

## Impact du dispositif français d'actionnariat salarié sur la composition du portefeuille d'épargne salariale

---

**Jean-Bernard Boyabe**

Univ. Littoral Côte d'Opale, F-59375 Dunkerque, France | [boyabe@univ-littoral.fr](mailto:boyabe@univ-littoral.fr)

**Votsoma Djekna**

Univ. Lille, CNRS, IESEG School of Management, UMR 9221-LEM-Lille Economie Management, F-59000 Lille, France | [votsoma.djekna@univ-lille.fr](mailto:votsoma.djekna@univ-lille.fr)

**Yahn Van Kalck**

EDHEC, Business School Lille | [yahn.van-kalck@edhec.edu](mailto:yahn.van-kalck@edhec.edu)



# Impact du dispositif français d'actionnariat salarié sur la composition du portefeuille d'épargne salariale

## *Impact of the French employee shareownership scheme on the composition of the employee savings portfolio*

Jean-Bernard BOYABE\*  
Votsoma DJEKNA†  
Yahn VAN KALCK‡

### Résumé

L'objectif de cet article est d'analyser le système français d'actionnariat salarié du point de vue de la constitution du portefeuille d'épargne de l'actionnaire salarié. En utilisant des données historiques sur un ensemble d'entreprises françaises cotées ayant des profils risque/rendement différents et un fonds diversifié, nous déterminons une allocation de portefeuille optimale. Nos résultats montrent que la combinaison des mécanismes de décote et d'abondement a une influence significative sur la performance du portefeuille pour une même volatilité, même lorsque la proportion du portefeuille investie en actions de l'entreprise est faible (mais significative). Nous observons également que cette combinaison a une très forte influence sur la proportion d'actions de la société qui devrait idéalement faire partie du portefeuille selon le ratio de Sharpe. Un autre résultat important est que la décote et l'abondement peuvent compenser un rendement négatif de l'action, de sorte qu'il peut être opportun, selon les termes de l'offre, d'y souscrire même lorsque le rendement attendu est faible, voire négatif. Enfin, nous notons que le salarié doit veiller à rééquilibrer son portefeuille dès que les conditions de l'offre le permettent, afin de ne pas s'exposer à un risque excessif.

Mots clés : Épargne, Actionnariat salarié, Portefeuille, Rendement-risque.  
Codes JEL : G11, G32, J54.

### Abstract

The objective of this paper is to analyse the French employee share ownership system from the perspective of the constitution of the employee shareholder's savings portfolio. Using historical data on a set of French listed companies with different risk/return profiles and a diversified fund, we determine an optimal portfolio allocation. Our results show that the combination of the discount and matching contribution mechanisms has a significant influence on portfolio performance for the same volatility, even when the proportion of the portfolio invested in company shares is small (but significant). We also observe that this combination has a very strong influence on the proportion of the company's shares that should ideally be part of the portfolio according to the Sharpe ratio. Another important result is that the discount and the matching contribution can compensate for a negative stock return, so that it may be appropriate, depending on the terms of the offer, to subscribe even when the expected return is low or even negative. Finally, we note that the employee should take care to rebalance his or her portfolio as soon as the terms of the offer allow it, so as not to expose himself or herself to excessive risk.

Keywords: Savings, Employee ownership, Portfolio, Risk return.  
JEL codes: G11, G32, J54.

---

\*Univ. Littoral Côte d'Opale, F-59375 Dunkerque, France, boyabe@univ-littoral.fr.

†Univ. Lille, CNRS, IESEG School of Management, UMR 9221-LEM-Lille Économie Management, F-59000 Lille, France, votsoma.djekna@univ-lille.fr.

‡EDHEC, Business School Lille, yahn.van-kalck@edhec.edu.

## 1. Introduction

En mai 2020, lors d'une interview au *Journal du Dimanche*, Gerald Darmanin, alors Ministre de l'Action et des Comptes Publics, plaidait pour une généralisation de l'actionnariat salarié<sup>1</sup>. D'après lui, la revalorisation du rôle des salariés modestes, la reconnaissance de l'utilité de ceux qui sont « en première ligne », la résolution de la crise des gilets jaunes et plus largement des questions sociales (Jeffers et Plihon, 2001 ; Khenissi et Thraya, 2022) devaient impérativement passer par ces réformes (Renaud, 2021).

