pour assurer à la fois une liquidité et un rendement minima.

Les cinquante autres pour cent seraient investis en titres non cotés d'entreprises du secteur de l'Economie Coopérative, Mutualiste et Associative.

Ses parts sociales seraient souscrites plus spécialement par des acteurs de ce secteur (les Institutionnels, les fonds de pension, les compagnies d'assurances, les mutuelles, ...) qui disposent de réserves ou de trésorerie excédentaire permanente leur permettant d'envisager des placements à moyen terme (de l'ordre de 5 ans). Ce Fonds serait moins liquide que le premier, mais à plus long terme, ce qui permettrait de gérer la liquidité du portefeuille d'une manière plus méthodique.

Son portefeuille de titres non cotés serait constitué pour partie par une prise de participation dans - ou par la souscription à des obligations émises par - la société holding, et pour le solde, par des valeurs mobilières émises par des moyennes et grosses entreprises du secteur.

Ce Fonds B serait plus difficile à promouvoir dans l'ensemble des Etats Membres car il devrait obtenir une autorisation spéciale dans chaque pays.

La liquidité du Fonds B pourrait être également assurée par la cotation sur le marché boursier.

*** Fonds à compartiments**

Afin de respecter le caractère local ou régional de beaucoup d'initiatives de l'Economie coopérative, mutualiste ou associative, les Fonds A et B pourraient comprendre différents compartiments à caractère régional ou sectoriel.

Cette politique permettrait en outre de tenter d'associer les entreprises locales à des projets de développement de leur région, en les regroupant en réseaux de souscripteurs potentiels aux Fonds, ou encore de garants de la liquidité des Fonds A et B par le biais du rachat de valeurs mobilières, qui auraient été souscrites dans des entreprises de leur région par ces Fonds. Cette "couverture" serait organisée au niveau du Service de "liquidité - intermédiation" dont question ci-après.

3.5. Holding

La société Holding européenne devrait être constituée par les sociétés de "venture-capital" du secteur, ainsi que par les institutionnels - voire les entreprises - qui le souhaiteraient. Une partie des moyens de la Holding pourraient provenir d'obligations ou d'actions (ou d'une valeur mobilière de quasi-capital) souscrites par les Fonds A et B à des conditions de rendement comportant un différentiel positif par rapport au marché, qui pourrait être répercuté au bénéfice des PME. (Le cas échéant, la même démarche pourrait être suivie vis-à-vis des sociétés de capital à risque nationales).

3.6. Liquidité - Intermédiation

La pierre angulaire de ce mécanisme global serait en fait le "Service d'intermédiation" ou de "liquidité" destiné à assurer "in fine" la liquidité des valeurs non cotées détenues par les deux Fonds. Ce service "gèrerait", en fait, le marché des titres non cotés.

Ce "Service" pourrait être organisé au sein d'une ou de plusieurs institutions financières ou, au contraire, constitué en entité autonome dès que l'on connaîtrait avec suffisamment de précision ses coûts de fonctionnement et ses ressources possibles. Sa mission consisterait à assurer la **liquidité de la partie non cotée des portefeuilles des Fonds** par le rachat - entre autres par la technique de "vente à réméré" - que ce soit directement ou en les offrant à des tiers, ou par la "mise en pension" de titres non cotés en tenant compte, bien entendu, des différentes législations en matière de Bourse si elles devaient s'appliquer à l'une ou l'autre des opérations visées.

Il disposerait d'une trésorerie propre et/ou d'ouvertures de lignes de crédit auprès d'acteurs financiers du secteur de l'Economie Sociale. Il pourrait par ailleurs s'appuyer éventuellement sur des réseaux constitués dans le cadre de compartiments régionaux des Fonds A et B par des entreprises de l'Economie Sociale disposant de liquidités (voir commentaires ci-dessus).

Il pourrait travailler comme un "Remarketing Underwriter" (banque d'affaires) qui organise le marché de "Variable Rate Notes", émis par une société et assure, en coopération avec celle-ci la liquidité de ces titres.

Enfin, le cas échéant, il pourrait négocier avec la Holding la reprise de certains titres qu'il aurait acquis, lors d'une vente à réméré par exemple, de façon à se refinancer.

C'est manifestement à ce niveau que résiderait l'innovation la plus originale, mais aussi la plus délicate à concrétiser, du mécanisme qui devrait être mis sur pied.

3.7. Valeur mobilière à vocation européenne

En matière de valeurs mobilières, les conclusions qui ont été tirées lors de la première étude restent pertinentes et sont même renforcées dans la mesure où elles concluaient déjà que l'existence d'une valeur mobilière à vocation européenne de fonds propres ou quasi-fonds propres pouvait être utile, mais qu'il fallait par ailleurs conserver un maximum de souplesse quant à sa définition précise, ne fût-ce que pour respecter les cadres légaux existants qui fixeraient, par exemple, les conditions dans lesquelles elle pourrait être assimilée à des fonds propres (important pour les banques dans le calcul de leur ratio Cooke qui impose 8% minimum de fonds propres sur les risques pondérés de crédit).

Elle devrait être évolutive, donc non figée dans un cadre technique et immuable, dans la mesure où il faut impérativement suivre les évolutions du marché, c'est-à-dire des demandes des souscripteurs sur les plans de la liquidité, de la sécurité et du rendement.

Pour des raisons d'ordre pratique, il serait sans doute souhaitable que le Fonds puisse continuer à souscrire à d'autres types de valeurs mobilières déjà existantes ou à créer (afin de multiplier les alternatives de vente et diversifier les risques pour équilibrer le portefeuille), ou à acheter des titres émis et déjà souscrits, pour autoriser, au niveau du Service de "Liquidité - Intermédiation", également une plus grande souplesse de gestion des opérations.

Cela laisserait enfin, aux entreprises émettrices, le **choix** d'y recourir ou non, ce qui s'inscrit dans le droit fil des conclusions du Congrès de Rome.

Il nous est également apparu qu'au départ au moins, une valeur mobilière européenne constituerait un produit financier d'entreprises et non un produit "grand public", afin de le roder d'abord au sein d'un univers de professionnels.

3.8. Points-clefs

S'il fallait tenter de caractériser les conclusions de l'étude en quelques mots, nous utiliserions les termes: clarté, flexibilité, marketing, management, liquidité, coopération.

Le marché demande la **clarté**: à titre d'exemple, le profil et les objectifs d'investissement des Fonds doivent être identifiés, lisibles; les perspectives de rémunération doivent être connues et bien expliquées; la mission de la Holding doit être distincte; le rôle du "Service de liquidité" doit lui-même être bien défini; les engagements de chaque partenaire et leur rôle dans le système doivent être bien cernés.

Le marché de l'épargne est un marché extrêmement **flexible** et évolutif. Les modes y sont monnaie courante, les épargnants relativement fidélisés à leur intermédiaire financier, même si certains sont à l'affût de la moindre opportunité, et les intermédiaires financiers très compétitifs et agressifs dans le but de drainer l'épargne du public ou des investisseurs institutionnels. En outre, telle famille préférera organiser le réseau de distribution et de liquidité de ses propres Fonds, tel groupe choisira un Fonds A ou B à thème. Il sera impératif de se montrer flexible dans les montages, quels qu'ils soient, puis de le rester.

Dans un tel marché, le **marketing** devient une fonction fondamentale, que ce soit en termes de prévision d'évolution de la demande ou en termes de communication. Il est extrêmement important de connaître la **segmentation du marché** de l'épargne et d'y repérer les "niches" constituées par des groupes d'épargnants sensibles aux types de placements que les Fonds A et B représenteraient.

Le rôle du **management** de l'ensemble de ce mécanisme serait donc essentiel. S'il s'avère utile de mener une opération-pilote, il serait sans doute opportun que ce soit un "noyau dur" de partenaires qui constituent les Fonds A et B, leur société de management et la Holding, organisent et/ou gèrent le Service de "liquidité - intermédiation".

Il serait surtout indispensable, enfin, qu'une **coopération réelle** s'installe entre les différents acteurs de l'Economie Sociale, en fonction de leurs différents métiers. Elle pourrait se traduire de différentes manières :

- les sociétés d'investissement de type holding pourraient par exemple être les actionnaires fondateurs à la fois des deux Fonds, de la société de management, du Service de "liquidité et d'intermédiation" - si nécessaire - et de la holding européenne;
- les investisseurs institutionnels pourraient souscrire aux Fonds A et B, et aider à les lancer par des prises fermes;
- les institutions financières pourraient contribuer à organiser le Service de "liquidité et d'intermédiation" ainsi que commercialiser des parts sociales des Fonds A et B dans le public; elles pourraient, tout comme les sociétés d'investissement, aider à repérer et à sélectionner les projets viables à financer, ou à développer les coopérations transnationales;
- Cette coopération devrait se concrétiser dès le départ par une mise en commun des expériences et des ressources humaines nécessaires à faire démarrer spécialement l'activité de "liquidité -intermédiation" sans charger le mécanisme de coûts fixes insupportables.

J. P. FELDBUSCH
Directeur de l'Etude

4. DETAILS DE LA MISSION

4.1. Analyse de systèmes de financement existants (proches ou non du secteur de l'Economie Sociale)

Nous avons conclu dans le cadre de la première étude à la nécessité de mettre sur pied un mécanisme de financement comprenant 7 à 8 instruments différents.

Nous sommes partis de ce constat et avons tenté de repérer des instruments existants correspondant grosso modo à ceux dont nous recommandions la création en nous concentrant spécialement sur les Fonds Communs de Placement à risque (assimilables ou non au secteur de l'Economie Sociale et à "thème" quant à leur politique d'investissement), sur leur management, sur le marché et la liquidité et, enfin, sur les titres, puisque c'était là l'objet des points b. et c. de la mission.

Suite aux contacts pris dans le cadre de l'étude, nous avons analysé des cas concrets qui ont fourni les informations ci-après (des compte-rendus détaillés se trouvent en annexe 6.1. au rapport) :

4.1.1. La SIDI

La SIDI est la "Société d'Investissement et de Développement Internationale" (localisée à Paris) au capital de 4 millions d'Ecus.

A son origine se trouve le Fonds Commun de Placement **Faim et Développement** (fondé par le Comité Catholique contre la faim et pour le développement, ainsi que par des banques et institutions financières françaises, des associations et des actionnaires privés), géré par la Banque Française du Crédit Coopératif. Il a été créé en 1983 et le total de l'actif atteignait fin 1991 un montant de l'ordre de **40 millions d'Ecus**.

Ce FCP place ses fonds dans des valeurs cotées offrant un haut niveau de sécurité (essentiellement des fonds d'Etat).

Il en retire une rentabilité de l'ordre de 8,5% par an.

Les **3,5 millions** d'Ecus ainsi obtenus sont redistribués comme suit :

- * **l'inflation** (soit 3,5% en 1991) qui correspond à **1,5 million d'Ecus est capitalisé**: le principe est que le placement du souscripteur du fonds conserve son pouvoir d'achat,
- * **les frais de fonctionnement** (notamment les frais de gestion du fonds par le **Crédit Coopératif** qui perçoit des frais de gestion de **2,75%** sur le montant des actifs) représentent **0,4 millions d'Ecus**,
- * **le surplus**, soit **1,6 million d'Ecus** est distribué à des associations et organismes aidant les pays en voie de développement à progresser et à lutter ainsi contre la faim. C'est via le canal d'un FEI (Fonds d'Epargne Investissement) que transite l'argent que reçoit la SIDI.

La SIDI exerce trois activités principales :

- * Elle **prend des participations** toujours minoritaires - dans des sociétés d'investissement locales (dans les pays en voie de développement) ou, parfois, directement dans les entreprises.

- * Elle fournit l'**assistance technique** à ces sociétés d'investissement.
- * Elle assure la circulation d'**informations** entre ces différentes entités.

Il convient de remarquer que si les montants investis sont de faible ampleur (4 millions d'Ecus à fin 91), c'est surtout l'**effet d'entraînement** qui est recherché, que l'on espère être à l'origine d'un levier important auprès de sociétés de financement locales. De plus, les projets financés sont souvent de faible ampleur et peu capitalistiques (majorité des dossiers entre 10 et 20 mille Ecus).

C'est surtout le mécanisme qu'il est intéressant de retenir puisque l'on retrouve dans le cas de la SIDI cinq instruments qui étaient mentionnés dans notre première étude, à savoir :

- Le Fonds Commun de Placement (Instrument 1),
- la Holding (l'instrument 2),
- le fonds de Seed Capital (l'instrument 3),
- le mécanisme de garantie via RAFAD (Fondation Recherches et Applications pour un Financement Alternatif du Développement) qui est localisée à Genève (l'instrument 4),
et
- la fonction de R & D, de promotion et d'information (instrument 7).

Conclusion

Ce type d'articulation est donc faisable.

4.1.2. Eurco Solidarité - HYMNOS

Le Crédit Lyonnais a décidé de répondre spécifiquement aux besoins du monde des Eglises et a donc créé un service "Affaires culturelles".

Un produit, de type SICAV, est distribué à l'échelon européen depuis fin février 1992 sous le nom EURCO SOLIDARITE :

- * Eurco pour indiquer qu'il s'adresse aux pays d'Europe Centrale et Orientale;
- * Solidarité pour indiquer le partage des revenus qui se réalisera, moitié - moitié, entre l'investisseur et la SIDI aux fins d'investir dans ces pays.

Le Crédit Lyonnais a mis au point le produit EURCO SOLIDARITE, parce qu'il pense qu'aujourd'hui il est de plus en plus difficile de tendre la main (quête). Il semble plus simple et plus efficace de proposer de partager le "capital de vie" plutôt que de demander de mettre directement la main à la poche.

Le partage fifty fifty des produits leur semble être un meilleur concept, que celui du maintien du pouvoir d'achat (plus difficile à expliquer et à appliquer).

EURCO Solidarité sera lancé par quatre réseaux bancaires pour un montant initial de prise ferme de 18 millions d'Ecus répartis comme suit :

- * le Crédit Lyonnais pour 10 millions d'Ecus,
- * la Caisse des Dépôts pour 5 millions d'Ecus,
- * le Crédit Coopératif pour 2 millions d'Ecus,
- * la BIMP (Banque Industrielle Morin Pons) pour 1 million d'Ecus.

L'objectif est d'atteindre rapidement (avant fin 1993) un montant significatif de l'ordre de 100 millions d'Ecus, laissant à la SIDI une redevance annuelle de 5 millions d'Ecus (la moitié des 10% de return).

Concernant la commission de gestion, le Crédit Lyonnais a décidé de jouer le jeu totalement et ne demandera que 1% de commission de gestion augmenté de 1,3% de commission de placement initial. De plus, au delà de 50 millions d'Ecus, le taux de commission de gestion descendra à 0,5% pour les montants supplémentaires gérés.

Le Crédit Lyonnais a déjà une expérience de gestion d'un "Fonds de Placement Ethique" car il a lancé en 1988 le Fonds Commun HYMNOS. Il s'agit d'un Fonds avec screening éthique qui ne suppose pas de partage de rentabilité. Ce Fonds a atteint à ce jour 10 millions d'Ecus bien que sa promotion ait été fortement limitée.

Le public visé par EURCO Solidarité est avant tout les institutionnels et les grandes entreprises dont les dirigeants partagent les concepts qui sont propres au Fonds, et ensuite les particuliers qui accepteront de placer une partie de leur patrimoine avec un rendement moindre.

Ce qui semble intéressant de souligner dans l'expérience du Crédit Lyonnais, c'est :

- * la volonté de commercialisation, via une banque traditionnelle et au niveau international, d'un **produit financier éthique**, donc atypique par rapport aux FCP classiques;
- * le développement à grande échelle et notamment auprès d'institutionnels d'un produit avec une part de donation importante (moitié-moitié).

Conclusion :

Le cas montre qu'un FCPR à thème, présentant le cas échéant un rendement plus faible qu'un Fonds classique est envisageable. Le tout est de toucher une "niche" du marché sensible à ce type de placement.

4.1.3. A.B.F. (Het Andere Beleggingsfonds) (L'autre Fonds Commun de Placement)

A.B.F. a été constitué aux Pays-Bas en mai 1991 par les organisations suivantes: EDCS (Société de Développement Oecuménique), les églises, Memomunt, Fondation Stimulans et la Triodosbank.

Ce fonds est un exemple de la nouvelle génération de Fonds éthiques. Pour constituer leur portefeuille, ces fonds pratiquent un "screening positif et négatif". Les critères utilisés dans ce cas-ci sont :

- (négatifs) - énergie nucléaire
- production et commercialisation d'armes
- tests sur des animaux

- (positifs) - critères sociaux
- * internes : l'emploi des femmes, la structure salariale, les conditions de travail, la formation, l'emploi et le degré de participation des travailleurs dans le processus de décision et dans la gestion de l'entreprise.
- * externes : la politique de la société vis-à-vis de son environnement, des pays du tiers monde et des pays au régime répressif.

- **critères écologiques**

spécifiques pondérés par secteur industriel

Le volume d'A.B.F. au 31.1.1992 atteignait 14 millions d'Ecus, l'objectif étant de 23 millions d'Ecus à la fin 1993.

A.B.F. est coté à la bourse d'Amsterdam, ce qui la rend accessible à tout investisseur et assure la liquidité. La distribution et la proportion du fonds sont assurées par les organisations et sociétés financières impliquées.

Le rendement actuel de la part A.B.F. est de 11 %, l'objectif étant de 10%.

Les frais de constitution, de distribution et de gestion sont de l'ordre de:

- 88.000 Ecu de frais de constitution
- 1,2% de frais de commercialisation
- 0,5% par an de frais de recherche sur base des critères éthiques
- 0,5% d'autres frais pour un volume de 22 millions d'Ecus
- frais de gestion pour un volume de 22 millions d'Ecus :
 - 70% en obligations, coût: 0,25 %
 - 30% en actions, coût: 0,60 %

La gestion d'A.B.F. est effectuée par un Directeur Général (Chris WISMAN) responsable de la politique d'investissement respectant des critères éthiques, et par un Directeur des placements (gestionnaire du fonds; la société Lombard Odier Kempen) responsable des placements (achats/ventes).

Conclusions

1. La pré-étude et le lancement d'A.B.F. ont pris deux ans et demi. La collaboration entre les promoteurs, très différents de nature a posé des problèmes (les syndicats par exemple n'ont finalement pas voulu participer).
2. L'objectif en matière de volume n'a pas (encore) été atteint. On peut se demander si la commercialisation du Fonds correspond aux exigences du marché. (voir la "mévente" de la SICAV Nord-Sud Développement, première SICAV de "destination" en France; réf. Investissements éthiques, Fondation de France Août 1990) (voir annexe 6.7.A.1).
3. Cinquante pour cent des entreprises cotées en bourse d'Amsterdam ont accepté de répondre d'une façon régulière au questionnaire de screening, ce qui peut être considéré comme étant un succès dans la première phase de l'existence du Fonds.

Par contre le mécanisme d'application des critères éthiques n'existe actuellement qu'au point de vue expérimental. La faisabilité de ce mécanisme devrait se manifester dans les prochaines années. L'influence de ce screening sur le rendement et la performance du fonds ne pourra être mesurée qu'après au moins cinq ans de fonctionnement peut néanmoins constater qu'il existe un public pour ce type de Fonds à thème pour des montants qui ne sont pas négligeables (pour un Fonds socialement et "politiquement" marqué).

4.1.4. Merlin Jupiter Ecology Fund

Jupiter Tarbutt Merlin Ltd. est une **société de gestion** de portefeuilles privés, de sociétés d'investissement, de Fonds de pension et de Fonds Communs de Placement. Le total des capitaux gérés excède 600 millions d'Ecus. Jupiter Tarbutt Merlin Ltd. fait partie du Jupiter Tyndell Group PLC, qui gère des actifs et des dépôts bancaires de l'ordre de 1,9 milliards d'Ecus.

Le Fonds MERLIN JUPITER ECOLOGY FUND, lancé par Jupiter Tarburr Merlin, place uniquement en **valeurs** qui ont subi un **screening éthique**, surtout sur le **marché boursier anglais**, parfois, mais marginalement, sur les marchés de New York, de Tokyo et dans des valeurs de sociétés européennes. Ses critères de screening sont négatifs (rejet de certaines entreprises dans les domaines suivants: armement, énergie nucléaire, production de tabac et autres) et positifs ("socially responsible"; attentifs aux aspects écologiques de la production).

Actuellement les fonds levés sont de **7 millions d'Ecus**. Le fonds est commercialisé essentiellement au travers d'intermédiaires financiers situés en Angleterre.

La rentabilité du Fonds est celle du marché, et même légèrement supérieure ces dernières années.

Les souscripteurs sont des individus qui placent un minimum de 800 Ecus. Il y a une prime de 5% à payer à l'entrée.

Cet "authorized unit trust" est exempt de taxes sur les "capital gains", et sur toutes les transactions à l'intérieur du Fonds.

Le Fonds n'investit actuellement **pas directement dans des valeurs non cotées**. Légalement, il dispose de la possibilité de le faire pour une petite partie de ses actifs. Les deux éléments qui freinent l'utilisation de cette possibilité sont, d'une part, le **manque de liquidité** de ces titres non cotés, d'autre part, la **difficulté de valorisation** de ces titres, et partant, de la valeur de la part du Fonds lui-même.

Conclusion :

Identiques à celles relatives aux Fonds précédents. A noter qu'il s'agit d'un troisième Etat Membre où on retrouve ce type de Fonds à thème. Le marché paraît donc "entrouvert".

4.1.5. Hoche Participation

Le Fonds Commun de Placement à Risque "Hoche Participation" a été créé au début des années 90.

L'IDES en est le gérant, Ofivalmo le dépositaire.

Son actif net est de 4 millions d'Ecus au 31 décembre 91.

Ses actifs sont constitués pour 40% au minimum de titres de sociétés qui ne sont cotées ni sur les premiers, ni sur les seconds marchés boursiers.

Les souscriptions à son capital, de 200.000 Ecus au minimum, ont jusqu'à présent été le fait de trois mutuelles françaises.

Il convient de souligner que les organismes à but non lucratif sont exonérés de toute taxation sur les revenus.

Le droit d'entrée est de 1 %, le droit de sortie (ou de revente via le gérant) est également d'1 %.

La gestion administrative et financière est rémunérée par une commission semestrielle de 0,5%.

Notons également l'existence de deux projets:

- SCOOPINVEST, société d'investissement (projet de la Confédération des SCOP's et de SOCODEN FEC.) destinée à prendre des participations dans les PME de l'Economie Sociale les plus performantes à partir des moyens financiers disponibles dans les SCOP françaises, moyens dont la gestion serait centralisée (forme de solidarité qui constitue une idée à creuser pour assurer la "liquidité" de valeurs mobilières européennes) (voir à ce sujet l'annexe 6.4.)
- COFIDES, projet d'Ofivalmo, visant à gérer professionnellement les placements ainsi que les émissions des grandes entreprises françaises de l'Economie Sociale (forme d'organisation des marchés).

Par rapport aux préoccupations de notre étude, il convient de souligner les éléments suivants:

- * Lors de la constitution d'Hoche Participation, l'IDES aurait souhaité apporter des titres participatifs qu'elle détenait. En fait, cela ne s'est pas réalisé dans la mesure où la valorisation de ces titres a fait apparaître une **décote** notamment due au **caractère perpétuel des titres participatifs**;
- * Le projet Scoopinvest s'adresse essentiellement aux PME, le projet Cofides s'intéresse aux grandes entreprises de l'Economie Sociale.

Conclusion :

On retrouve donc bien les deux catégories d'entreprises et les différences de besoins de financement que nous avons déjà mises en évidence dans les études précédentes.

Le projet Scoopinvest contient, même implicitement et informellement, la notion de rating des PME que nous avons évoquée antérieurement. Cet élément est repris plus loin dans nos recommandations (constitution d'une holding).

Techniquement parlant, un FCPR est tout à fait faisable. Le problème principal réside au plan de la liquidité de son portefeuille, notamment s'il est constitué de titres non cotés perpétuels (problème de valorisation).

4.1.6. UNICO - CERA

4.1.6.1. UNICO Financial Services S.A. (Luxembourg) a été constitué en 1987 par les banques coopératives suivantes:

- Raiffeisen Zentralbank Österreich AG, Autriche
- Cera c.v., Belgique
- Okobank Osuuspankkien Keskuspankki Oy, Finlande
- Caisse Nationale de Crédit Agricole, France
- DG Bank Deutsche Genossenschaftsbank, Allemagne
- Rabobank Nederland, Pays-Bas

L'objet social de UNICO est d'offrir, à ses actionnaires et à des tiers, de l'aide à l'établissement de Fonds Communs de Placement et des services administratifs afférents à la gestion journalière de tels fonds.

UNICO administre des Fonds représentant **3,3 milliards d'Ecus**.

UNICO n'offre pas les services de banque de dépôt ni d'autres services typiquement bancaires. Par contre, elle se charge de tous les contacts avec l'Institut Monétaire Luxembourgeois (IML).

UNICO est équipé en informatique pour faire toute opération de **transfert de certificats d'actions**.

Elle s'occupe également du **marketing** de produits du groupe UNICO et de **produits de tiers**.

Conclusion :

De nos entretiens se dégagent les **éléments clefs** suivants :

- **La gestion administrative ainsi que la constitution de Fonds communs de placement est couramment effectuée par des sociétés spécialisées** indépendantes ou faisant partie d'un groupe financier.
- **Le volume minimum** pour que les frais administratifs et de gestion ne pèsent pas trop sur la rentabilité d'un Fonds est de l'ordre de **12 millions d'Ecus**.
- Il est possible de constituer un **Fonds Européen à compartiments**, géré par différents managers, et à des taux de return différents.
- **La commercialisation à travers l'Europe est possible** mais son succès dépendra de la motivation du réseau de vente. Le fait par exemple qu'une banque telle que le Crédit Agricole aurait décidé de distribuer un Fonds ne signifie pas que les Caisses Régionales, très indépendantes, le prendraient dans leur gamme de produits.

4.1.6.2. **CERA (Belgique)**

CERA est la **banque coopérative agricole belge**. Elle a un réseau très dense d'agences bancaires par lequel elle commercialise également **11 Fonds Communs de Placement** plus 2 Fonds du groupe Unifonds.

Un fonds en obligations, lancé par la CERA en 1988, a très rapidement atteint un volume de **240 millions d'Ecus** sur le marché belge.

La **gestion** de ces fonds est faite par un département spécialisé de la banque. Pour les fonds internationaux, la CERA fait appel à UNICO.

Les commissions de gestion ainsi que les courtages d'achat/ vente représentent pour la banque des revenus non négligeables. C'est la raison pour laquelle la plupart des banques ne confient qu'exceptionnellement la gestion de Fonds à des tiers.

La **commercialisation** des FCP se fait par le réseau d'agences, qui vend essentiellement des produits "maison". Unifonds se vend moins bien étant donné que ce sont des produits étrangers, pour lesquels les gérants d'agences ne reçoivent pas de commission.

Les droits d'entrée (le droit de sortie n'est pas permis en Belgique) ne couvrent qu'une partie des frais de commercialisation. Vu la concurrence entre les institutions financières, le bradage pratiqué sur les droits d'entrée réduit parfois ces revenus à zéro pour des Fonds d'obligations et de trésorerie qui représentent quelque 80% du marché en Belgique.

Le concept de Fonds créés en commun par différentes banques belges n'a pas rencontré le succès commercial espéré à cause de cette préférence pour une politique de gestion et de commercialisation autonome.

Conclusions :

- Les Fonds Communs de Placement sont devenus des **"produits standards"** en Belgique. La gestion et la commercialisation s'inscrivent dans la politique de la plupart des banques commerciales au niveau de la promotion des revenus sur des produits hors bilan.
- Une **"joint-venture"** entre banques pour le lancement, la gestion et la commercialisation de fonds paraît assez difficile.
- Ce qui se passe sur le marché belge pourrait donner une idée des complications à attendre au niveau européen en matière de commercialisation de FCPR.

4.1.7. Les agences de rating

Les agences de rating sont apparues au début des années 30 aux USA.

Les deux plus connues et les plus importantes sont Moody's (Dun & Badstreet) et Standard & Poor's (Groupe McGraw Hill). Elles comptent toutes deux plusieurs centaines d'analystes.

Mais il existe aussi de nombreuses petites agences locales.

La notation est commandée et financée par l'émetteur. Celui-ci achète un rating si ses espérances de gain sont positives, c'est-à-dire si le coût de la notation obtenue lui permet de diminuer suffisamment son coût d'émission (différence entre le coût sans rating et avec rating).

Le coût de la notation d'un emprunt obligataire à l'Agence d'Évaluation Financière (ADEF) (France) est de l'ordre de 30.000 Ecus plus 0,02 de l'encours de l'émission (plafonné à 60.000 Ecus).

La procédure d'établissement de la note prend entre trois et six semaines.

L'analyse comporte à la fois une analyse financière classique, une analyse stratégique des segments sur lesquels l'entreprise travaille et enfin, les effets négatifs d'une dépendance éventuelle de l'entreprise.

Ce rating est ensuite suivi par l'agence et modifié en cas de nécessité.

Conclusions :

Le coût d'un rating paraît prohibitif pour les PME de l'Économie Sociale, voire pour les grandes entreprises. Au départ, il semble préférable de n'y recourir qu'au coup par coup et de se servir si possible des agences existantes. Petit à petit, le secteur devrait développer son propre système interne. Entre-temps, les institutions de capital risque existantes, la Holding européenne (cf ci-après) et les FCPR(s) européens pourraient pratiquer une politique d'interventions communes, ce qui assurerait de facto un rating pour les placements des Fonds. Ceux-ci pourraient d'ailleurs intervenir dans les PME notamment via une Holding européenne (voir ci-après).

Ces considérations signifient aussi qu'il vaudrait mieux lancer un mécanisme européen en ne visant que les émetteurs de **premier ordre** (back the winner). De manière générale, les innovations financières - notamment en matière de titres - qui réussissent sont l'apanage d'émetteurs "Triple A".

4.1.8. La Sofaris

La SOFARIS a été créée en 1979 pour agir en tant que fonds de garantie dans différents secteurs définis par le gouvernement français. (la création d'entreprises, la transmission d'entreprises, la caution export, le développement des pôles de conversion, l'aide à l'artisanat, le développement international, le développement des fonds propres ou l'assurance des portefeuilles des Sociétés de Capital Risque (SCR) dans le cadre du capital développement d'entreprises).

Le **mécanisme de garantie** le plus intéressant dans le cadre de l'étude semble être celui qui **assure le portefeuille des sociétés de capital risque**, dans la mesure où le financement des entreprises de l'Economie Sociale se heurte, lui aussi, aux problèmes inhérents aux risques économiques encourus par les bailleurs de fonds propres et quasi-fonds propres.

L'objectif visé par ce Fonds de garantie est de réduire le risque des SCR qui prennent une participation en **capital développement** dans des entreprises qui n'appartiennent pas aux autres catégories (création, transmission, haute technologie, pôles de conversion).

Les principes en sont les suivants:

1. La société de capital risque doit apporter **l'ensemble de son portefeuille** en garantie;

2. La garantie est accordée sur l'ensemble du portefeuille **pour une durée fixe de 7 années**. Pendant ces sept années, la SCR va verser une commission annuelle variant entre 0,4% par an et 1,7% par an, donnant droit respectivement aux remboursements des sinistres jusqu'à une limite variant entre 5 à 35% du portefeuille;
3. L'encours calculé initialement sera éventuellement réévalué par les apports de nouveaux encours durant les différentes années.

Le fonctionnement a véritablement démarré en 1984, où l'encours cumulé a atteint 45 millions d'Ecus pour dépasser 210 millions d'Ecus à la fin de l'année 90. Près de 80 conventions avaient été signées en 1991 avec des sociétés de capital risque.

Les sinistres nés des conventions passées ont atteint 12 millions d'Ecus en 1990 et ils dépasseront largement ce montant en 1991.

En pourcentage des capitaux assurés, la moyenne se situe aux alentours de 4,25% sur la période observée. Sur sept ans, cela représente près de 30% des capitaux investis. Ce taux est largement supérieur aux prévisions initiales estimées par la SOFARIS et il en résulte que le mécanisme mis en place risque de jouer en défaveur de Sofaris dans la majorité des cas.

La décision de modifier le régime de garantie proposé a donc été prise début 1992 et le nouveau mécanisme de garantie sera nettement moins avantageux pour les sociétés de capital risque.

Cette décision a été prise dans la mesure où la dotation initiale de 20 millions d'Ecus, qui sera rapidement absorbée, ne serait pas reconduite. Il convenait dès lors de proposer un système tendant vers l'auto-équilibre recettes/sinistres dans cette activité.

Sofaris espérait à l'origine rester dans l'épure initiale en tablant sur deux éléments:

1. Certaines entreprises allaient se situer sous le plafond d'indemnisation, peut-être même sous le niveau des commissions sur sept ans; mais vu le taux de sinistres élevé observé, il semble que Sofaris devra, dans la grande majorité des cas, couvrir l'intégralité du risque pris.
2. SOFARIS tablait aussi sur un différentiel dans le temps lui permettant d'encaisser les intérêts sur sa dotation initiale et sur les commissions perçues. Mais à nouveau, la rapidité avec laquelle sont survenus les sinistres semble annihiler cet espoir de gain financier.

Compte tenu de ces deux éléments, le déficit de cette activité "risque" devrait être très proche du risque maximal encouru, soit 4,75% sur 210 millions d'Ecus, ce qui correspond à environ 15 millions d'Ecus.

D'autres initiatives Sofaris semblent intéressantes, car elles se dirigent vers des domaines à diagnostic complexe:

- * C'est le cas de ARIA pour les investissements des entreprises françaises en Afrique .

- * Le fonds de Garantie PECO (Pays d'Europe Centrale et Orientale) est encore plus ambitieux puisqu'il inclut dans ses garanties les fonds propres investis par l'entreprise elle-même.

Conclusions :

Les deux derniers exemples semblent montrer qu'il est parfaitement possible d'utiliser un mécanisme de garantie pour encourager des entreprises existantes à se diriger vers des zones géographiques que l'on souhaite privilégier.

Dans le cadre de l'Economie Sociale, une application possible serait la garantie d'opérations d'internationalisation visant à encourager le développement européen.

Mais le **type de garantie Sofaris nécessite de disposer d'une mise de fonds initiale** et, par la suite, d'une couverture permettant d'absorber d'éventuels sinistres importants. On lui préférera le mécanisme de mutualisation de risques tels qu'il est utilisé dans Somudimec (voir 4.1.9.) où c'est l'entreprise qui finance un Fonds de Garantie Commun.

4.1.9. La Somudimec

La SOMUDIMEC (Société Coopérative et Mutuelle de l'Union des Industries Métallurgiques, Electriques et Connexes) a été créée en 1977 pour agir comme organisme financier pour les entreprises métallurgiques de l'Isère. Elle octroie des prêts dont la durée varie entre trois et quinze ans.

Une Convention de crédit a été passée avec la BFCC (Banque Française du Crédit Coopératif) qui apporte l'essentiel des fonds qui sont prêtés ensuite au sein du secteur de la Métallurgie, auquel le Crédit Coopératif n'avait pas accès avant. A l'origine, en 1977, le secteur métallurgique était dans une situation économique difficile. L'Etat a alors octroyé des **prêts bonifiés** spécialement intéressants pour ce secteur. La BFCC a reçu une enveloppe de prêts, mais n'ayant pas de contacts privilégiés avec ce secteur, elle disposait de fonds dont elle ne faisait, en fait, pas usage.

Les clients sont surtout des petites entreprises (moins de 200 personnes) du secteur de la métallurgie (entreprises adhérant ou non à la Chambre de la métallurgie).

Un élément intéressant du montage SOMUDIMEC réside dans le partage des risques en cascade. Sur 15.000 Ecus prêtés, le risque est réparti de la façon suivante:

- * 25% du risque est assumé par la BFCC
- * 37,5% du risque est garanti via une convention avec le département de l'Isère et la Région
- * 37,5% sont à charge de SOMUDIMEC. Pour ceux-ci, il existe deux interventions en garantie payées par le client lors de l'octroi du prêt :
 - 2 % du prêt sont bloqués durant toute la durée du prêt,

- 1% du prêt est bloqué (éternellement) en Fonds de Garantie dans SOMUDIMEC.

De cette manière, SOMUDIMEC n'a pas de problème de ratio COOKE et elle a pu progressivement augmenter ses fonds propres, qui atteignent aujourd'hui **7 millions d'Ecus** (il n'y a jamais eu distribution de dividendes).

Jusqu'à présent, SOMUDIMEC n'a pas rencontré de problèmes de sinistralité importante car :

1. les risques sont fortement diversifiés (tant dans leur nature que dans le nombre d'entreprises clientes),
2. la Chambre de la Métallurgie est bien placée pour se faire une opinion de la santé et de la justesse de l'investissement à réaliser. La BFCC assume aussi son rôle de filtre du risque au niveau des informations financières dont on dispose sur l'entreprise,
3. En cas de sinistre, les garanties prises sur les matériels et immeubles pourront être efficaces dans la mesure où la connaissance du secteur permet de revendre rapidement et à bon prix ces actifs (spécialement le matériel).

Un contrôle de la Commission Bancaire a estimé récemment le risque à 1 pour mille de l'encours.

L'obtention d'un prêt SOMUDIMEC nécessite de faire partie d'une coopérative, ce qui permet par la suite aux clients de la SOMUDIMEC de bénéficier des services de la BFCC.

Conclusion :

SOMUDIMEC constitue un bon exemple de la faisabilité d'un système de sélection (rating de facto) interne à un groupe et de la constitution d'un Fonds de caution mutuelle au sein de ce groupe, dont on peut s'inspirer pour la mise au point d'un mécanisme européen.

4.1.10. FIMAGEST - Optivalorisation

Fimagest est un établissement financier dont le capital est détenu à raison de:

- * 45% par le Groupe SUEZ,
- * 10% par les magasins Carrefour,
- * 10% par le Crédit Lyonnais,
- * 35% par COGEST qui est elle-même détenue à raison de 49% par le Groupe SUEZ et les 51% restants sont propriété du personnel (les 85 cadres de l'entreprise possèdent tous une petite partie du capital).