En France, le développement de l'actionnariat salarié est essentiellement le fruit de la volonté politique du général de Gaulle, avec l'objectif de surmonter l'antagonisme capital/travail et de renforcer les fonds propres des entreprises françaises. C'est un dispositif qui vise à faire entrer durablement les salariés d'une entreprise dans le capital de cette dernière (Aubert, 2020 ; Aubert et al., 2009, 2016, Aubert et Clerbois, 2021 ; Aubert et Rapp, 2008, 2010 ; Hollandts et Aubert, 2019). Il s'agit d'un dispositif de conciliation des intérêts du capital et du travail. De nombreux dispositifs sont depuis venus enrichir cette pratique qui s'est considérablement développée ces dernières années.

Plus de 80% des entreprises cotées en Europe proposent des plans d'actionnariat salarié. Dans certaines sociétés, les salariés représentent un bloc d'actionnaires important (Ginglinger, 2012). En ce qui concerne les sociétés cotées, la France est d'ores et déjà le pays européen dont l'actionnariat salarié est le plus développé (Cardoni et al., 2021 ; Cézanne et Hollandts, 2021 ; Crifo et Rébérioux, 2019 ; Guery et Stévenot, 2017 ; Hollandts et Aubert, 2019). Cependant, les États-Unis font figure de pionniers en la matière, notamment dans le domaine de l'épargne-retraite (Aubert, 2020). En 2019, la *loi Pacte*<sup>2</sup> relative à la croissance et la transformation des entreprises, a mis en place des incitations supplémentaires à l'actionnariat salarié.

L'actionnariat salarié est bien souvent présenté comme un dispositif gagnant-gagnant, pour les salariés comme pour l'employeur (Aubert et al., 2016 ; Aubert et Clerbois, 2021). D'un côté, les salariés bénéficient de conditions avantageuses pour investir et épargner, et ont l'opportunité de s'impliquer davantage dans la gouvernance (du moins, en principe). De l'autre côté, l'employeur lève des fonds supplémentaires et voit ses collaborateurs plus impliqués, car intéressés au destin de l'entreprise. L'actionnariat salarié permet en ce sens de favoriser l'alignement de leurs intérêts du point de vue de la théorie de l'agence.

Dans certains grands groupes français, l'actionnariat salarié est au fil des années devenu une véritable identité. Le groupe Eiffage, l'un des leaders européens du BTP et des concessions, dont l'objectif est d'atteindre 100% de salariés actionnaires fin 2020, voit ainsi près de 80% de ses effectifs actionnaires, pour une proportion de capital détenue de près de 20%. La campagne de souscription 2020, en dépit de la crise sanitaire, fait l'objet d'une mobilisation sans précédent : plus de 50000 salariés du groupe y ont participé, soit près de 71% pour la France et 59% à l'international. Au total, 119 millions d'euros ont été apportés au capital, soit en moyenne 2355 euros par salarié<sup>3</sup>.

En pratique, l'actionnariat salarié revêt plusieurs avantages, aussi bien pour le salarié, qui se voit proposer des conditions de souscriptions intéressantes (décote, abondement, traitement fiscal avantageux) que pour l'employeur, que les dispositifs incitatifs législatifs, fiscaux et sociaux incitent à mettre en œuvre de tels plans (Aubert et Clerbois, 2021 ; Hollandts et Aubert, 2019).

Un mouvement de généralisation aurait donc pour conséquence de renforcer la pratique dans les sociétés cotées et d'étendre la pratique dans le cadre de sociétés non-cotées. À la manière des *Management Packages* (moyen de motivation des employés) dans les opérations de *leveraged buy-out* (LBO), l'actionnariat salarié pourrait être un outil efficace afin d'aligner les intérêts de l'entreprise et de ses salariés, en plus de l'effet de fidélisation qu'il apporte.