FIMAGEST gère des actifs financiers pour 24 milliards de FF (5 milliards d'Ecus) pour le compte de ses clients qui sont, par ordre décroissant d'importance:

- * des institutionnels (essentiellement des mutuelles et des Fonds de pension),

- * des banques et des établissements financiers (appartenant au groupe SUEZ, au Crédit Lyonnais, ou qui délèguent certaines parties de leur gestion des SICAV),
- * des grandes entreprises cotées sur les marchés boursiers,
- * des particuliers (200 comptes pour 500 millions de FF au total)

Ils occupent essentiellement une fonction de gestionnaire de taux: sur les 24 milliards de FF qui sont gérés, 23 milliards sont placés en obligations (11 milliards en obligations à moyen et long terme et 13 milliards sur le marché du placement court terme). Seulement 1 milliard de FF est placé en actions (essentiellement françaises)

L'idée d'**Optivalorisation** est née parce que le **titre participatif** est obligataire (c'est leur métier) et qu'ils ont constaté qu'il était **systématiquement sous-coté**.

Sur base d'un indice égal à 100 au 1/7/86, on observe les évolutions suivantes en ce qui concerne les tendances des cotations:

- * les indices globaux représentatifs du marché français (CAC GENERAL & JP MORGAN) ont progressé et se situent entre 135 et 155,
- * la cotation des titres participatifs (Renault, Thomson, BNP et GDF B) ont perdu entre 25 et 35 (indice 65 à 75).

Or les titres participatifs ont souvent été émis par les grands groupes nationalisés, de très bonne notoriété, avec des taux qui dépassent le Taux Moyen Obligataire (TMO) et la raison la plus vraisemblable qui explique leur **sous-cotation** réside dans le fait que la **rente est perpétuelle** et ne donne donc **pas lieu au remboursement du capital**.

En outre, le taux d'intérêt servi se compose, souvent, d'une partie fixe et d'une partie variable.

L'émission est assortie de conditions minimales et maximales souvent fixées par rapport au TMO.

En règle générale, les taux minima garantis sont compris entre 80 et 85% du TMO et les taux maxima autorisés sont limités de 125 à 275% du TMO.

D'où l'idée de **remembrement** (rapprocher et associer un zéro coupon avec le capital).

La clientèle visée cherche à placer sur 20 ans (pas au-delà car les titres participatifs seront probablement remboursés avant ce terme). Le remboursement du capital des titres participatifs pourrait avoir lieu pour les deux raisons suivantes:

- * pour les groupes actuellement nationalisés qui vont être privatisés, le titre participatif fait partie du capital et il devra donc être remboursé lors de la privatisation; pour certains groupes cela pourrait arriver à très court terme et, la plupart du temps, le remboursement a lieu entre 125 et 170% par rapport à une valeur d'émission de 100%, d'où possibilité de gains importants à court terme.

- * pour les autres titres participatifs, le remboursement du capital s'effectuera probablement aussi avant les 20 prochaines années parce que la formule de calcul des taux est souvent défavorable à l'entreprise (les taux à verser seront par trop supérieurs au TMO); de plus, certaines formules de calcul évoluent au détriment de l'entreprise après un certain temps (taux progressif).

La composition du Fonds OPTIVALORISATION sera la suivante:

- * 20% en zéro coupon,
- * 15% en placement court terme (liquidité),
- * 65% dans une dizaine de titres participatifs.

Fimagest intervient déjà actuellement pour **1,5 milliards de FF** sur le marché des titres participatifs. Ils espèrent accroître leurs interventions et atteindre **2,5 milliards de FF** sur un marché global de titres participatifs de **25 milliards** mais limité à **11 milliards** pour les titres participatifs jugés réellement intéressants (de bon rendement et de notoriété élevée).

Conclusion :

OPTIVALORISATION est une piste à suivre pour assurer "en seconde main" la **liquidité** de titres mal perçus par le marché.

4.1.11. The Body Shop

Le groupe The Body Shop (UK) produit et vend (en partie sous franchise) des produits cosmétiques naturels.

Créé en 1976 par Anita Roddick, au départ d'un prêt de 6.000 Ecus, l'entreprise est cotée en Bourse à partir de 1984.

Elle dispose de plus de 600 magasins dans 40 pays, son chiffre d'affaires croît régulièrement de 40% par an (165 millions d'Ecus en 1990) et sa capitalisation boursière atteint 855 millions d'Ecus à fin 1991. Ses actions sont cotées à un "price/earnings" très élevé de 47 ce qui indique l'appréciation de son potentiel par les investisseurs.

The Body Shop possède une activité de fabricant et de grossiste (pas de distributeur).

Les critères sociaux et écologiques qui distinguent The Body Shop de la concurrence sont:

- * elle choisit préférentiellement ses sources de produits dans les pays du tiers monde en encourageant le développement local,
- * sa principale unité de production a été implantée volontairement dans une région défavorisée (en sous emploi) et 25% des bénéfices de cette unité sont réservés au profit du développement local,
- * les employés sont encouragés à entrer dans le capital,

- * elle vend avec un minimum de publicité et réduit le packaging au strict minimum (toujours biodégradable)
- * elle ne pratique pas le discount
- * elle utilise chaque fois que c'est possible des produits naturels,
- * elle ne teste pas ses produits sur des animaux,
- * elle promeut une image de santé plutôt que de beauté artificielle,
- * elle cherche à respecter l'environnement en permettant à chacun de ses magasins de participer au recyclage des emballages utilisés,
- * elle a racheté la quatrième entreprise de colorants en Angleterre de manière à garder son indépendance par rapport aux fournisseurs (multinationales) de colorants.

Conclusions :

The Body shop étant cotée sur le marché boursier, et ayant émis un emprunt de 2 millions d'Ecus afin d'acquérir une entreprise, semble être un exemple réussi de financement d'entreprise, qui, ni par sa forme juridique (Ltd), ni par sa structure, ne s'intègre dans la notion stricto sensu "d'Economie Sociale" mais qui par son caractère et ses options stratégiques, s'inscrit dans la "nouvelle vague" d'entreprises socialement et écologiquement engagées, qui, depuis une dizaine d'années, se développent surtout dans les pays "nordiques" de la Communauté (Grande-Bretagne, Pays-Bas, Danemark, Allemagne).

Il est intéressant de noter que ce type d'entreprise, proche malgré tout de certaines entreprises du secteur de l'Economie Sociale, est coté en Bourse avec un succès considérable (price/earnings de 47). Ce cas, comme d'autres précédemment, montre que le marché est (entr)ouvert pour autant qu'on en respecte les règles, notamment au plan de la rigueur de gestion, du sérieux et plus généralement de son propre marketing.

4.2. Points traités par le Panel d'Experts/ Recommandations relatives aux instruments de base

Une réunion d'experts-spécialistes en titres et en FCP a été organisée à Bruxelles les 2 et 3 mars 1992. Nous y avons présenté les conclusions tirées de cas existants et proposé de **sélectionner les instruments de base indispensables à l'élaboration d'un mécanisme de financement**, ainsi que des questions pratiques liées à leur gestion et à leur promotion.

Les travaux se sont rapidement centrés sur les instruments financiers suivants :

- un FCPR "grand public" (Fonds A)
- un FCPR destiné à drainer les niches d'investisseurs institutionnels (Fonds B)
- une Holding
- un Service de liquidité-intermédiation
- un système (facultatif) de caution mutuelle.

Ces différents éléments de base ont été examinés sous l'angle de leur faisabilité et ont fait l'objet d'un ensemble de recommandations quant à leur mise en activité.

Nous nous sommes également penchés sur la problématique des valeurs mobilières du type du TSDI.

4.2.1. Considérations Générales - Commercialisation et Management des Fonds A et B

A. La Commercialisation

La commercialisation des fonds A et B exige la prise en compte de différents principes fondamentaux.

Dans la mesure où le fonds A s'adresserait au public en général et que le fonds B serait plutôt réservé à un public d'institutionnels, les principes qui suivent, visent plus spécialement la commercialisation du fonds A:

- a. Chaque pays possède ses propres règles et pratiques en matière de produits financiers.**

Les techniques de commercialisation d'un FCPR devront tenir compte des spécificités de chaque pays.

Les pays anglo-saxons, par exemple, sont habitués à placer en actions dans le cadre de Unit Trusts, alors que d'autres pays raisonnent plus volontiers en SICAV d'obligations.

- b. Le promoteur joue un rôle fondamental; dans le Fonds A en particulier, (le Fonds B dans une moindre mesure), **la qualité et la notoriété** de l'émetteur et/ou du promoteur de ces Fonds sont essentielles. A cet égard, le patronage de la Commission européenne constituerait un atout déterminant pour la réussite de l'opération.
- c. Le screening sur base d'éléments non financiers est un élément de différenciation intéressant sur un marché où il existe déjà à priori bon nombre de produits vantant la rentabilité, la plus value et la répartition des risques de leurs placements.

Depuis une dizaine d'années, le marché des "ethical funds" avec un screening positif et/ou négatif s'est développé essentiellement aux Etats-Unis (placements sur base de critères éthiques: 450 milliards de dollars) et en Grande-Bretagne (30 fonds éthiques). Cela montre qu'il existe des segments de marché où des Fonds à thème (Economie Sociale par exemple) sont vendables.

- d. Dans le même esprit pour le Fonds A, une prestation de type **non monétaire** (en nature) constituerait un potentiel de personnalisation du produit.

- e. Toujours dans une optique de personnalisation et d'adaptation aux différents besoins de chaque pays, la constitution de **différents compartiments à l'intérieur du/des fonds (umbrella funds)** semble être nécessaire et inévitable de telle manière à répondre aux besoins particuliers qui existent sur ces marchés, tant en matière de mix de titres à prendre en portefeuille (préférence pour des obligations ou pour des actions, etc.) qu'en matière d'objectif de return (dividende/capitalisation) et de risque.
- f. Les deux Fonds représenteraient des **innovations** :
- Ces innovations seraient acceptées très prudemment par le marché et devraient nécessiter un marketing pointu de longue haleine.
- Il n'est pas exclu qu'une période probatoire soit nécessaire pour les faire accepter.
- g. Le public semble surtout **sensible à la politique de placement et à la performance** du Fonds; il est peu intéressé par les problèmes techniques (comme par exemple le mécanisme de garantie). **Il ne faut donc pas essayer de vendre les investissements dans l'Economie Sociale sur base d'arguments purement techniques.**
- h. Dans la mesure où l'on souhaite mobiliser des sommes fort importantes, il sera nécessaire de collaborer soit avec une seule banque possédant un **réseau d'agences à l'échelle européenne** (très rare actuellement), soit avec un réseau bancaire bien introduit dans tous les Etats membres (ex. groupements des banques coopératives, caisses d'épargne...) ... même si c'est difficile parce qu'elles ne vendraient pas leurs propres produits (voir expérience UNIFONDS).

- i. La commercialisation des produits comportant des notions de **dons ou de screening** semble possible.
- j. Il conviendra de tenir compte des **traitements fiscaux avantageux qui sont souvent accordés aux donations** et de faire apparaître ces avantages là où ils existent au niveau d'un éventuel compartiment "donations" du Fonds A (type SIDI).
- k. Les investisseurs institutionnels souscripteurs potentiels au Fonds B, sont juridiquement responsables des fonds qu'ils gèrent. Il conviendra de tenir compte de cet état de fait dans la commercialisation des produits et de leur proposer dès lors un produit qui, au minimum, leur permet de conserver le capital qu'ils ont investi.

B. **Le Management**

Le traitement de la problématique du management des Fonds comporte deux volets :

- * une estimation des **coûts de gestion** des différents Fonds;
- * une description de la **société de management** des Fonds.

dont les principaux éléments sont abordés ci-dessous :

- a. **Les charges d'un Fonds Commun de Placement** sont décrits dans les deux tableaux qui sont présentés ci-après (pages 82 à 84). Les pourcentages se réfèrent au montant de l'actif du Fonds.

Ils ne comprennent pas les frais de promotion à charge de la banque ou de l'organisme financier qui assurera la commercialisation des Fonds.

Les frais de lancement peuvent atteindre des montants importants tels que par exemple 88.000 Ecus pour ABF (cf point 4.1.3.; volume: 14,5 millions d'Ecus) et même près d'un million et demi d'Ecus pour un Fonds lancé par les Postes en France (Fonds EVOLYS) (volume: 2,5 milliards d'Ecus).

Il arrive que le réseau commercial soit rétribué par une contribution annuelle qui atteint jusqu'à un tiers de la commission de gestion ainsi que par les droits d'entrée perçus à la vente des parts.

A noter que les **droits de sortie** devraient être réservés, semble-t-il, au Fonds B pour ceux qui sortent avant la durée contractuelle sur laquelle a été calculée la politique de placement du Fonds.

Les **droits d'entrée** devraient plutôt être exigés au niveau du Fonds A (auprès des particuliers plutôt que des institutionnels).

La taille à partir de laquelle un Fonds atteint le point mort de rentabilité se situe aux alentours de 12 millions d'Ecus.

En dessous de ce montant, il semble que les frais de gestion grimpent de façon exponentielle. Ceci expliquerait le taux de 2,75 % pratiqué par le Crédit Coopératif dans le cadre du fonds Faim & Développement.

Au-delà de 12 millions d'Ecus, les frais de gestion diminuent relativement peu (réduction de moins de 0,5% pour des Fonds atteignant 100 millions d'Ecus).

- b. La différence entre les frais minima et les frais maxima est importante : de l'ordre de 2 % du total de l'actif.

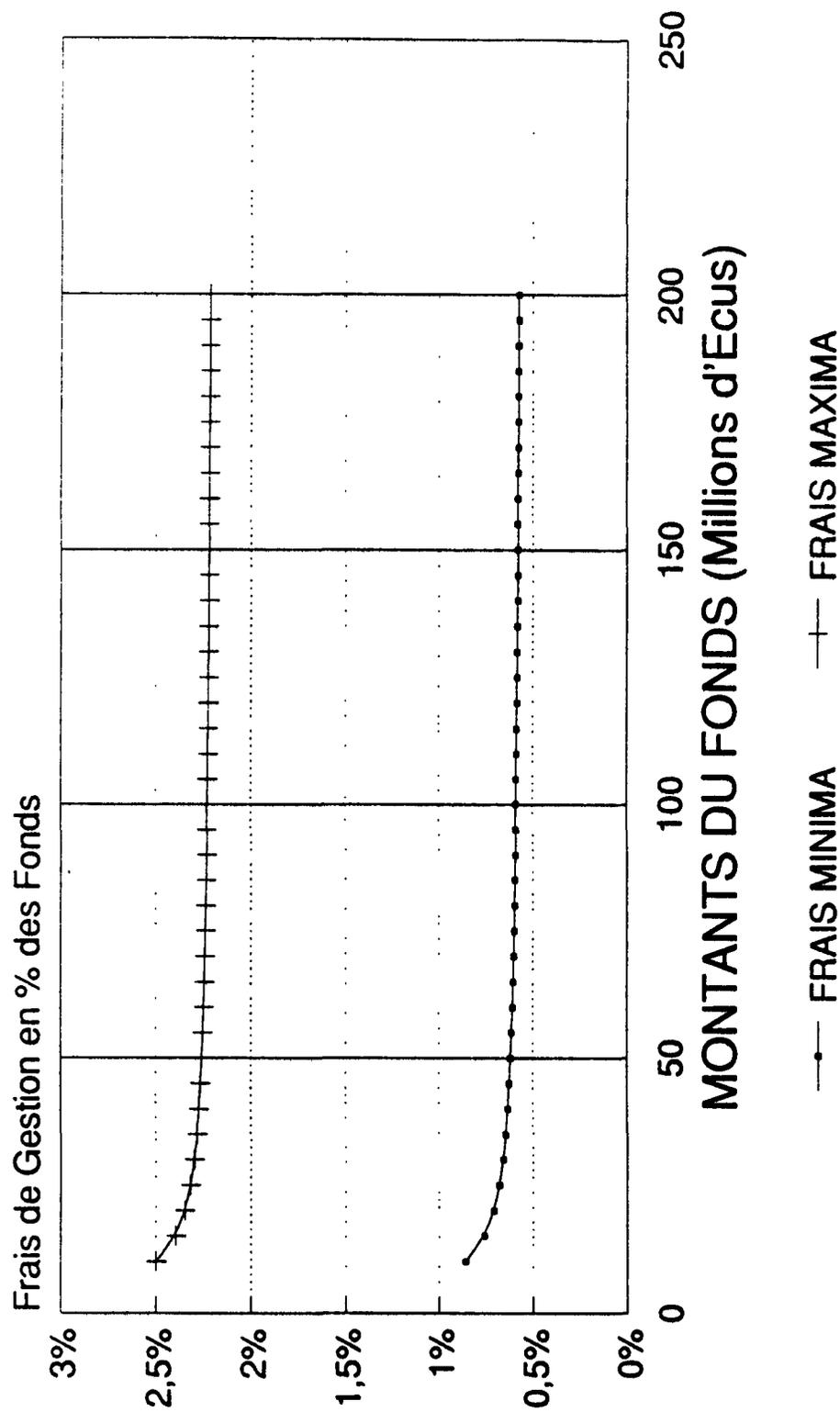
Les **frais minima** correspondent aux Fonds qui investissent la quasi totalité de leur actif en valeurs obligataires cotées à moyen ou court terme (bons du trésor, emprunts obligataires, marché du placement à court terme). Par exemple, les frais de gestion de FIMAGEST (voir point 4.1.10), qui est un Fonds entièrement obligataire, sont de 0,5% par an.

Les **frais maxima** correspondent aux Fonds qui placent en actions de façon diversifiée sur les premiers et les seconds marchés, ainsi que, pour une partie de leur actif, en titres non cotés.

Un Fonds pratiquant une politique de placement mixte comprise entre ces deux extrêmes, aura des frais de gestion qui s'établiront à une moyenne qui sera fonction de la répartition de son portefeuille.

Le Fonds B, avec une politique de placement clairement orientée vers des valeurs non cotées de l'Economie Sociale, devrait engendrer des frais de gestion supérieurs à la moyenne. Pour un Fonds constitué au Luxembourg, un accord de l'Institut Monétaire Luxembourgeois serait nécessaire si le seuil de 1,25 % du total de l'actif est dépassé.

FRAIS MINIMA ET MAXIMA D'UN FONDS COMMUN DE PLACEMENT



FRAIS MINIMA D'UN FONDS COMMUN DE PLACEMENT

BASE : 10 Millions d'Ecus

CATEGORIE		Couverture	Nature	Montant 000 ECUS	%
LANCEMENT		Frais de Constitution du Fonds	Fixe	20	
ADMINISTRATION		Calcul valeur nette inventaire Au delà de 10 millions d'Ecus	Fixe Variable	30	0.03%
		Frais de banque de dépôt	Variable		0.03%
GESTION		Frais de gestion du fonds mixte (Obligations cotées)	Variable		0.50%
COMMERCIAL		Droits d'entrée *	Variable		1.00%
		Droits de sortie *	Variable		0.00%

* Ces commissions sont généralement rétrocédables au réseau de commercialisation

FRAIS MAXIMA D'UN FONDS COMMUN DE PLACEMENT

BASE : 10 Millions d'Ecus

FONDS MIXTE

CATEGORIE	Couverture	Nature	Montant 000 ECUS	%
LANCEMENT	Frais de Constitution du Fonds	Fixe	20	
ADMINISTRATION	Calcul valeur nette inventaire	Fixe	30	0.10%
	Au delà de 10 millions d'Ecus	Variable		
	Frais de banque de dépôt	Variable		0.10%
GESTION	Frais de gestion du fonds mixte (Obligations, Actions & non cotées)	Variable		2.00%
COMMERCIAL	Droits d'entrée	Variable		5.00%
	Droits de sortie	Variable		1.00%

- c. **Le droit d'entrée** payé par le souscripteur correspond habituellement à une rémunération directe des frais de constitution et de commercialisation des Fonds.

Le droit de sortie constitue par contre une barrière. Il est la contrepartie d'éventuelles pertes subies par le Fonds à cause de sorties intempestives de porteurs de parts.

Ces sorties obligent en effet parfois à vendre des placements dans des conditions moins favorables que si ces ventes avaient pu être mieux planifiées et programmées dans le temps.

- d. **La Société de gestion qui pilote les investissements d'un Fonds** joue en général un rôle fondamental.

Pour être habilité à remplir cette fonction au bénéfice des Fonds A et B, les principaux actionnaires de la société de gestion et le management devront donc montrer une **expérience prouvée** dans ce type de métier. Si la société est constituée au Luxembourg, ils devront obtenir **l'agrément de l'Institut Monétaire Luxembourgeois**.

Le Conseil d'Administration de la société de management déterminera la politique d'investissement et son application aux différents compartiments constitués au sein des Fonds. Ce Conseil indiquera le dépositaire pour la garde des titres composant leurs portefeuilles. Généralement, le Conseil se fait assister par un **"investment advisor"** qui peut à son tour utiliser des **sub-advisors** pour assurer par exemple la gestion de compartiments spécifiques ou pour le conseiller dans le screening du portefeuille (si screening il y a).

- e. Dans le chapitre frais de gestion, nous avons également examiné ceux d'une société holding européenne à laquelle on aurait recours pour jouer le rôle de relayeur des investissements des Fonds dans les PME.

Nous avons examiné ensuite, dans le cadre du scénario décrit en fin de rapport, dans quelle mesure cet interfaçage grevait les rendements globaux des deux Fonds (cela représentait en effet un coût supplémentaire).

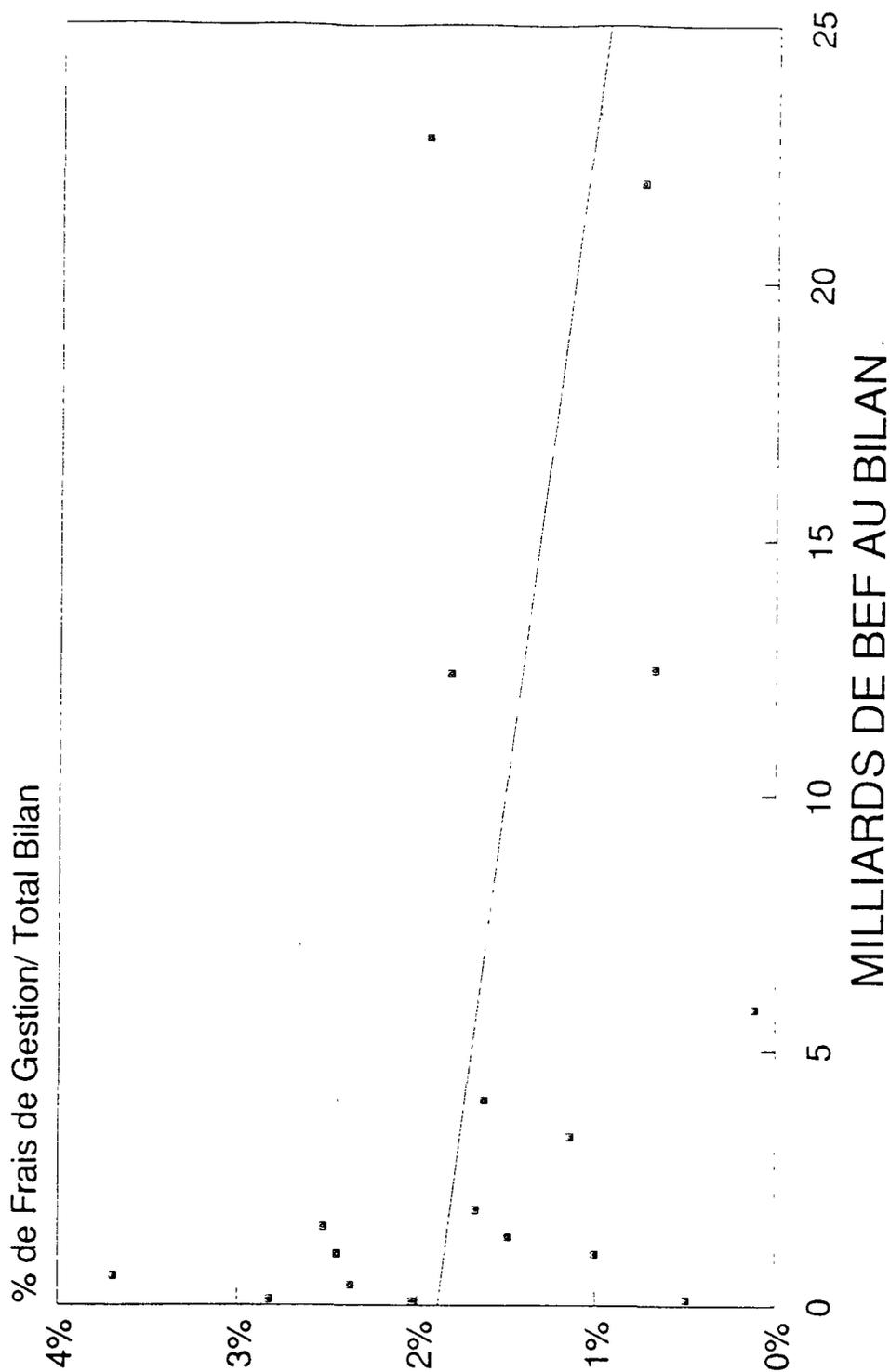
Nous avons analysé les frais d'une vingtaine de Sociétés d'investissements publiques ou para publiques belges dont le total de l'actif est inférieur à 750 millions d'ECUS.

Ces frais de gestion varient majoritairement entre 0,5 % et 4 % par an du montant total de l'actif.

Comme le montre la droite de tendance dans le graphique de la page suivante, on constate que ces frais passent d'une moyenne de 2 % par an à une moyenne de l'ordre d'1 % par an en fonction du montant absolu de l'actif total.

SOCIETES D'INVESTISSEMENTS

% Frais exploit. / Total Bilan



4.2.2. Les Instruments de base (voir p. 75)

L'organisation de l'accès des entreprises de l'Economie Sociale aux marchés financiers et celle de la liquidité de leurs titres, nécessitent le recours à différentes techniques et à différents métiers.

La juxtaposition de plusieurs **instruments** est nécessaire pour les raisons suivantes:

- a. **Les marchés des souscripteurs-investisseurs sont très différents** : le Fonds A fait appel au grand public; le Fonds B intéressera surtout les institutionnels; la holding sera constituée par un nombre limité de partenaires concernés.
- b. Il s'agit de **métiers financiers fondamentalement différents** : une société d'investissement/holding s'implique d'une façon approfondie dans les entreprises auxquelles elle participe; le service "liquidité-intermédiation" serait spécialisé dans les marchés financiers; les banques de l'Economie Sociale interviennent à différents niveaux.

A. Le Fonds A

Les recommandations relatives à ses caractéristiques sont les suivantes :

- a. Le Fonds A serait de type SICAV et serait installé à Luxembourg. Il pourrait détenir au **maximum 10% de valeurs non cotées** (législation luxembourgeoise et directive européenne).

- b. Ces 10% de valeurs non cotées seraient essentiellement constituées de titres de **grandes entreprises et de petites sociétés financières du secteur de l'Economie Sociale** en ce compris la Société Holding, relais vers les PME.
- c. Le Fonds A serait essentiellement **orienté vers le grand public**. Il serait un **instrument de placement de bon père de famille** et devrait présenter un **taux de return proche de celui du marché**.
- d. En conséquence, le Fonds A devrait être un Fonds à **moyen terme** dont les 90% de placements en titres côtés devraient être investis en obligations et actions très aisées à négocier (il est en effet possible que le fonds A subisse de fortes variations dans le nombre de ses propres parts achetées par le marché).
- e. Le Fonds A **intéresserait probablement assez peu les investisseurs institutionnels de l'Economie Sociale** dans la mesure où ils investissent de gros montants en direct sur le marché leur permettant de bénéficier de taux de rendement fort intéressants et où les frais de gestion du Fonds A représentent pour eux une perte de revenus inutile.
- f. Il **intéresserait probablement aussi peu les sociétés financières du secteur** qui disposent habituellement de **quota à investir** dans l'Economie Sociale : le **Fonds A ne serait pas suffisamment orienté vers l'Economie Sociale** pour y sacrifier une partie de ce quota.

- g. Les placements du Fonds A en titres cotés pourraient faire l'objet d'un **screening "social"** de telle manière à le différencier des autres Fonds. Une autre manière de différencier le Fonds A des autres Fonds serait d'y associer un élément de **grant** (cadeau/don) destiné par exemple au financement d'associations.

La détention de parts du Fonds pourrait aussi donner lieu à l'obtention d'**avantages en nature** tels que la possibilité pour les membres d'un Fonds de pension détenant des parts, de bénéficier de l'accès à des Homes, à des services de tourisme, de cure... qui auraient pu être financés en partie par le Fonds A.

- h. Le Fonds A ne pourrait placer plus de **10 % de ses actifs dans des valeurs mobilières émises par la Holding** (Législation luxembourgeoise; loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placements collectifs; art. 42 (1). Directive 85/611/CEE, art. 22, 1 et 2).

En outre la société de management des Fonds A et B ne pourrait faire acquérir d'actions assorties d'un droit de vote dont question ci-après permettant d'exercer une influence notable sur la gestion de la Holding ou de n'importe quelle société dans laquelle elle ferait investir (obligations légales au Luxembourg). Pour des raisons de commodité, il serait dès lors plus aisé de procéder sous forme d'obligations plutôt que d'actions.

- i. **La commercialisation du Fonds A requerrait la mobilisation d'un réseau bancaire professionnel et bien introduit au niveau de tous les pays de la Communauté Européenne** (le Fonds A pouvant être commercialisable sur plusieurs pays car peu de formalités sont nécessaires grâce à la directive 85/611/CEE concernant les OPCVM dans les pays de la Communauté). (voir annexe 6.5.).

Il faut néanmoins tenir compte du fait que les **règles de commercialisation d'un Fonds sont fixées par chaque pays de manière autonome**. Ces règles sont adaptées aux différentes coutumes en matière financière. Il n'y a pas de précédent d'un Fonds ou d'une organisation de vente de Fonds pan-européenne. Par contre, il existe des mesures spécifiques telles que les taxes spéciales sur la vente de "Fonds verts" en Italie, ou que l'interdiction de leur commercialisation en Allemagne.

- j. **Un parrainage de la Communauté Européenne** (forme à définir) serait dès lors d'un **grand intérêt pour la commercialisation du produit** (bonne image et crédibilité).
- k. Le Fonds A pouvant être utilisé dans un objectif de placement à moyen terme et de gestion "de bon père de famille", il est probable qu'une part significative des clients de ce Fonds souhaiteraient **limiter les risques, tant en devises qu'en types de placements**.

Il serait donc probablement nécessaire de concevoir un compartiment en Ecus et éventuellement d'autres compartiments avec les différentes monnaies des Etats membres au sein desquels ce Fonds serait commercialisé. Les compartiments pourraient être créés progressivement suivant la demande et l'accessibilité des marchés.

D'autre part, la possibilité de **passage d'un compartiment à l'autre** (avec ou sans **switching fee**, les cinq premiers transferts pouvant par exemple être autorisés à titre gratuit) devrait être offerte aux porteurs de parts.

Ceci permettrait par exemple au détenteur de parts du Fonds de prendre différentes positions de couverture de risques, aussi bien en devises qu'en risque sur des pays ou sur des secteurs différents.

B. Le Fonds B

Les recommandations relatives à ses caractéristiques sont les suivantes :

- a. Le Fonds B serait de type **Fonds Commun de Placement** ouvert ou fermé, régi par la partie II de la Loi luxembourgeoise du 30.03.1988, ce qui lui permettrait d'investir par exemple 50 % dans des sociétés non cotées en croissance et 50 % dans des titres cotés.

- b. Il serait **plus difficile à commercialiser dans l'ensemble de la Communauté Européenne** car cela nécessiterait une **autorisation spéciale dans chaque Etat membre**, bien que des clients étrangers puissent toujours souscrire, de leur propre initiative, des parts d'un Fonds de ce type.
- c. Ce fonds B serait plus spécialement **commercialisé auprès des acteurs de l'Economie Sociale** (tels les institutionnels, les fonds de pensions, les compagnies d'assurances, les mutuelles,...) qui disposent de **réserves ou de trésorerie excédentaire permanente** leur permettant d'envisager sereinement des **placements à moyen terme (de l'ordre de 5 ans)**, ainsi qu'auprès de tout investisseur institutionnel soucieux de réaliser des investissements à plus-value sociale.
- d. Dans cette mesure, le fonds B serait de constitution moins liquide que le fonds A, et toute variation importante du nombre de parts impliquerait la vente (éventuellement avec une perte relative) de certains de ses placements.

En conséquence, pour compenser ces pertes éventuelles, il semble inévitable de prévoir **un droit de sortie** (de l'ordre de 3 à 5%) pour ceux qui revendraient leur part avant l'échéance prévue (par exemple de cinq ans).

e. Le portefeuille du Fonds B pourrait être constitué :

- * à raison de **50 % de titres cotés - actions ou obligations** - destinés à assurer un rendement récurrent minimum (au cas où la rentabilité des autres placements laisserait à désirer) et, à terme, c'est-à-dire lors de la dissolution du Fonds, un rendement complémentaire sous forme de plus-value. Ce portefeuille "sûr" pourrait être également constitué de zéro coupons de bonne signature à x ou y années permettant aux détenteurs de parts d'escompter au moins la récupération de leur mise de départ au bout de cette période (voir à ce sujet le chapitre relatif au "TSDI restructuré").

A noter que l'échéance de dissolution du Fonds B pouvant être prédéterminée (5 ou 10 ans), les gestionnaires de son portefeuille pourraient mener une politique de placement et de liquidité beaucoup plus méthodique que dans le cas du Fonds A.

- * pour **40 % en titres de type subordonné à durée indéterminée** (par exemple une valeur mobilière européenne) émis par des moyennes et grosses entreprises et les (petites) banques de l'Economie Sociale,
- * et pour le solde de **10% en actions et obligations de la holding** dont question ci-après.

- f. Bien qu'il soit difficile de prévoir le return d'un Fonds mixte (actions et obligations, cotées et non cotées), il semble logique que le Fonds B, puisqu'il présente plus de risques, doive fournir un **rendement à long terme supérieur au Fonds A.**
- g. Les différents **compartiments** du Fonds B seraient de type **régional et sectoriel** avec, éventuellement, un compartiment spécial pour satisfaire aux besoins des Fonds de pension et des plans de retraite. Le **rendement variera** probablement d'un compartiment à l'autre.
- h. La souscription par le Fonds B de titres de quasi-capital d'entreprises de l'Economie Sociale pourrait apporter une réponse partielle aux besoins de **financement des entreprises dont le chiffre d'affaires se situe entre 10 et 100 millions d'Ecus.**
- i. Une partie de la liquidité pourrait être assurée en revendant des **actions, obligations ou des titres subordonnés** qui seraient **cotés sur des seconds marchés de places financières régionales**, en partie spécialisées dans ce type d'opérations.
- j. Comme le Fonds B serait plus "risqué" que le Fonds A et exigerait un rendement supérieur, il semble souhaitable que les interventions consenties au bénéfice de la Holding puissent bénéficier d'une partie de l'éventuel capital gain qui serait dégagé au niveau de cette Holding. (Lors du remboursement p.ex., voire suite à la cotation de la Holding).

- k. **Le Fonds B pourrait être coté sur le marché boursier**; ce qui aurait pour conséquence que le Fonds ne serait pas obligé de vendre des titres pour compenser les retraits anticipés.

C. **La Société Holding**

Cet instrument a été conçu comme :

- **relais d'investissement des Fonds** vers les entreprises de l'Economie Sociale dont l'absence de notoriété ou la petite taille (PME) constituent un obstacle à l'intervention directe des Fonds;
- **aide à la décision d'investissement** des Fonds par des **interventions conjointes** après que l'étude du dossier ait été réalisée par la Holding (rating de facto - cf ci-avant); cela permettrait de minimiser les coûts de gestion des Fonds (et donc d'améliorer leur rendement) sans que cela ne grève outre mesure les charges de la Holding qui pratiquerait simplement son métier de base. En échange, le coût d'intervention des Fonds dans la Holding pourrait comprendre un différentiel positif (voir notre scénario en fin de rapport);
- **instrument de contrôle** des interventions des Fonds que ce soit comme relais ou dans le cas d'interventions conjointes (rating de facto);

- **source potentielle de liquidités** pour les Fonds par rachat de titres détenus par ceux-ci ou remboursement de leurs interventions au sein de la Holding.
- a. Un des **objectifs** de la Holding pourrait être d'intervenir dans des sociétés qui se trouvent dans une phase de **croissance** et qui sont en train de **s'internationaliser**. L'effet de levier au niveau européen pourrait être le financement de la création de filiales dans d'autres pays, ou des collaborations avec des entreprises de l'Economie Sociale dans d'autres pays.
- b. La **gestion** de la Holding devrait avoir un **savoir-faire**, une **flexibilité** et une **autonomie** lui permettant de répondre d'une façon qualitative à la demande venant de différents pays de la Communauté.

En même temps elle devrait-être extrêmement **légère** en matière de **structure** et de **coûts** ce qui serait possible grâce au **réseau de services** que les partenaires nationaux pourraient mettre à sa disposition (services d'analyse, d'information, services juridiques et autres).

- c. Une bonne **collaboration** entre la **société de management** des Fonds et la **Holding**, sans mettre en danger l'autonomie de chacune, pourrait amener une **synergie** intéressante au niveau des investissements à réaliser et du suivi des participations. Une synergie semblable pourrait-être organisée avec les **sociétés financières** de l'Economie Sociale.

- d. Elle pourrait être de droit luxembourgeois et **constituée par les sociétés d'investissement du secteur**, et, le cas échéant, certains investisseurs institutionnels (référence à l'expérience belge SOFINIM que nous avons présentée dans notre rapport précédent).
- e. Cette holding pourrait **travailler de pair avec d'autres sociétés d'investissement locales** et dès lors limiter ses frais de gestion.

Dans de nombreux cas, les coûts d'administration et de gestion d'une holding dépassent largement les pourcentages que l'on observe au niveau des Fonds, et grèvent lourdement sa rentabilité.

L'étude que nous avons analysée sur les holdings publics belges semble cependant montrer que ce n'est pas toujours le cas.

- f. Une des difficultés majeures rencontrées par la Holding réside en la **faible liquidité de son portefeuille**.

Toute réduction de ses moyens (capital ou emprunts) devant se compenser par la vente de titres (actions ou obligations dans des petites, moyennes et même grandes entreprises); cela pourrait donner lieu à des ventes avec des décotes importantes (à supposer qu'elles soient possibles).

D'où la nécessité de prévoir éventuellement dès le départ un mécanisme permettant le rachat de ces titres par l'émetteur en cas de nécessité.

- g. Enfin, la **société Holding pourrait être cotée**, ce qui faciliterait la gestion des portefeuilles des Fonds. Il faut toutefois souligner que les titres de sociétés d'investissement sont en général sous-cotés en Bourse ("décote de Holding") car les rendements se présentent à long terme. Cette cotation n'étant pas indispensable dans le schéma que nous avons retenu, la question serait à gérer par la Holding elle-même, en concertation avec les gestionnaires des différents instruments.