Cependant, l'actionnariat salarié n'est pas exempt de critiques, comme le soulignait Cathy Apourceau-Poly, Sénatrice du Pas-de-Calais, à l'occasion des débats parlementaires concernant la loi Pacte. D'après elle, en choisissant un tel placement non diversifié, le salarié expose son épargne et son travail au même risque. L'exemple du groupe Areva (groupe multinational français spécialisé dans l'énergie nucléaire et les énergies renouvelables dont le siège est à Paris, France), illustre particulièrement bien les risques posés par de telles opérations. Après avoir ouvert 2,5% du capital aux salariés, augmentation souscrite par près d'un tiers des effectifs, l'action de la société avait vu son cours chuter en 2015, après des pertes de 4,8 milliards d'euros en 2014 (Delion et Durupty, 2015).

Outre-Atlantique, les conséquences du scandale Enron (entreprise américaine du secteur de l'énergie) en 2001 furent plus dramatiques encore. Plus de 11000 salariés avaient souscrit un plan d'épargne-retraite en actions de leur entreprise, perdant ainsi une forte proportion de leurs économies suite à la faillite de l'entreprise, en plus de leur emploi (Cahan et Zhang, 2006 ; Nelson et al., 2008). Le risque majeur occasionné par l'actionnariat salarié est donc généré par le manque, voire l'absence totale de diversification de l'investissement du salarié : il soumet ainsi son capital humain et son capital financier au même risque.

La forte présence et implication des actionnaires salariés en matière de détention d'actions et de représentation dans les instances de gouvernance entraîne des effets pervers sur la performance économique de leurs entreprises (Faley et al., 2006 ; Ginglinger et al., 2011 ; Hollandts et Aubert, 2019 ; Toe et al., 2017).

Toutefois, les risques accrus pouvant être générés par des comportements et pratiques extrêmes de l'actionnariat salarié ne doivent pas occulter les bénéfices que cet investissement apporte (Trébuçq, 2002 ; Kurse, 2022). Le salarié dispose en effet, selon les conditions de l'offre, d'un avantage significatif par rapport aux autres investisseurs plaçant leur capital sur la même action. Afin de profiter au maximum de ces avantages, il est donc opportun de déterminer dans quelle mesure le risque lié à l'absence de diversification peut être compensé par les avantages offerts par le dispositif d'actionnariat salarié en France.

L'objectif de cet article est d'analyser le système français d'actionnariat salarié du point de vue de la constitution du portefeuille d'épargne de l'actionnaire salarié. Nous étudions donc l'influence des conditions des offres d'actions sur la composition du portefeuille d'épargne salariale, sur son rendement et son risque. Nous déterminons l'excédent de rentabilité offert par les différentes incitations à la participation aux augmentations de capital réservées aux salariés, en utilisant des données historiques sur un ensemble de 8 entreprises françaises cotées ayant des profils risque/rendement différents et un fonds diversifié, nous déterminons une allocation de portefeuille optimale. Nos résultats montrent que la combinaison des mécanismes de décote et d'abondement a une influence sur la performance du portefeuille pour une même volatilité, même lorsque la proportion du portefeuille investie en actions de l'entreprise est faible (mais significative). Nous observons également que ceux-ci ont une très forte influence sur la proportion d'actions de société qui devrait idéalement faire partie du portefeuille selon le ratio de Sharpe. Un autre résultat important est que la décote et l'abondement peuvent compenser un rendement négatif de l'action, de sorte qu'il peut être opportun, selon les termes de l'offre, d'y souscrire même lorsque le rendement attendu est faible. Enfin, nous notons que le salarié doit veiller à rééquilibrer son portefeuille dès que les conditions de l'offre le permettent, afin de ne pas s'exposer à un risque excessif.

La deuxième section de cet article présente le dispositif d'actionnariat salarié, tant en ce qui concerne les conditions et le cadre de mise en place que les avantages, notamment fiscaux, de celui-ci. En effet, une bonne compréhension de ce dispositif est nécessaire pour déterminer son impact. La troisième

section présente la revue de la littérature. La quatrième section présente les données utilisées. La cinquième section présente la méthodologie utilisée. La sixième section présente les résultats et la discussion et une dernière partie conclut.