D. **Le Service "Liquidité - Intermédiation"**

a. **Introduction**

Si l'on souhaite assurer la liquidité de l'ensemble des portefeuilles des Fonds, il est indispensable qu'ils puissent vendre leurs titres non cotés (supposés être les titres émis par les entreprises de l'Economie Sociale)

Il n'y a jusqu'à ce jour pas de marché "spontané" pour ce genre de titres (sur cette problématique, voir le chapitre réservé aux titres).

Il est donc nécessaire "d'organiser" cette liquidité en s'inspirant, à nouveau, de techniques qui existent.

Nous proposons donc de monter un "service de liquidité - intermédiation", soit au sein d'organismes financiers existants (il s'agirait pour la plupart d'une simple extension des départements qui opèrent déjà dans ce domaine), soit en entité autonome (pour laquelle nous n'avons toutefois pas pu recueillir suffisamment d'informations pour établir un plan d'affaires - cette entité se construirait donc graduellement) disposant d'une trésorerie propre et/ou de lignes de crédit auprès des institutions financières du secteur.

Ce service recourrait à différentes techniques d'intermédiation, décrites ci-après, et, notamment :

- la mise en pension
- la vente à réméré
- l'organisation du marché des détenteurs de parts (voir point relatif au "remarketing underwriter")
- le remembrement
- la vente à des entreprises ou des groupes d'entreprises disposant d'excédents de trésorerie (voir initiative SCOPINVEST), regroupées le cas échéant en un "club" constitué à l'occasion de l'ouverture, par un Fonds, d'un compartiment à caractère régional ayant pour but d'investir dans une zone géographique bien déterminée, qui serait celle des entreprises de ce réseau.

- b. **L'arbitrage et l'intermédiation** ont donc pour fonction d'aider à **assurer la liquidité** de titres cotés ou non cotés.

Il s'agit d'activités courantes, notamment en France et au Portugal.

Ces pratiques concernent cependant souvent des titres de type **Fonds d'Etats**.

Les statistiques de la Banque de France font mention d'opérations quotidiennes de **mise en pension** entre banques de plus de 30 millions d'Ecus, essentiellement en fonds d'Etats, et, la plupart du temps, sans transfert physique de ceux-ci (simple écriture).

- c. **La mise en pension :**

Une société possédant des titres et ayant besoin de liquidités mettra ses titres **en pension**, contre les liquidités d'un investisseur, qu'il rémunérera par exemple au taux d'intérêt moyen pondéré de la période concernée moins 1/8 %, c'est-à-dire aux conditions normales pour cette époque et ce type de conditions. La pension revient donc à se faire prêter les liquidités nécessaires tout en restant propriétaire des titres confiés temporairement à un tiers.

- d. Une autre possibilité consiste en la **vente à réméré** de titres dans laquelle le vendeur conserve durant une certaine période la faculté de racheter le titre cédé à sa valeur de transaction et à récupérer ainsi la décote qu'il a dû consentir pour obtenir la liquidité qui lui était nécessaire.

La décote est très variable et peut être très faible dans le cas de Fonds d'Etats (quelques centièmes de pour cent), ou nettement plus élevée et atteindre dix voire vingt pour cent dans le cas de titres non cotés.

En cas de rachat, il paie une indemnité résolutoire correspondant aux intérêts calculés sur la base du montant de la vente, d'un taux d'intérêt convenu au moment de la vente et de la durée écoulée entre la date de la vente et la date de l'exercice de la faculté de rachat. Il s'agit donc bien d'un financement. (Voir "La nouvelle trésorerie d'entreprise" par Bruno POLONIATO et Didier VOYENNE - InterEditions).

S'il ne rachète pas le titre endéans la période prévue, il ne récupère pas la décote qu'il a dû consentir.

- e. Actuellement, ce sont surtout des départements spécialisés de banques et des organismes de gestion des Fonds Communs et des SICAV qui sont actifs sur les marchés de la mise en pension et du réméré.

Il n'y a pas d'organisme indépendant spécialisé uniquement dans ce type d'opérations.

Les Fonds Communs de Placement et les SICAV y font souvent appel (spécialement les moins importants qui sont aisément déstabilisés par des remboursements - même relativement minimes en absolu - de leurs parts).

- f. Un mécanisme très intéressant pour assurer la liquidité d'un titre a été développé dans le cadre des émissions des "Variable Rate Notes". Il permet aux souscripteurs de ces titres perpétuels à taux variable de détenir une forme **d'option de vente** exerçable trimestriellement, sur une banque d'affaires, dénommée "Marketing Underwriter" qui gère en fait la liquidité du titre. Elle organise le marché entre les vendeurs, les acheteurs et l'émetteur.

0

Ce n'est pas un système où la liquidité est absolument garantie mais où **une prime d'illiquidité** payée par l'émetteur est prévue dans les cas des scénarios les plus pessimistes. Cela incite, le cas échéant, l'émetteur à rembourser les titres.

Une description complète est présentée dans le chapitre relatif aux titres (p. 121).

- g. Il faut noter que **ce n'est pas parce qu'un titre est coté en Bourse qu'il est automatiquement liquide.**

A titre indicatif, le volume des transactions de la Bourse de Paris ne s'est élevé en 1992 qu'à 60% des montants de la capitalisation, ce qui signifie que 40% des titres au moins n'ont pas changé de main durant l'année.

Cette observation est valable pour la plupart des marchés boursiers mondiaux notamment au Japon où le volume des transaction a atteint 1.000 milliards d'Ecus pour une capitalisation totale de 2.000 milliards d'Ecus.

- h. La situation est encore plus "stable" sur les marchés boursiers régionaux, sur les seconds marchés et pour certains titres peu actifs.

Certaines Bourses locales ont cependant réussi à se spécialiser dans certains types de titres avec des volumes de transactions intéressants.

Cette spécialisation a rendu possible, par exemple, l'émission sur le marché de Bilbao (Pays Basque) d'un zéro coupon pour 80 millions d'Ecus (avec la garantie d'une des entreprises du groupe coopératif Mondragon (qui occupe plus de 22.000 personnes et qui représente 15 % du produit intérieur brut du Pays Basque).

- i. Pour les **titres non cotés**, le problème fondamental est celui du **coût de la transaction**.

En effet, qui dit titre non coté soulève le problème de l'estimation de la valeur dont le coût doit forcément être imputé en totalité à la transaction de liquidité.

Dans la pratique, les coûts de transaction ont avoisiné voire dépassé les 10 % (hors la décote à appliquer) dus essentiellement aux frais de valorisation de titres de PME.

Ces coûts de transaction trop élevés semblent être à l'origine de la fermeture d'un institut allemand dont, bien que tout soit au point juridiquement, personne ne souhaitait assumer la responsabilité du management.

- j. **Le remembrement** est une technique qui permet de rendre liquide des titres qui de par leur nature perpétuelle ne trouvent pas de marché. Elle peut être illustrée par l'expérience qui se déroule actuellement avec le lancement d'**Optivalorisation par Fimagest**. (voir rapport d'entretien en annexe 6.1.f.).

L'opération consiste à coupler des titres participatifs (12 en l'occurrence) sous-cotés sur le marché et à caractère quasi-perpétuel (on sait que l'émetteur les rachètera tôt ou tard vu leurs conditions de rémunération) avec un zéro coupon (obligation d'Etat à échéance 2010) puis à offrir aux souscripteurs cet "investissement" qui combine revenus annuels récurrents et plus-value à terme.

Il est intéressant de constater qu'en février 1992 les titres participatifs étaient cotés entre 80 et 85% de leur valeur d'émission (valeur nue, hors la partie du coupon déjà échue).

En examinant le cas particulier du titre participatif de Gaz de France, qui distribue 43% du TMO (Taux Moyen Obligataire privé) en intérêt fixe et 34% du TMO multiplié par un certain pourcentage fonction du chiffre d'affaires en intérêt variable), on constate que **ce n'est pas nécessairement le rendement qui est à la base de la décote** (sur base d'un TMO de 9,04%, le rendement de Gaz de France serait compris entre un minimum garanti de 9,91% qui atteindrait 11,32% pour une hausse du volume des ventes de 4%). **Ce serait bien le fait que la rente soit perpétuelle** et sans remboursement du capital qui explique que ce titre participatif soit coté à 4.250 frs par rapport à son pair d'émission de 5.000 frs.

FIMAGEST travaille déjà actuellement sur 300 millions d'Ecus au sein du marché des titres participatifs, dont le montant total est estimé à quelque 3,6 milliards d'ECUS.

Optimalisation espère atteindre une commercialisation comprise de 200 millions d'Ecus supplémentaires dans les années à venir.

- k. Notons aussi que les gestionnaires avertis de Fonds et SICAV recommandent de garder environ 15% des actifs sous forme de placements à court terme, de telle manière à éviter tout problème de liquidité.
- l. Enfin, il semble qu'il existe un **cercle vicieux de la "non liquidité"** dans la mesure où les valeurs non cotées ou circulant peu ne sont pas achetées par les Fonds et les Sicav qui ont besoin d'une cotation quotidienne de la majorité de leurs placements pour assurer leur propre cotation quotidienne. Ce qui perpétue la "non liquidité" de ces valeurs.

Il n'existe pas de juste milieu: certaines valeurs ont essayé de se faire traiter un seul jour par semaine, mais comme les Fonds ont besoin d'une cotation quotidienne, il n'ont pas placés dans ces valeurs et, en conséquence, les transactions sont restées à un niveau très faible.

- m. Un mécanisme de liquidité pourrait le cas échéant être très utilement couplé sous l'angle de la liquidité à un mécanisme de caution interne.

En effet, les sociétés qui gèrent les mécanismes de garanties (par exemple par mutualisation) disposent souvent d'une trésorerie initiale dont elles n'ont pas l'utilité immédiate (la dotation initiale et les premiers versements).

Ces fonds resteraient disponibles tant que des sinistres ne les auront pas absorbés.

Tout au long de cette période, les fonds ainsi disponibles pourraient permettre de réaliser des opérations de liquidité au profit des deux Fonds et des holdings. Nous avons repris cette hypothèse dans le scénario de fin de rapport.

E. Les Mécanismes de Garantie

a. Introduction

Comme l'idée d'un Fonds de Garantie a été régulièrement avancée lorsqu'on évoquait un "titre participatif européen" ou un mécanisme de financement en quasi-fonds propres, nous avons examiné plus en détail des mécanismes de garantie existants (cf SOFARIS et SOMUDIMEC).

La conclusion générale est que si une garantie peut s'avérer utile, d'une part elle coûte cher, et d'autre part elle serait mal ressentie par les souscripteurs des Fonds qui en auraient connaissance (mauvaise image de marque).

En outre, si les Fonds, la Holding et le Service de liquidité gèrent bien leur marché, une garantie serait superflue.

Il s'agirait dès lors d'un instrument optionnel à monter et à gérer de façon interne, et actionnable, par exemple, par le service de liquidité, - ce qui est l'hypothèse que nous avons finalement retenue. Parallèlement - ou indépendamment - il serait préférable de recourir aux garanties nationales existant, spécialement pour les PME.

- b. Les mécanismes de garantie peuvent prendre deux formes; soit une forme d'**aide** ou d'**incitation** (le cas des Fonds de création d'entreprises ou de Capital Développement de Sofaris, soit une forme de **mutualisation** des risques (le mécanisme mis en place par SOMUDIMEC à Grenoble pour le financement des entreprises dans le secteur de la métallurgie).

- c. Dans le cas qui nous occupe, il semble que ce soit la **mutualisation qui soit à recommander** en premier lieu. Les mécanismes de garantie existants dans les différents pays peuvent éventuellement servir de complément. (voir, entre autres, la garantie d'Etat aux Pays-bas, commentariée à la page 10 de notre rapport de novembre 1991 et reprise en annexe 6.7.B.).

En Allemagne, par exemple, des regroupements de PME sont autorisés à faire appel aux garanties/cautions des KGG (Kreditgarantiegemeinschaften) pour réaliser des activités communes (coopératives d'achat, ...)

- d. Il convient de **ne pas multiplier les mécanismes de garantie**, car on risque de pénaliser la rentabilité des Fonds.

- e. Les mécanismes de garantie semblent être **mal ressentis par le public** dans le cadre de la commercialisation des Fonds.

Le fait de mentionner qu'il existe un mécanisme de garantie fait craindre, dans l'esprit du souscripteur potentiel, un risque sous-jacent.

Ce réflexe a pour conséquence qu'il semble que, commercialement parlant, l'existence ostentatoire d'un mécanisme de garantie risque de faire plus de mal que de bien.

- f. **Les institutionnels et les banques devraient être, eux, plus ouverts à l'existence d'un Fonds de garantie.**

Si cela peut les rassurer au plan de la récupération de leur mise, ils risquent **par contre d'être sceptiques** quant au return de leur placement car ils savent que cela représente des coûts supplémentaires et donc un rendement moindre des Fonds.

- g. Le principe du mécanisme de garantie devrait donc plus se concevoir comme un **mécanisme interne de mutualisation des risques** dans lequel, par exemple, chaque entreprise financée pour 100, contribue à raison de x % à l'alimentation du Fonds de garantie.

Cette technique pourrait rester totalement **interne** aux Fonds et à la Holding. Elle ne devrait pas forcément être valorisée a priori comme un avantage majeur auprès des institutionnels.

Le mécanisme de garantie pourrait être alimenté (hors le capital de départ du Fonds de garantie) ou bien uniquement par les entreprises, ou bien à la fois par les entreprises et les institutions financières qui monteraient et gèreraient le mécanisme des Fonds - Holding - Service de liquidité-intermédiation.

- h. Le fait que chaque entreprise financée soit actionnaire, même pour une mise minimale, de la société de garantie devrait permettre d'éviter l'**adverse sélection**, principe selon lequel, en instaurant des mécanismes de garantie, on attire essentiellement les mauvais risques.
- i. Il resterait à examiner, lors du montage du système, dans quelle mesure des garanties au niveau régional, national ou communautaire pourraient être octroyées sous forme de **contre-garantie** en collaboration étroite avec les partenaires financiers de l'Economie Sociale (qui pourraient également apporter au traitement des dossiers leur savoir-faire du métier) et en utilisant des **réseaux d'Economie Sociale existants** tels que fédérations, consortia, groupements d'entreprises ...

4.2.3. Des titres pour l'Economie Sociale

Introduction

Qui se penche sur l'organisation de la liquidité de titres, doit nécessairement se préoccuper de la nature de ces titres.

Le point b) de la mission prévoyait d'ailleurs d'analyser, outre les conditions de la mise en place d'un (de) marché(s) de titres traités dans les chapitres précédents, l'utilisation d'un titre TSDI (Titre Subordonné à Durée Indéterminée) ou de titres comparables pour le financement en quasi-fonds propres et à long terme des entreprises du secteur.

Le rapport actuel examine l'utilisation du T.S.D.I., et analyse un titre récent, lancé par le secteur bancaire, qui est intéressant pour le système de liquidité qui lui est associé : le "Variable Rate Note" (titre à taux d'intérêt variable).

Par ailleurs, les "Permanent Interest Bearing Shares", émis par les Building Societies en Grande-Bretagne y sont également décrits.

Enfin, nous abordons l'évolution de la législation italienne en ce qui concerne les apports de fonds par des non coopérateurs, ainsi que les effets, sur le certificat coopératif d'investissement, de la loi du 3 janvier 1991 relative aux coopératives agricoles françaises (Annexe 6.6. C.2).

A noter que les investigations complémentaires auxquelles nous nous sommes livrés n'ont apporté aucune modification quant au portrait-robot de la valeur mobilière participative européenne que nous avons établi dans le cours de notre première étude (janvier 1991).

Nous reprendrons donc ici les **principales caractéristiques** que devrait présenter une telle valeur, en précisant d'emblée que c'est le **marché** et les gestionnaires du "mécanisme Fonds - Holding - Service de liquidité" qui devraient **préciser les détails** de ce profil (comme par exemple la décomposition exacte du rendement) :

- a. **Marketability**: il doit être possible pour le souscripteur de le revendre
- b. **Universalité**: pour qu'il soit accepté par un large public dans l'ensemble de la Communauté

- c. **Sans droit de vote:** mais assorti d'un pacte d'émission prévoyant un pouvoir votal destiné à conforter le souscripteur en cas de modifications de statut ou d'actionnariat ou en cas de difficulté de gestion
- d. **Rémunération:** essentiellement sous forme de **dividendes** ou d'**intérêts** financiers
- e. Caractère de **quasi-capital** pour assurer la stabilité financière de l'émetteur (plus-value : rare)
- f. **Fiscalité:** ses caractéristiques doivent lui assurer au moins un traitement égal à celui des autres valeurs mobilières sur le marché
- g. **Au porteur ou nominatif:** les besoins des émetteurs et souscripteurs étant en général contradictoires, les deux options doivent être possibles
- h. Nécessité de l'intervention **d'intermédiaires financiers** pour
 - organiser le marché
 - l'assistance technique
 - l'accès aux souscripteurs à travers les réseaux d'agences
 - garantir la bonne fin du placement
 - etc.

A. **Le titre subordonné à durée indéterminée T.S.D.I.**

Un des problèmes des entreprises de l'Economie Sociale est de renforcer leurs fonds propres tout en évitant de céder le pouvoir aux nouveaux investisseurs non membres. Les représentants divers des mouvements de l'Economie Sociale s'accordent sur un concept de financement en quasi-capital, qui en termes financiers, recouvre la notion de financement à long terme et à risque tant sur le capital que sur le rendement.

Il existe déjà **différentes variantes** nationales de ce type de financement : titre participatif, certificat de participation, Genußschein etc., **dont le TSDI** (voir notre rapport de janvier 1991).

Le T.S.D.I. est une obligation qui peut être assimilée à des fonds propres par son caractère de subordination et de perpétuité, mais qui ne comprend pas de droit de vote, d'où son intérêt dans le cadre spécifique de l'Economie Sociale.

Les T.S.D.I. sont apparus au cours des années 80, où ils ont été principalement émis par des banques cherchant à conforter leur ratio de fonds propres. Ces titres représentent aujourd'hui un marché de plus de 60 milliards de FF. Leur succès a été dû à leur caractère de fonds propres et à leur traitement fiscal dans leur forme restructurée.

1. Ses caractéristiques sont en général :
 - a. Le T.S.D.I. est **perpétuel**

- b. Le détenteur perçoit un revenu périodique et ne récupère son capital qu'en cédant sa créance.
- c. L'émetteur, au contraire, a la faculté de rembourser son emprunt à des conditions fixées par contrat.
- d. La rémunération se fait sous forme d'intérêts, soit variables, calculés par rapport à la valeur nominale, indexés sur une référence du taux de l'argent : PIBOR, LIBOR etc., soit fixes mais réajustés périodiquement et majorés d'une marge. La rémunération n'est pas liée au bénéfice.
- e. Le caractère de subordination confère à cette dette un rang dégradé en cas de liquidation de la société émettrice. Le degré de cette subordination peut varier. Il peut ne porter que sur le capital, par exemple, et ne pas concerner le paiement des intérêts qui restent dus au même rang que les autres créances.
- f. Dans certains cas le Conseil d'Administration peut décider de différer le paiement des intérêts pour raison d'insuffisance de bénéfice. Il s'agit donc d'une clause de report, l'intérêt restant dû. La plupart des contrats prévoient la capitalisation des intérêts à un taux au moins identique à celui de l'emprunt ou majoré de 3 % à 5 %.