## 2. Le dispositif français d'actionnariat salarié

En France, un certain nombre de dispositifs permettent aujourd'hui d'associer les salariés à la performance de leur entreprise, via l'épargne salariale (Aubert et Clerbois, 2021 ; Desbrières, 2002 ; Elouadi, 2015 ; Poulain-Rehm, 2007 ; Trébucq, 2002). L'intéressement et la participation, qui dépendent de la performance de l'entreprise, permettent d'apporter un revenu supplémentaire aux salariés tout en les incitant à s'engager davantage dans leur travail. L'investissement de ces primes dans le cadre d'un Plan d'Épargne Entreprise (PEE) est ensuite favorisé par des avantages fiscaux, le revenu correspondant n'étant en conséquence pas soumis à l'impôt sur le revenu. Il reste toutefois soumis aux prélèvements sociaux.

Le Plan d'Épargne Entreprise est un dispositif collectif d'épargne qui permet aux salariés d'acquérir des valeurs mobilières avec l'aide de l'entreprise (Code du travail, Article L.3332-1). Celui-ci combine un cadre collectif d'épargne au niveau de l'entreprise et l'initiative individuelle du salarié, qui choisit les modes de placement de son épargne et ne peut être contraint de verser des sommes dans le PEE<sup>4</sup>. L'entreprise a la possibilité, de manière régulière, d'effectuer des augmentations de capital réservées aux adhérents d'un PEE (Aubert et Clerbois, 2021). Ces offres prennent bien souvent la forme d'augmentations de capital réservées aux adhérents d'un PEE, mais peuvent également résulter d'un rachat par la société de ses propres actions, de la cession d'actions détenues par l'État dans le cadre d'opérations de privatisation, ou encore d'un partage de plus-value. Ces opérations se font à des conditions avantageuses pour le salarié, qui peut ainsi bénéficier d'une décote sur le prix du titre, ainsi que d'un abondement basé sur le montant investi.

Le PEE permet ainsi aux salariés de l'entreprise ou du groupe de placer leur épargne via différents supports d'épargne, le plus courant étant le Fonds Communs de Placement d'Entreprise (FCPE). Ces FCPE sont des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ayant notamment pour particularité d'être dotés d'un conseil de surveillance composé de représentants de l'entreprise et de salariés. Si les entreprises peuvent proposer un FCPE composé de leurs propres actions (FCPE d'actionnariat salarié), elles doivent, a minima, proposer un autre fonds dit « diversifié ». Bien souvent, plusieurs classes de FCPE seront proposées : FCPE monétaires, obligataires, actions et diversifiés, avec chacun des profils de risques et de rendement différents.

En ce qui concerne la décote, celle-ci peut, depuis la loi Pacte de 2019, atteindre 30% du prix de référence en cas de période de verrouillage de 5 ans, voire 40% de ce prix en cas de période de verrouillage de 10 ans. Le prix de référence est égal à la moyenne des cours cotés aux vingt séances de bourse précédant le jour de la décision fixant la date d'ouverture de la souscription (Voir Encadré 1).

### Encadré 1

Une société dont le cours de référence de l'action est de 100€ a la possibilité d'offrir à ses salariés ces mêmes actions au prix de 70€, voire 60€. La décote peut également être remplacée par des actions gratuites ou autres titres donnant accès au capital. Par ailleurs, la société a également la possibilité d'offrir un abondement aux salariés souscripteurs. Si l'abondement de l'employeur est en principe plafonné à 8% du plafond annuel de la sécurité sociale, cette limite est majorée à 14,4%, soit 5924€ pour 2020 et 2021 et peut aller jusqu'au triple de l'apport personnel du salarié lorsque les sommes sont utilisées pour acquérir des actions de l'entreprise ou d'une entreprise liée. Les modalités d'abondement sont quant à elles décidées par l'employeur. Enfin, les salariés peuvent bénéficier de prêts à taux préférentiel de la part de leur employeur pour l'acquisition des actions. Le cumul de la décote et de l'abondement représente un atout de poids permettant d'optimiser la rentabilité tout en diminuant le risque pour le salarié. Ainsi, si l'on prend l'exemple d'un FCPE investi intégralement en actions d'une entreprise dont les actions valent 100€ à l'acquisition, pour lequel la décote proposée est de 30% et l'abondement net (après contributions sociales)

de 100% : Le prix d'une action, après décote, sera égal à 70€. Le salarié bénéficiera, pour 70€ investis, d'un abondement de 70€.

Par conséquent, pour 70€ investis, le salarié bénéficiera de deux actions, d'une valeur totale de 200€. Son prix de revient par action sera donc de 35€ : il bénéficiera ainsi dès l'acquisition d'une plus-value latente de 65€ par action, soit 186% de son investissement. Celui-ci ne subira donc une perte que si le cours de l'action baisse de 65% et devient inférieur à 35€, voire encore inférieur dans la mesure où les dividendes distribués sont chaque année réinvestis dans le FCPE, augmentant mécaniquement le nombre d'actions détenues pour une part de FCPE. Cet exemple illustre donc, d'une part, la rentabilité potentielle du dispositif, mais également en quoi celui-ci permet de réduire le risque subi par le salarié en cas de baisse du cours de l'action.

Deux nuances principales doivent être apportées : d'une part, les conditions de souscription ne sont pas systématiquement aussi généreuses que celles présentées dans l'exemple ci-dessus, notamment s'agissant de l'abondement, qui, s'il peut être d'un pourcentage assez élevé, est bien souvent limité dans son montant, les modalités étant décidées par l'employeur.

D'autre part, ces avantages sont fournis en contrepartie d'une période de verrouillage des actions de 5 ans minimum. Par conséquent, le salarié bénéficie certes d'une potentielle plus-value importante à l'acquisition, mais celle-ci ne peut être soldée que 5 ans plus tard, laissant celui-ci exposé au risque suscité par des changements de circonstances.

S'agissant des modalités de l'offre, le taux de décote moyen était de 18% en 2019 au sein du de l'indice SBF 120 selon une étude menée par le groupe Erès, spécialisé dans le conseil et la gestion en épargne salariale, retraite et actionnariat salarié. Si seules 5 entreprises ont proposé en 2021 le taux de décote de 30% permis par la loi Pacte promulguée la même année, ce nombre pourrait augmenter au cours des années à venir.

Les modalités d'abondement, quant à elles, sont déterminées par l'employeur et ne sont pas nécessairement rendues publiques, si bien qu'il n'est pas possible de fournir un montant moyen. S'agissant de la période de verrouillage, celle-ci s'élève à 5 ans, voire à 10 ans lorsque la décote proposée est supérieure à 30%. Ce blocage doit nécessairement être pris en compte lors de l'évaluation du risque de l'opération, le salarié actionnaire pouvant être « piégé » en cas de chute du cours de l'action et de mauvaise performance de l'entreprise voire de faillite. Cependant, un nombre croissant de cas de sortie anticipée<sup>5</sup> sont prévus afin, notamment, de permettre au salarié de faire face à certains besoins de liquidités (Code du travail, Article R.3324-22).

Au-delà des modalités financières des opérations, l'actionnariat salarié présente également un certain nombre d'avantages fiscaux. On distingue la fiscalité à l'entrée du plan de celle applicable lors de la vie du plan, et à la sortie de celui-ci.

A l'entrée des plans, il convient tout d'abord d'envisager le traitement fiscal des sommes versées par l'employeur au salarié dans le cadre de l'intéressement et de la participation. En effet, il s'agit là encore d'un avantage pour le salarié actionnaire, car là où un particulier investit des revenus ayant subi une imposition lors de leur versement (salaires, revenus de capitaux mobiliers entre autres), le salarié bénéficie d'un traitement fiscal favorable lorsqu'il décide d'investir ces sommes dans le PEE (Aubert et Clerbois, 2021).

Ainsi, l'intéressement comme la participation ne sont pas soumis à l'impôt sur le revenu pour le salarié. Ils sont simplement soumis à la CSG et à la CRDS, à hauteur de 9,7% globalement. L'abondement connaît le même traitement, mais l'employeur est également soumis au forfait social sur les sommes versées : là encore, l'actionnariat salarié est encouragé, dans la mesure où le taux du forfait social est réduit à 10% pour les affectations des sommes en titres de l'entreprise, contre 20% en cas d'affectation sur un FCPE diversifié.