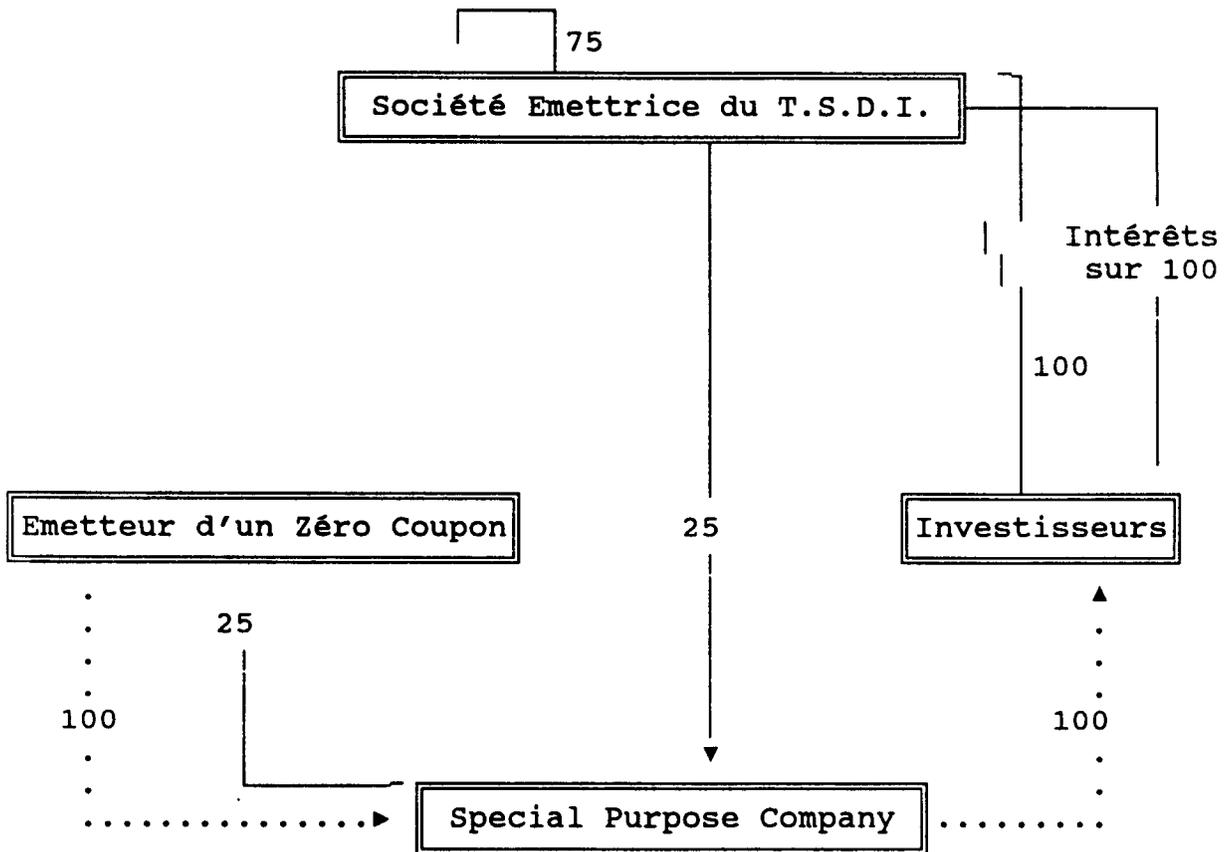
2. Cas particulier : le T.S.D.I. "restructuré"

Une variante du T.S.D.I. est le T.S.D.I. "restructuré" qui a plutôt été émis par des **grands groupes industriels** et commerciaux. Celui-ci paraissait, au premier abord, plus attrayant pour les entreprises de l'Economie Sociale car il **incorpore** la notion importante de **garantie** aux investisseurs.

Le montage se résume de la manière suivante :

- a. **Emission** d'un titre subordonné perpétuel à **taux d'intérêt variable**, placé auprès des investisseurs.
- b. Création d'une "**Special Purpose Company**" dans un **paradis fiscal**, dont le capital est détenu par le représentant des investisseurs, un trustee.
- c. **Cette société s'engage à racheter, au pair, les T.S.D.I. au bout de 15 ans**, aux investisseurs qui les ont souscrits et qui s'engagent à les lui vendre.
- d. **Dès l'émission** du T.S.D.I. l'émetteur verse à la "Special Purpose Company" une **somme forfaitaire** contre la renonciation de celle-ci à percevoir des coupons sur le T.S.D.I. à l'issue de la quinzième année. En fait, il s'agit de la **valeur actualisée des intérêts que l'émetteur aurait dû verser à partir de l'année 16**.
- e. Le montant de ces intérêts payés d'avance, est placé par la "Special Purpose Company" dans une obligation zéro coupon de 15 ans de première signature.

Schéma de montage



A l'échéance, la **valeur du zéro coupon** après capitalisation et en franchise d'impôts est égale à la **valeur nominale de l'émission du T.S.D.I.** et sert de garantie au remboursement au pair du T.S.D.I. d'origine.

- f. A l'échéance de **15 ans**, la "**Special Purpose Company**" devient **propriétaire des T.S.D.I.** qui continuent à exister juridiquement mais qui ne produisent plus d'intérêts.

Etant donné que le T.S.D.I. était un instrument complexe et relativement neuf, son traitement fiscal devait faire l'objet d'une demande d'avis auprès du service de la législation fiscale française (SLF). Même si l'avis était favorable, aucun régime fiscal déterminé n'était acquis. Le SLF convenait du traitement suivant:

- . La société payait des intérêts sur 100% du montant de l'émission mais ne pouvait déduire que dans les proportions de l'utilisation de ces fonds, soit 75 % (voir schéma) de la somme.
- . Par contre, le placement des 25 %, dans un paradis fiscal, permettait d'échapper à toute taxation sur le zéro coupon.

Le SLF a estimé depuis lors que le T.S.D.I. "restructuré" frôlait l'abus de droit, il fallait donc être extrêmement prudent et au moins obtenir un avis du SLF favorable avant le lancement d'une émission.

L'introduction récente d'un projet de loi sur la fiducie et un communiqué de la COB (Commission des Opérations de Bourse), le 6 mars 1992, confirment:

- qu'il n'y aura plus d'avantages fiscaux accordés aux émetteurs de T.S.D.I. "restructurés" et
- que ces derniers devront être distingués des fonds propres dans les comptes consolidés de l'entreprise.

Cette nouvelle attitude au plan fiscal signe l'arrêt de mort de toute nouvelle émission du T.S.D.I. restructuré en France.

D'autre part, il convient de souligner les récentes difficultés financières rencontrées par l'ULN (Union Laitière Normande) qui a été dans l'obligation de revendre une partie de ses actifs pour obtenir la trésorerie lui permettant d'éviter de déposer son bilan. L'ULN avait été la seule entreprise du monde de l'Economie Sociale à avoir accès au T.S.D.I.. Il est fort probable que la marché financier risque de redoubler de prudence.

Quant au caractère de **fonds propres**, le T.S.D.I. **stricto sensu** est **généralement admis** par les comptables, les analystes, les commissaires aux comptes comme des "autres fonds propres". Ceci est principalement justifié par son caractère perpétuel, subordonné, et par la clause de suspension de paiement des intérêts, qui assimile plus ou moins ces revenus à des dividendes.

C'est la restructuration du T.S.D.I. dans un montage qui a posé problème dans le sens où cette restructuration implique la fin de l'obligation de l'émetteur de payer un coupon après l'année 15 et prévoit le rachat du titre aux investisseurs. Le titre perd son caractère de quasi fonds propres en perdant son caractère perpétuel.

Dans la mesure où le but de l'étude n'était pas de mettre au point un système permettant aux entreprises de l'Economie Sociale d'échapper à un prélèvement fiscal, la fin du T.S.D.I. restructuré ne présente pas une perte en soi sauf pour l'aspect de garantie qu'il offrait aux investisseurs par le zéro coupon.

D'autres facteurs présentaient de toute façon certains freins à l'utilisation de ce titre pour les entreprises de l'Economie Sociale.

Ces facteurs sont liés aux divers coûts et à la complexité du montage à effectuer. En effet, lorsque nous rentrons dans les détails du montage, il apparaît tout d'abord que de nombreuses opérations de couverture sont nécessaires.

L'émetteur du zéro coupon est souvent un Etat souverain étranger et il faut opérer un swap en devises. L'émetteur désirant estimer la charge de son financement fait un swap entre le taux d'intérêt variable lié au PIBOR et un taux fixe à long terme.

En pratique l'émetteur paie l'intérêt fixe à la banque et cette dernière se charge de payer les intérêts variables aux investisseurs.

Ensuite, le montage implique de très nombreux contrats entre les différentes parties.

Il y a notamment le **contrat d'émission** entre l'émetteur et les investisseurs, le contrat entre l'émetteur et la "Special Purpose Company", le contrat prévoyant le rachat des titres des investisseurs par la SPC et enfin l'accord de mise en nantissement du zéro coupon en faveur des investisseurs.

Ces contraintes exigent une parfaite coordination et une grande rigueur au niveau du maintien d'un calendrier.

Toute cette **complexité** se traduit malheureusement par des **coûts fixes très importants**. **C'est pourquoi les émissions** qui ont eu lieu jusqu'à présent ont souvent concerné des **montants supérieurs à 150 millions d'Ecus**.

Enfin, le marché aurait été en fait restreint pour l'Economie Sociale, vu le risque pris sur le taux variable et le fait que les titres sont illiquides.

Cette expérience débouche sur une conclusion connexe qui confirme nos recommandations sur les mécanismes de garantie : ceux-ci doivent rester optionnels car leur complexité inévitable engendre des charges qui peuvent être importantes et peuvent ainsi miner les rendements mêmes des titres qu'ils garantissent.

3. Cas particulier du T.S.D.I. à marges progressives

Il s'agit ici d'un TSDI classique dont le contrat d'émission prévoit une progressivité de la marge à appliquer à un taux de référence.

Ceci permet à l'investisseur d'espérer que l'émetteur sera ainsi poussé à rembourser son titre, même si cela implique une nouvelle émission.

Les T.S.D.I. (non restructurés), éventuellement avec marges faiblement progressives, sont considérés comme fonds propres complémentaires pour autant qu'ils ne dépassent pas en montant les "fonds propres de base".

La Commission bancaire, les analystes et les commissaires aux comptes sont amenés à procéder à leur propre interprétation de ce niveau de progressivité qui peut faire perdre au titre son caractère de fonds propres.

Notons que la même technique peut être utilisée au niveau des titres participatifs.

Cette technique est fort intéressante et à appliquer selon les cas, car elle offre une alternative de "liquidité" au souscripteur (p. ex. les Fonds A et B).

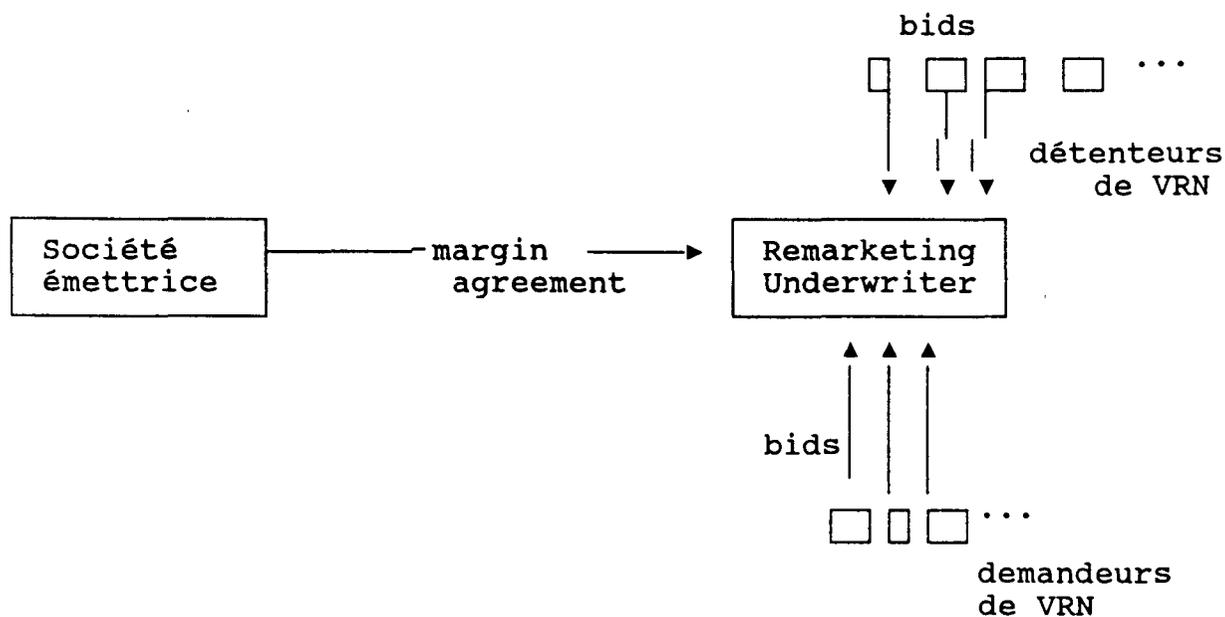
B. Cas particulier: "Variable Rate Notes" (titre à taux d'intérêt variable)

1. L'émission de ce titre est récente, le premier ayant été émis en juillet 1988 par la Lloyds Bank.

Le secteur bancaire, toujours à l'affût d'un nouvel outil de quasi-capital pour conforter ses ratios de fonds propres, est créatif et peut proposer des produits intéressants pour le secteur de l'Economie Sociale. Il suffit de penser au T.S.D.I. dans sa forme originale, qui d'abord émis par des banques a ensuite pu être utilisé par certaines sociétés coopératives.

2. Le "Variable Rate Note" est en fait un T.S.D.I. de troisième génération. Après le T.S.D.I. originel et sa forme restructurée et ensuite les T.S.D.I. à marges progressives, voici la réponse actuelle du secteur bancaire face aux problèmes rencontrés par les T.S.D.I. d'anciennes générations. Ceux-ci étaient en grande partie devenus illiquides suite à une perte de crédibilité du marché. (cfr. à ce sujet, le point 4.2.3.A du présent rapport).
3. Le "Variable Rate Note" (VRN) a le mérite de **permettre au souscripteur de liquider sa position trimestriellement** ou si ce n'est pas possible, d'obtenir une **prime d'illiquidité** payée par l'émetteur.
4. Quatre entités interviennent dans le **mécanisme** inhérent à ce titre :
 - a. **la société qui émet** un titre perpétuel à taux variable, le "Variable Rate Note"
 - b. **le "Remarketing Underwriter"**, banque d'affaires qui joue un rôle important pour le maintien de la liquidité du titre
 - c. **les détenteurs des VRN** qui peuvent "liquider" leurs titres auprès du "Remarketing Underwriter"

- d. les acheteurs potentiels du VRN qui s'adressent au "Remarketing Underwriter"



5. Le VRN se caractérise par le processus de **négociation trimestrielle de la marge** qui sera appliquée au taux de référence (ex. LIBOR)

Voici un exemple chronologique: ⁽¹⁾

¹. Système pratiqué par SALOMON BROTHERS INTERNATIONAL Ltd.

Phase A: "Notification period": Entre le 30 ième et le 12ième jour avant le paiement du coupon, les détenteurs du VRN vont remettre "offre" (bid) au "Remarketing Underwriter", sur la marge qu'ils exigent pour le prochain trimestre.

Les acheteurs potentiels vont également rentrer leur "bid" auprès du "Remarketing Underwriter", en précisant la marge qu'ils désirent obtenir.

Phase B: Le "Remarketing Underwriter" a rassemblé tous les différents "bids" du marché. Il dispose de 2 jours pour **négoier la marge (agreed margin) avec la société émettrice** du titre.

Phase C: La marge étant définie, tout détenteur ayant remis "offre" pour une marge supérieure peut exiger du "Remarketing Underwriter" de lui racheter le VRN à sa valeur nominale.

Pour éviter la spéculation sur la marge, le **Remarketing Underwriter peut également exercer une option d'achat** sur les titres détenus par des souscripteurs ayant fait des demandes de marges supérieures à "l'agreed margin".

Le Remarketing Underwriter considère que les demandes exagérées sont une offre de vente tacite.

Phase D: Le coupon est ensuite payé.

6. Dans le cas où l'émetteur et le "Remarketing Underwriter" ne parviennent **pas** à se mettre d'**accord** sur une "agreed margin", une **marge alternative** est systématiquement utilisée. Celle-ci est prédéterminée au moment de l'émission du titre et elle est sensée **tenir compte** d'une **rémunération d'illiquidité**.
7. **Aucune des parties en jeu n'a intérêt** à arriver à une situation d'utilisation de la **marge alternative**.
 - a. pour l'émetteur, il s'agit de la **marge maximum** prévue à l'émission et donc la plus chère.
 - b. Le "Remarketing Underwriter" a intérêt à accepter un agreed margin car le "Remarketing Fee" qu'il perçoit de l'émetteur est annulé dès que la marge alternative est appliquée. La rémunération est d'ailleurs souvent inversement proportionnelle au niveau de la "agreed margin" pour que celui-ci défende les intérêts de l'émetteur.
 - c. Le détenteur a intérêt à éviter l'utilisation de la marge alternative car elle exclut l'exercice de l'option de vente.
8. C'est un mécanisme où tout achat et vente se fait à la **valeur nominale**. La modification de la perception du titre par le marché se traduira dans la marge que devra payer l'émetteur. Celui-ci **participe** activement à **maintenir son titre liquide** contrairement au cas du T.S.D.I. traditionnel où une mauvaise perception de la société par le marché se traduisait par une décote mais n'avait pas d'effet direct sur l'émetteur.

Pour de plus amples détails, nous vous invitons à consulter le dossier sur les VRN fait par SALOMON BROTHERS INTERNATIONAL LIMITED, annexé à ce rapport (Annexe 6.6. C.1.).

9. **Ce mécanisme pourrait être à la base de la constitution et de l'organisation d'un "service de liquidité - intermédiation".**

C. Les "Permanent interest bearing shares" (PIBS)

1. Les Building Societies (GB) s'apparentent aux mutualités dont l'activité s'exerce au niveau de l'épargne et du crédit, (et plus particulièrement du crédit hypothécaire).

L'actionnariat de ces Building Societies a été jusqu'à il y a peu uniquement représenté par **certains des déposants**. Ceux-ci peuvent décider de mettre leurs dépôts dans un **"share-account"** où ils recevront un intérêt plus élevé que pour un simple dépôt et une action par tranche de 70 ECUS. Dans ce cas le déposant peut moins facilement faire un retrait de ses dépôts. Il existe des systèmes de préavis de retrait. En cas de faillite, le détenteur de "share account" sera de rang inférieur aux déposants ordinaires. Chacun de ces déposants dispose d'un **seul droit de vote**.

2. Un nouveau type d'actionnaire peut maintenant faire partie de l'actionnariat. Il s'agit des détenteurs d'un nouveau type d'actions: les **"permanent interest bearing shares"**.

Ces titres sont assortis d'un **droit de vote** par détenteur.

L'émission de ces nouveaux titres a été acceptée par la Building Society Commission (organisme régi par le Ministère des Finances britannique) au début du mois de **juin 1991**. Toute émission inférieure ou égale à 350.000 ECUS ne doit pas faire l'objet d'une autorisation préalable de cette Commission. Il n'y a pas de limite statutaire au montant d'une émission d'un PIBS. Mais la Building Society Commission considérera comme imprudent tout montant de PIBS qui excède de 50 % les réserves disponibles de la société.

3. Ces titres ont les caractéristiques suivantes :

Ils sont :

- **perpétuels**

Les titres ne seront remboursés qu'à la liquidation. Une **possibilité de rachat anticipé existe dans le chef de l'émetteur**, si la décision en est prise au niveau du Conseil d'Administration, mais elle est toutefois **subordonnée à l'accord de la Building Societies Commission** et ne pourra se concrétiser qu'après le cinquième anniversaire de l'émission.

La Commission donnera son accord si elle estime que le capital restant est suffisant pour couvrir les besoins de la société.

- **Rémunérateurs d'un intérêt**

Soit fixe, soit lié à un taux de référence sur le marché. La rétribution des titres n'est, en aucun cas, liée aux bénéfices.

Les conditions d'émission ne peuvent pas prévoir une augmentation du taux d'intérêt ou de la marge sur un taux de référence de plus de:

- 0,75% en une fois
- 0,75% cumulé sur les 5 premières années
- 1,5% cumulé en une ou plusieurs fois au long de la vie du titre

Ceci pourrait en effet être interprété comme une intention de remboursement anticipé de la part de l'émetteur et le titre perdrait ainsi son caractère perpétuel.

- **Subordonnés**

Le remboursement du titre à la liquidation est de rang inférieur à toute autre dette y compris les prêts subordonnés et les actions ordinaires.

Il s'agit donc bien de quasi-fonds propres.

- **Clause de suspension de paiement des intérêts**

Le paiement de l'intérêt lié au PIBS peut être annulé lors d'une échéance soit en partie soit en totalité par décision du Conseil d'Administration de la société émettrice.

Ceci peut être justifié soit par un niveau de réserves trop faible, soit parce que le paiement de ces intérêts mettrait la société en faillite.

Cet intérêt n'est **pas récupérable** ultérieurement contrairement au cas prévu dans la clause de report des T.S.D.I.

- **Réduction de capital par incorporation des pertes**

Dans certains cas la valeur nominale des PIBS pourra être réduite par absorption de pertes reportées.

4. Sept émissions ont eu lieu, avec l'autorisation de la Building Societies Commission.

La toute première émission s'est faite dès le 3 juin 1991 par Leeds Permanent. (5ième Building Society de Grande-Bretagne) pour un montant de 110 millions d'ECUS.

Taux d'intérêt: 13,625%

Cotée sur la Bourse de Londres au prix de 170 ECUS (fin mars 1992)

Halifax Building Society (la plus grande Building Society de Grande-Bretagne) a émis 140 millions d'ECUS le 23 janvier 1992

Taux d'intérêt: 12%

Ces deux émissions ont d'abord fait l'objet d'un **placement privé auprès d'investisseurs institutionnels** (écossais dans le premier cas et anglais dans le deuxième).

Par rapport aux taux des obligations de l'Etat Britannique, les titres de Leeds Permanent offrent en ce moment un taux supérieur de 3,35% et pour Halifax il s'agit d'une prime de 2,75%.

Cette **différence** s'explique par le **meilleur rating de Halifax** qui est de signature AA.

La dernière émission par Leeds & Holbeck Building Society (18ième Building Society de Grande-Bretagne) date du 7 avril 1992 et porte sur 35 millions d'ECUS.

Taux d'intérêt: 13,375%

Prix d'émission: 100,227%

Il s'agit en fait d'une émission d'obligations perpétuelles obligatoirement convertibles en P.I.B.S. avant le 1 février 1993.

La société doit encore procéder à certaines modifications de ses "Rules of the Society's Memorandum" lors de sa prochaine Assemblée Générale pour être en règle avec les conditions de la "Building Society's Commission en matière d'émission de P.I.B.S.

D. Loi italienne du 31.1.1992 sur les nouvelles normes en matière de sociétés coopératives

1. Il est maintenant prévu par la loi que toutes les actions d'une société coopérative, qu'elles soient détenues par les sociétaires ordinaires ou non, pourront bénéficier d'une **plus value par incorporation des bénéfices**. Celle-ci sera toutefois **limitée au taux d'inflation**. La valeur nominale de la part augmentera donc annuellement et la plus-value sera réalisée au moment de la cession ou du remboursement de la part du sociétaire.
2. La nouvelle loi relative aux coopératives en Italie ouvre la voie à l'obtention de fonds propres en provenance de partenaires non coopérateurs. (Nous pouvons voir ici des similitudes avec les possibilités prévues dans les statuts des coopératives agricoles françaises, basés sur la loi du 27 juin 1972 - voir à ce sujet l'annexe 6.7.C.2.).

Par une disposition à introduire dans les statuts, les **associés "sovventori"** (de soutien) auront le droit de souscrire à des **actions à droits de vote limité**. Un associé pourra disposer d'au maximum 5 votes bien qu'il n'existe pas de limite au montant de son intervention.

Globalement les associés "soventori" n'auront **jamais que 33 % des votes totales** et seront donc toujours en minorité.

Ces titres seront **librement négociables**.

La **rémunération** des associés peut être **majorée d'un maximum de 2 % dans le cas des associés "soventori"**. Mais ceci doit être expressément spécifié dans les statuts de la société coopérative. On peut également prévoir des conditions particulières dans les statuts pour la liquidation. L'interprétation de la législation sur ce point n'est pas encore claire.

3. Il existe aussi la possibilité d'attirer des partenaires non coopérateurs par l'émission de "**azione di partecipazione cooperativa**".

La **rémunération est d'office majorée de 2 %** par rapport aux coopérateurs ordinaires.

Le volume total de ces titres ne peut être supérieur à la valeur comptable totale des actions ordinaires ou des fonds propres, et une moitié au moins de l'émission doit être offerte aux associés ordinaires et aux employés de la coopérative.

Ces titres-ci sont au porteur et ne donnent **pas accès à un droit de vote**.

Une Assemblée Générale spéciale est tenue chaque année pour les détenteurs de ces "azioni di partecipazione cooperativa". Ceux-ci doivent **indiquer un représentant à l'Assemblée Générale ordinaire.**

En cas de liquidation, le détenteur de l'"azione di partecipazione cooperativa" sera **privilié pour le remboursement du capital** par rapport aux actionnaires ordinaires.

Voici donc un autre type de titre qui permet d'entrevoir la possibilité d'un rendement conciliant intérêts et plus-values. Il s'ajoute à la liste des titres que pourraient acheter les Fonds A et B ou la Holding.

E. Réflexions quant aux caractéristiques à promouvoir pour le titre spécifique de l'Economie Sociale.

L'analyse de ces trois titres, ainsi que celle de tous les titres abordés dans la première phase de l'étude c.à.d. le titre participatif, le Genußschein, le certificat de Participation belge, le titulos do investimento, le Common Ownership Security etc. suscitent les réflexions suivantes.

1. Leur point commun est indéniablement **la subordination** qui correspond à une condition nécessaire à toute assimilation à la nature de fonds propres.
2. Mais est-ce une condition suffisante? Nous remarquons que le **caractère perpétuel** d'un titre influence également le débat quant à considérer un instrument comme du quasi-capital.

En France, par exemple, l'article 248.8 du décret n° 67 236 du 23 mars 1967, de la législation française, pris en application dans la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales précise :

"Lorsque des capitaux sont reçus en application de contrats d'émission ne **prévoyant ni remboursement** à l'initiative du prêteur, ni de rémunération en cas d'absence ou d'insuffisance de bénéficiaire, ceux-ci peuvent être inscrits au bilan consolidé à un poste de capitaux propres".

Notons que cet article **insiste** également sur le **caractère d'incertitude** lié à la rémunération.

Nous retrouvons une prise de position allant dans ce sens dans le projet du décret du Conseil d'Etat sur l'article R334-3 du Code des assurances, où un titre participatif à durée indéterminée sera admis à hauteur de 50% de la marge de solvabilité, alors que cette prise en compte est réduite à 25% lorsque le titre devient à durée déterminée.

Enfin, relevons encore à titre d'exemple, le traitement du T.S.D.I. dans le calcul du **ratio Cooke**. **Les T.S.D.I., vrais perpétuels**, éventuellement avec marges faiblement progressives, sont considérés comme fonds propres complémentaires pour autant qu'ils ne dépassent pas en montant les "fonds propres de base".

Par contre les T.S.D.I. restructurés ou les T.S.R. peuvent être considérés comme fonds propres complémentaires dans le calcul du ratio Cooke mais cette fois à concurrence de la moitié "des fonds propres de base" seulement.

Les titres participatifs, le Genußschein, le T.S.D.I. stricto sensu, le Permanent Interest Bearing Share sont tous des titres à durée indéterminée.

Il est donc clair que, parmi les caractéristiques d'une valeur mobilière à vocation européenne, le **caractère perpétuel est fondamental**.

Le titre perpétuel est caractérisé par une plus grande sensibilité au risque de fluctuation du taux d'intérêt puisque l'élément de remboursement du principal à une échéance donnée, ne peut venir atténuer l'impact de ces variations.

Malheureusement, c'est ce **même caractère** qui **pose problème au plan de sa liquidité** et qui oblige dès lors ses promoteurs éventuels à organiser un marché tel que nous le suggérons dans notre rapport (service de liquidité - intermédiation, marginalisation dans le portefeuille du Fonds A, voire du Fonds B).

Cette critique peut être nuancée lorsque la rémunération est liée à un taux de référence sur le marché. De nombreuses banques ayant également besoin de quasi-capital pour conforter leur ratio COOKE, croyaient avoir trouvé la solution en émettant entre 1984 et 1986 des obligations perpétuelles liées à un taux de référence monétaire. Ce marché de "floating rate perpetuals" avait atteint un volume de 20 milliards d'ECUS.

Mais le risque persistait sur la qualité de la solvabilité des émetteurs. C'est à cause d'une détérioration de celle-ci pendant les années 86 et 87 que des pertes importantes ont été subies sur un grand nombre d'obligations perpétuelles.

De plus, une réglementation introduite par la banque d'Angleterre est venue aggraver la chute des cours en exigeant que les banques déduisent de leurs fonds propres le montant de leur position en prêts subordonnés. Elle anticipait que d'autres pays adapteraient leurs réglementations dans ce sens.

Selon Monsieur Alain SERVAIS du bureau des agents de change DEWAAY - SERVAIS et Cie à Bruxelles, le marché des euro-obligations, sur lequel ces "perpétuels" ont été émis, n'est vraiment plus attiré par ce produit, qui a perdu sa crédibilité et dès lors sa liquidité.

Actuellement, les seuls perpétuels présents sur le marché des euro-obligations sont réservés aux émetteurs de toute première signature. A titre d'information, les obligations perpétuelles correspondent à moins de 5 % du marché des "eurobonds" et ils connaissent en général une décote de l'ordre de 15 % à 20 %.

Cette mauvaise perception des titres perpétuels par le marché a déjà donné lieu à des difficultés dans le secteur de l'Economie sociale, notamment lors de la tentative de valorisation des transactions entre l'IDES et Hoche Participation comme nous l'expliquons à la page 56 du présent rapport).

Un deuxième élément est sans doute aussi à l'origine de l'illiquidité du titre participatif. Il s'agit des systèmes de valorisation à proprement parler, qui lui sont associés.

La valeur du titre participatif est déterminée par une formule de valorisation prévue par convention est souvent exprimée de la manière suivante:

Prix = valeur nominale x moyenne de rendement sur le titre participatif obtenue pour les 3 dernières années, divisée par le taux de rendement du marché

$$P = \frac{VN \times i}{r}$$

2.

Cette formule correspond d'ailleurs à la valeur théorique de toute obligation perpétuelle classique.

Cette formule ne tient pas compte de la partie variable de la rémunération directement liée au résultat de la société.

2.

P = prix

VN = valeur nominale

i = moyenne de rendement sur le titre participatif
obtenue pour les 3 dernières années

r = rendement du marché

Prenons un exemple: si l'IDES dispose d'un titre participatif non coté en Bourse, dont le rendement historique est de 12 % alors que le taux du marché est de 10 %, la convention prévoit qu'elle pourra vendre celui-ci à 120 % de la valeur nominale.

Mais si l'IDES connaît le potentiel de forte croissance de la société, elle sait que ce titre participatif vaut bien plus que 120 et décidera de ne pas vendre à ce prix. Son titre participatif devient alors illiquide puisqu'elle ne trouve pas d'acheteurs au prix qu'elle estime correct.

Une date d'échéance de remboursement aurait, il est vrai, diminué l'impact positif de ce taux de croissance attendu surtout si cette date n'est pas éloignée mais son absence n'est pas la cause unique de cette "décote".

La **prise en compte d'un taux de croissance** est en fait typique d'une **évaluation d'action**, où il faut aller plus loin qu'estimer le risque de crédit, et prévoir jusqu'au niveau de la performance future.

L'insuccès des obligations perpétuelles est peut-être dès lors dû à la nature du produit qui ne se prête pas totalement au profil du marché obligataire. Comme dans le cas du T.S.D.I. stricto sensu ou du titre participatif, le produit est difficile à classer. Il ne concerne pas les gestionnaires d'actions qui doivent très bien connaître les sociétés et se concentrer sur les perspectives de performances futures, ni le gérant obligataire qui n'est pas en mesure d'évaluer la subordination ou de prendre en compte la clause de report.

Tant que le marché n'aura pas évolué pour accepter ce caractère hybride, **il faudra probablement choisir des formes de T.S.D.I. adaptés comme le "Variable Rate Note"**, par exemple, ou, le cas échéant prendre l'option d'une action à **droit de vote limité**, comme le nouveau titre italien (quoique personne ne sait encore comment il sera accepté par le marché).

3. **Au niveau de la rémunération**, les nouvelles expériences en matière de titres subordonnés ne semblent plus jouer sur une combinaison d'un rendement fixe et d'une rémunération liée au résultat de la société.

Le titre participatif français n'a pas connu un grand succès, mais il est difficile de déterminer si la partie de la rémunération liée aux résultats de la société en est la cause.

Notons que dans le cas de la nouvelle loi italienne, la rémunération se fait sous forme de dividendes. Pour les "soci soventori", ils sont supérieurs de 2 % à ceux des coopérateurs mais restent néanmoins toujours limités à 14,5%. Il n'y a pas de rémunération garantie.

Dans le cas des P.I.B.S. et des T.S.D.I. il s'agit d'un intérêt non lié au niveau de performance de la société.

4. Ce qui semble apparaître dans tous les cas observés, c'est une **flexibilité au niveau du paiement de la rémunération à échéance** que ce soit par des possibilités de report, ou d'annulation de la rémunération.

5. La position du secteur de l'Economie Sociale face au droit de vote n'est pas encore unanimement établie. Comme vu ci-dessus, l'Italie a récemment changé sa législation en matière de sociétés coopératives pour permettre l'accès de non coopérateurs à des droit de vote limités.

L'attribution d'un droit de vote par détenteur de Permanent Interest Bearing Shares, ouvre aussi une porte dans le sens d'une nouvelle approche de cette problématique.

* *

*

SIMULATION D'UNE ARTICULATION POSSIBLE ET DES LIAISONS POSSIBLES EXISTANTS ENTRE LES DIVERS INSTRUMENTS

5.1. PROFIL ET HYPOTHESES GENERALES

La présente simulation (dont une représentation graphique est reprise en page 145) tient compte des éléments qui ont été considérés comme importants dans les premières et secondes parties de ce rapport. Elle a pour seul but de se faire une idée approximative de l'impact des coûts de fonctionnement du mécanisme sur le rendement global des Fonds A et B.

Voici immédiatement les principales données chiffrées que nous avons obtenues.

	FONDS A	FONDS B	HOLDING
Actifs gérés (Millions d'ECUS)	150	100	34,5
Taux de return avant frais de gestion (et hors prime de risque)	9,50%	8,89%	10,00%
Frais de Gestion	0,90%	1,09%	1,50%
Taux de return après frais de gestion (et hors prime de risque)	8,60%	7,89%	8,50%
Risques encourus	Faibles	Moyens	Elevés
Terme du placement	Court/ Moyen terme	Moyen terme	Long terme

Les hypothèses communes à l'ensemble de l'exemple repris dans le tableau sont les suivantes

Les frais de gestion étant comparables à ceux de n'importe quel FCPR ou SICAV, c'est la ligne "taux de return" avant frais de gestion (et hors prime de risque) qui donne une idée du rendement à comparer à ceux de Fonds classiques : l'écart (0,5 à 1,11 %) est dû uniquement à la politique de placement qui prévoit - dans notre modèle - des taux privilégiés pour les PME, la Holding, la société de garantie et les intermédiaires financiers.

HYPOTHESES GENERALES :

- * les taux sur les marchés boursiers sont de 10% par an, tant en actions qu'en obligations, tant à court terme qu'à long terme
- * tous les montants sont exprimés en Ecus, même si certains compartiments des Fonds ou si certains investissements sont réalisés en monnaies nationales (on ignore les différentiels d'inflation et de taux de devises dans le temps)
- * Certains placements destinés à l'Economie Sociale sont réalisés à des taux fixes préférentiels de 5% (la moitié du taux du marché); (ils donneraient cependant vraisemblablement droit à la participation à un éventuel capital gain si les investissements se révèlent rentables).
- * En l'absence d'informations précises émanant du marché (inévitable compte tenu de la nature même de la mission), il a fallu se contenter d'estimations arbitraires quoique raisonnables, en ce qui concerne les montants des Fonds.

Les montants retenus résultent du croisement des approches suivantes :

- . une **estimation théorique** des besoins de financement des coopératives agricoles et des SCOP à 5 ans ainsi que du pourcentage de couverture de ceux-ci par des interventions des Fonds (5 à 20 % des besoins en fonds propres);

- . une **estimation d'un montant minimum "significatif"** de moyens financiers à injecter dans l'Economie Sociale via un tel système (± 100 mios d'Ecus), ne fût-ce que pour pouvoir répondre à l'une ou l'autre demande d'une entreprise de taille moyenne, montant qui permet également de "marginaliser" les coûts fixes du mécanisme;
- . une **estimation de montant** à partir duquel d'éventuelles conditions privilégiées d'intervention au profit de P.M.E. ont un impact relativement minime sur le rendement global des Fonds (marginalisation maximale).

5.2. CINQ INSTRUMENTS : HYPOTHESES

A. FONDS A :

- * Le public en général souscrit pour **150 millions d'Ecus** au Fonds A
- * Ces 150 millions sont placés de la façon suivante :
 - **90% soit 135 millions d'Ecus**, sont placés en **obligations cotées et sélectionnées sur base d'un screening social**, offrant une rentabilité (intérêts + dividendes + plus-values) moyenne de **10% par an**. On estime dans cette simulation que **10 % de 135 millions** seraient investis dans des obligations cotées du secteur de l'Economie Sociale;
 - les **10% restants, soit 15 millions d'Ecus**, sont placés en **obligations non cotées** offrant un intérêt annuel certain de **10 à 5%**. (Ces dernières offriraient éventuellement une participation au capital gain réalisé par les différentes entités).
 - . **5 millions d'Ecus** sont placés en quasi-fonds propres dans les **grandes entreprises** de l'Economie Sociale offrant un taux d'intérêt de **10% par an**,
 - . **5 millions d'Ecus** sont investis (titres subordonnés) dans des sociétés financières spécialisées dans l'Economie Sociale (de type **INAISE**, finançant les petites entreprises et associations de l'Economie Sociale),
 - . **4,5 millions d'Ecus** dans la **Holding**,
 - . **0,33 millions d'Ecus** sont prêtés au **Fonds de garantie**,

- . **0,17 millions d'Ecus** sont prêtés au service **liquidité - intermédiation** pour assurer la liquidité des participations prises par les Fonds.

Le Fonds A ne détient pas plus de 15% des valeurs mobilières émises par ces différentes entités :

- * Un **compartiment "Grant"** en faveur des associations pourrait être prévu (voir l'exemple Eurco Solidarité, point 1.2.). En estimant que 10% des souscripteurs au Fonds A iraient vers ce compartiment "Grant" et que la moitié du rendement (8,6% : 2 = 4,3%) serait abandonné en faveur d'associations indiquées par l'investisseur, la somme de **581.000 d'Ecus par an** (135 millions x 10% x 4,3%) serait répartie parmi les associations choisies. Sur une période de cinq ans cela donnerait **2,9 millions d'Ecus** (extrapolation linéaire).
- * Les **frais de gestion** sont de 1% par an sur les 90% placés en titres cotés et de zéro pour cent pour 10% placés en titres non cotés au profit des autres instruments.

Les frais de gestion du fonds A s'élèvent donc à **0,90% par an** ((1% x 90%) + (0% x 10%)).

- * Le **rendement final** (hors capital gain éventuel sur les 10%) du fonds A est donc de **8,6%** correspondant à:
 - . un **rendement brut de 9,5%** qui provient de ((90% x 10%) + (10% x 5%))
 - . moins les **frais de gestion de 0,9%**

B. FONDS B

- * Les investisseurs institutionnels en sont les principaux souscripteurs pour **100 millions d'Ecus**,

* Ces 100 millions sont placés de la façon suivante:

- . 50% soit **50 millions d'Ecus**, sont placés en **actions et obligations cotées** (*éventuellement sélectionnées sur base d'un screening "social"*), offrant une rentabilité moyenne de **10%** par an,
- . 29,5% soit **29,5 millions d'Ecus** sont placés en quasi-fonds propres non cotés dans des **grandes entreprises de l'Economie Sociale**, offrant un taux d'intérêt de **10%** par an.

Ces grandes entreprises devraient consacrer **2%** de ces souscriptions (0,50 millions d'Ecus) à prendre des actions du Fonds de garantie par principe de mutualisation des risques.

- . les **20,5%** restants, soit **20,5 millions d'Ecus**, sont placés en **obligations non cotées** offrant un intérêt annuel certain de **5%**. (Elles offriraient éventuellement une participation au capital gain réalisé par les différentes entités).

Le Fonds B détient donc des valeurs mobilières émises par ces différentes entités, à savoir:

- . **10 millions d'Ecus** sont investis (titres subordonnés) dans des sociétés financières spécialisées dans l'Economie Sociale (de type **INAISE**), finançant les petites entreprises de l'Economie Sociale.
- . **10 millions d'Ecus** dans la Holding
- . **0,33 millions d'Ecus** sont prêtés au Fonds de garantie

- . **0,17 millions d'Ecus** sont prêtés au service "Liquidité - Intermédiation", pour assurer la liquidité des participations prises par les fonds.

* Les **frais de gestion** sont de:

- . 1% par an sur les 50% placés en actions et obligations cotées
- . 2% sur les 29,5% de souscriptions de quasi fonds propres souscrits au profit des grandes entreprises
- . et de zéro pour cent pour 20,5% placés en obligations non cotées au profit des autres instruments

Les frais de gestion du Fonds B s'élèvent à **1,09% par an** ((1% x 50%) + (2% x 29,5%) + (0% x 20,5%)).

- . **Le rendement final** (hors capital gain éventuel sur les 20,5%) du Fonds B est donc de **7,89%** correspondant à:
 - un **rendement brut de 8,98%** qui provient de ((79,5% x 10%) + (20,5% x 5%))
 - moins les **frais de gestion de 1,09%**

C. LA HOLDING

- * Le capital de la Holding (**34,5 millions d'Ecus** - pure estimation de ce que devrait être le capital minimum d'une Holding) aurait pour principaux souscripteurs;

- . des **investisseurs** actifs dans le financement de l'Economie Sociale (sociétés d'investissement, banques, compagnies d'assurances, mutuelles...) (dénommés investisseurs extérieurs dans le schéma) apportant un savoir-faire ainsi que des projets préselectionnés de premier ordre; pour **20 millions d'Ecus sous forme d'actions**
 - . les deux Fonds pour un total de **14,5 millions d'Ecus**, apportés sous forme d'**obligations non cotées** offrant un intérêt annuel certain de **5%** (et éventuellement une participation au capital gain).
- * Ces **34,5 millions d'Ecus** sont intégralement placés en titres divers (actions et obligations, autres,...) dans des petites et moyennes entreprises de l'Economie Sociale.
- Ces petites et moyennes entreprises consacrent **4,8%** de ces souscriptions (1,67 millions d'Ecus) à prendre des actions du Fonds de garantie par principe de mutualisation des risques.
- * Les **frais de gestion** de la holding sont de **1,5%** sur les souscriptions diverses réalisées au profit des petites et moyennes entreprises,
- * Le **rendement final** (hors capital gain éventuel sur la totalité des prises de participations) est donc de l'ordre de **8,5%** correspondant à:
- . un **rendement brut estimé de 10%**
 - . moins les **frais de gestion de 1,5%**

D. LA SOCIETE DE GARANTIE

* Le capital de la société de garantie (**3,33 millions d'Ecus**) aurait pour principaux souscripteurs :

- . les **Fonds A et B** qui prennent chacun pour **0,33 millions d'Ecus (0,66 millions d'Ecus au total)** sous forme d'**obligations non cotées à intérêt de 5%**
- . les **sociétés financières** qui prennent pour **0,50 millions d'Ecus** en actions
- . Les **petites et moyennes entreprises** de l'Economie Sociale qui prennent pour **1,67 millions d'Ecus**, apportés sous forme d'actions qui correspondent à **4,8%** des souscriptions d'actions ou obligations non cotées souscrites par la holding.
- . les **grandes entreprises** de l'Economie Sociale qui prennent pour **0,50 millions d'Ecus**, apportés sous forme d'actions, qui correspondent à **1,5%** des souscriptions de **quasi-fonds propres non cotés**.

* Ces **3,33 millions d'Ecus** correspondent à **4,82%** des souscriptions en petites, moyennes et grandes entreprises (69 millions d'Ecus) dont elles garantissent une éventuelle sinistralité.

Ils pourraient être mis à disposition du service "liquidité - intermédiation sous forme d'un placement à terme.

E. LE SERVICE "LIQUIDITE - INTERMEDIATION"

- * Les capitaux du service "Liquidité - Intermédiation" (1,67 millions d'Écus) auraient pour principaux souscripteurs:
 - . les Fonds A et B qui prennent chacun pour 0,17 millions d'Écus (0,33 millions d'Écus au total) sous forme d'obligations non cotées à intérêt de 5%.
 - . les sociétés financières qui prennent pour 1,33 millions d'Écus en actions.

- * Ces 1,67 millions d'Écus correspondent à 2,42% des souscriptions des petites, moyennes et grandes entreprises (69 millions d'Écus).

Si l'on ajoute à ces moyens ceux de la garantie, on atteint 7,24% des investissements dans des entreprises de l'Economie Sociale (69 millions d'Écus).

5.3. LES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

* Des quasi-fonds propres de **15 millions d'Écus** portant un intérêt de 5% sont apportés aux sociétés financières spécialisées dans le financement des petites entreprises et associations de l'Économie Sociale (de type **INAISE**). Ils proviennent pour 5 millions du Fonds A et pour 10 millions du Fonds B. Ils seraient utilisés comme suit :

. **1,33 millions d'Écus** sous forme d'actions dans le service "Liquidité - Intermédiation".

. Les sociétés financières mettent pour **0,50 millions d'Écus** en actions dans le Fonds de garantie.

* Les **13,17 millions d'Écus** qui resteraient chez les sociétés financières sous forme d'augmentation de leurs fonds propres, permettraient notamment aux banques, sous certaines conditions, d'octroyer pour **105,36 millions d'Écus** de crédits supplémentaires aux petites entreprises et aux associations (ratio **COOKE**, fonds propres x 8%).

En sachant qu'en moyenne, ces banques attirent des dépôts de l'ordre de 1,5 x le volume des crédits qu'elles octroient, ces crédits additionnels vont donc les inciter à drainer des **dépôts** de l'ordre de **158 millions d'Écus**.

Puisqu'une partie (en moyenne 10%) de l'épargne dans ces banques est organisé dans des **mécanismes de donations en faveur d'associations**, il peut être estimé que des donations supplémentaires de l'ordre de **2,37 millions d'Ecus** pourraient sur une période de 5 ans (extrapolation lineaire) être générées par l'apport en fonds propres présentés dans cette simulation (158 millions x 15% * x 2% * = 0,47 million d'Ecus par an)

* basés sur les données de la TRIODOSBANK N.V. (Pays-Bas)

5.4. RESULTATS DE FINANCEMENT en quasi fonds propres ou à long terme au profit des différentes entités de l'Economie Sociale (en millions d'Ecus)

ECONOMIE SOCIALE / Apport par	Fonds A	Fonds B	 Holding	Liquidité/ Garantie	TOTAL
1. Grandes entreprises					
- 10% valeurs cotées	13,5	5			52,5
- non cotées	5	29,5		- 0,5	18,5 34
2. PME					
- en direct	4,5	10	20	- 1,67	45,97
- sociétés financières	5	10		- 1,83	32,8 13,17
3. Associations					
- via compartiment "Grant" Fonds A (cumul 5 ans linéaire)	2,9				5,27
- via sociétés financières					2,9 2,37
4. Effets secondaires					
- via la liquidité et la garantie					105,36
- via sociétés financières					p.m. 105,36
TOTAL GENERAL DE LA SIMULATION					209

N.B. Ces 209 millions représentent 77,4% des 270 millions d'Ecus d'actifs acquis sur les marchés financiers: 150 (Fonds A) + 100 (Fonds B) + 20 (mis par les partenaires de l'Economie Sociale dans la holding)

**Instruments financiers spécifiques pour les entreprises
d'économie sociale: titres subordonnés et Fonds européen**

Document

Luxembourg: Office des publications officielles des Communautés européennes

1993 — II, 155 p. — 21 x 29,7 cm

ISBN 92-826-5988-7

Prix au Luxembourg, TVA exclue: ECU 25

**Venta y suscripciones • Salg og abonnement • Verkauf und Abonnement • Πωλήσεις και συνδρομές
Sales and subscriptions • Vente et abonnements • Vendita e abbonamenti
Verkoop en abonnementen • Venda e assinaturas**

BELGIQUE / BELGIË
Moniteur belge /
Belgisch Staatsblad
Rue de Louvain 42 / Louvenseweg 42
B-1000 Bruxelles / B-1000 Brussel
Tél (02) 512 00 28
Fax (02) 511 01 84
Autres distributeurs /
Overige verkooppunten
**Librairie européenne/
Europese boekhandel**
Rue de la Loi 244/Wetstraat 244
B-1040 Bruxelles / B-1040 Brussel
Tél (02) 231 04 35
Fax (02) 736 08 60
Jean De Lanoy
Avenue du Roi 202 / Koningelaan 202
B-1060 Bruxelles / B-1060 Brussel
Tél (02) 538 51 69
Télex 63220 UNBOOK B
Fax (02) 538 08 41
Document delivery:
Oncoo
Rue de la Montagne 34 / Bergstraat 34
Bte 11 / Bus 11
B-1000 Bruxelles / B-1000 Brussel
Tél (02) 511 89 41
Fax (02) 513 31 95

DANMARK
J. H. Schultz Information A/S
Herstedvang 10-12
DK-2820 Albertslund
TR 43 63 23 00
Fax (Sales) 43 63 19 69
Fax (Management) 43 63 19 49

DEUTSCHLAND
Bundesanzeiger Verlag
Breite Straße 78-80
Postfach 10 05 34
D-50445 Köln
Tel (02 21) 20 29-0
Telex ANZEIGER BONN 8 882 595
Fax 2 02 92 78

GREECE/ΕΛΛΑΔΑ
G.C. Eleftheroudakis SA
International Bookstore
Nikis Street 4
GR-10583 Athens
Tel (01) 322 63 23
Telex 218410 ELEF
Fax 323 98 21

ESPAÑA
Boletín Oficial del Estado
Trafalgar, 28
E-28071 Madrid
Tel (91) 538 22 95
Fax (91) 538 23 49
Mundi-Prrensa Libros, SA
Castelló, 37
E-28001 Madrid
Tel (91) 431 33 99 (Libros)
431 32 22 (Suscripciones)
435 36 37 (Dirección)
Télex 49370-MUNDE
Fax (91) 575 39 98

Sucursal
Librería Internacional AEDOS
Consejo de Ciento, 391
E-08009 Barcelona
Tel (93) 488 34 92
Fax (93) 487 78 59

**Librería de la Generalitat
de Catalunya**
Rambla dels Estudis, 118 (Palau Moja)
E-08002 Barcelona
Tel (93) 302 88 35
302 64 92
Fax (93) 302 12 99

FRANCE
Journal officiel
Service des publications
des Communautés européennes
26, rue Desaix
F-75727 Paris Cedex 15
Tel (1) 40 58 75 00
Fax (1) 40 58 77 00

IRELAND
Government Supplies Agency
4-5 Harcourt Road
Dublin 2
Tel (1) 86 13 111
Fax (1) 47 80 845

ITALIA
Licosa SpA
Via Duca di Calabria 1/1
Casella postale 552
I-50125 Firenze
Tel (055) 64 54 15
Fax 64 12 57
Telex 570466 LICOSA I

GRAND-DUCHÉ DE LUXEMBOURG
Messageries du livre
5, rue Raffaeisen
L-2411 Luxembourg
Tél 40 10 20
Fax 40 10 24 01

NEDERLAND
SDU Overheidsinformatie
Externe Fondsen
Postbus 20014
2500 EA 's-Gravenhage
Tel (070) 37 89 911
Fax (070) 34 75 778

PORTUGAL
Imprensa Nacional
Casa da Moeda, EP
Rua D. Francisco Manuel de Melo, 5
P-1092 Lisboa Codex
Tel (01) 69 34 14
Telex 15798 BERDIS
Fax 49 60 255

**Distribuidores de Livros
Bertrand, Ld.ª**
Grupo Bertrand, SA
Rua das Terras dos Vales, 4-A
Apartado 37
P-2700 Amadora Codex
Tel (01) 49 59 050
Telex 15798 BERDIS
Fax 49 60 255

UNITED KINGDOM
HMSO Books (Agency section)
HMSO Publications Centre
51 Nine Elms Lane
London SW8 5DR
Tel (071) 873 9090
Fax 873 8463
Telex 29 71 138

ÖSTERREICH
Mantzer'sche Verlags-
und Universitätsbuchhandlung
Kohlmarkt 16
A-1014 Wien
Tel (0222) 531 61-133
Telex 112 500 BOX A
Fax (0222) 531 61-181

SUOMI/FINLAND
Akateeminen Kirjakauppa
Kaikkukatu 1
PO Box 128
SF-00101 Helsinki
Tel (0) 121 41
Fax (0) 121 44 41

NORGE
Narvesen Info Center
Bertrand Narvesens vei 2
PO Box 8125 Etterstad
N-0602 Oslo 6
Tel (22) 57 33 00
Telex 79666 NIC N
Fax (22) 88 19 01

SVERIGE
STJ AB
Traktorvägen 13
S-22100 Lund
Tel (046) 18 00 00
Fax (046) 18 01 25
30 79 47

SCHWEIZ / SUISSE / SVIZZERA
OSEC
Stampfenbachstraße 85
CH-8035 Zurich
Tel (01) 365 54 49
Fax (01) 365 54 11

ČESKÁ REPUBLIKA
NIS ČR
Havelská 22
130 00 Praha 3
Tel (2) 235 84 46
Fax (2) 235 97 88

MAGYARORSZÁG
Euro-Info-Service
Club Sziget
Margitsziget
1138 Budapest
Tel./Fax 1 111 60 61
1 111 62 16

POLSKA
Business Foundation
ul. Krucza 38/42
00-512 Warszawa
Tel (22) 21 99 93, 628-28-62
International Fax&Phone
(0-39) 12-00-77

ROMANIA
Euromedia
65, Strada Dionisie Lupu
70184 Bucuresti
Tel /Fax 0 12 96 46

BÄLGARIJA
Europress Klasična BK Ltd
68, bd Vitosha
1463 Sofia
Tel /Fax 2 52 74 75

RUSSIA
CCEC
9,80-letiya Oktyabrya Avenue
117312 Moscow
Tel /Fax (095) 135 52 27

CYPRUS
Cyprus Chamber of Commerce and
Industry
Chamber Building
38 Givas Dhigens Ave
3 Deligiorgis Street
PO Box 1455
Nicosia
Tel (2) 449500/462312
Fax (2) 458630

MALTA
Miller distributors Ltd
Scots House, M.A. Vassalli street
PO Box 272
Valletta
Tel 24 73 01
Fax 23 49 14

TÜRKIYE
Pres Gazete Kitap Dergi
Faziletine Dağlım Ticaret ve sanayi
AŞ
Narlıbahçe Sokak N 15
İstanbul-Çağaloğlu
Tel (1) 520 92 96 - 528 55 66
Tel 520 84 57
Telex 23822 DSVO-TR

ISRAEL
ROY International
PO Box 13056
41 Mishmar Hayarden Street
Tel Aviv 61130
Tel 3 496 108
Fax 3 544 60 39

**UNITED STATES OF AMERICA /
CANADA**
UNIPUB
4611-F Assembly Drive
Lanham, MD 20706-4391
Tel Toll Free (800) 274 4888
Fax (301) 459 0056

CANADA
Subscriptions only
Uniquement abonnements
Renouf Publishing Co. Ltd
1294 Algoma Road
Ottawa, Ontario K1B 3W8
Tel (613) 741 43 33
Fax (613) 741 54 39
Telex 0534783

AUSTRALIA
Hunter Publications
58A Gipps Street
Collingwood
Victoria 3066
Tel (3) 417 5361
Fax (3) 419 7154

JAPAN
Kinokuniya Company Ltd
17-7 Shinjuku 3-Chome
Shinjuku-ku
Tokyo 160-91
Tel (03) 3439-0121

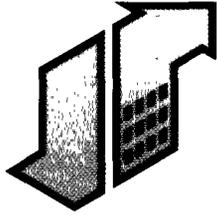
Journal Department
PO Box 55 Chitose
Tokyo 156
Tel (03) 3439-0124

SOUTH-EAST ASIA
Legal Library Services Ltd
STK Agency
Robinson Road
PO Box 1817
Singapore 9036

SOUTH AFRICA
Sefho
5th Floor, Export House
Chr Maude & West Streets
Sandton 2146
Tel (011) 883-3737
Fax (011) 883-6569

**AUTRES PAYS
OTHER COUNTRIES
ANDERE LÄNDER**
Office des publications officielles
des Communautés européennes
2, rue Mercier
L-2985 Luxembourg
Tél 499 28-1
Télex PUBOF LU 1324 b
Fax 48 65 73/48 68 17

POLITIQUE
D'ENTREPRISE



CT-79-83-251-FR-C

Prix au Luxembourg, TVA exclue: ECU 25

ISBN 92-826-5988-7



OFFICE DES PUBLICATIONS OFFICIELLES
DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

L-2985 Luxembourg



9 789282 659885 >