La vie des plans, quant à elle, concerne principalement le traitement fiscal et social des dividendes des actions (et intérêts des obligations le cas échéant). Or, dans la mesure où ceux-ci sont réinvestis à l'intérieur du plan, ils sont exonérés d'impôt sur le revenu ainsi que des contributions sociales. Cependant, lorsque ceux-ci sont distribués directement au porteur de parts du FCPE, ils sont soumis à l'impôt sur le revenu et aux prélèvements sociaux dans les conditions de droit commun.

Enfin, la sortie des plans suscitera le traitement fiscal et social de la plus-value réalisée. Le traitement fiscal est simple : la plus-value sera totalement exonérée d'impôt sur le revenu dans la mesure où la période de verrouillage sera respectée, ou qu'un cas de sortie anticipée sera applicable. Cette plus-value sera calculée en prenant en compte, pour chaque élément d'actif, comme les parts d'un FCPE, le prix de cession diminué de son prix de revient moyen pondéré. Le prix de revient moyen pondéré sera calculé pour chaque ligne d'actifs en prenant en compte le prix d'acquisition à l'intérieur du plan lors de chaque opération d'achat, et l'importance respective de ces apports successifs (voir Encadré 2).

#### Encadré 2

Afin d'illustrer l'avantage financier représenté par les différents mécanismes de décote, d'abondement et d'exonérations fiscales, nous reprenons l'exemple cité précédemment pour une société dont le cours de référence à la souscription était de 100€, en supposant qu'une part de FCPE correspond à une action de l'entreprise. Le coût de revient moyen pondéré de chaque part de FCPE est, comme énoncé dans notre exemple, de 35€. Si, à l'issue du délai de 5 ans, la valeur d'une part de FCPE investi en action de l'entreprise est de 130€ en prenant en compte les dividendes réinvestis dans le PEE, la valeur d'une part de FCPE sera donc de 130€. La plus-value pour chaque part de FCPE sera donc égale à  $130€ - 35€ = 95€$ . Ces 95€ seront totalement exonérés d'impôt sur le revenu. Ils seront simplement soumis aux prélèvements sociaux au taux en vigueur, à savoir 17,2% pour 2020.

En conséquence, le montant net disponible pour le salarié actionnaire à la sortie du plan sera de  $130 - (95 * 0,172) = 113,66$ , soit un profit net de 78,66€ par action acquise, ou 224,7%, pour une augmentation de 30% de la valeur des parts de FCPE.

Sans abondement, c'est-à-dire avec un coût de revient moyen pondéré de 70€ par part de FCPE, la plus-value pour chaque part de FCPE sera de 60€. Le montant net disponible pour le salarié actionnaire à la sortie du plan sera ainsi de  $130 - (60 * 0,172) = 119,68$ . Le profit net sera de 49,68€ par action acquise, soit 71%.

Dans le cas où un actionnaire ordinaire investirait dans la même entreprise, la plus-value de celui-ci ne serait que de 30€ (dividendes inclus). Si celui-ci investit via un support non soumis à l'impôt sur le revenu, le montant net disponible serait de :  $130 - (30 * 0,172) = 124,84$ . Le profit net sera de 24,84€ par action acquise, soit 24,84% du montant investi.

Cependant, si l'actionnaire ordinaire investit via un support impliquant une soumission des plus-values et dividendes à l'impôt sur le revenu, le montant net disponible serait réduit à :  $130 - (30 * 0,3) = 121$ . Le profit net sera de 21€ par action acquise, soit 21%.

	Prix de revient Moyen pondéré	Plus-value nette	Plus-value nette après IR / PS	
Salarié actionnaire avec abondement		35€	271%	224,7%
Salarié actionnaire sans abondement		70€	86%	71%
Actionnaire exonéré d'IR		100€	30%	24,84%
Actionnaire non exonéré d'IR		100€	30%	21%

À la vue de ces éléments, l'avantage représenté par les différents dispositifs d'actionnariat salarié est incontestable. Ces chiffres méritent cependant d'être nuancés par plusieurs facteurs. Tout d'abord et comme mentionné précédemment, la décote n'est pas systématiquement au niveau maximum légal (30% pour 5 ans de verrouillage). En effet, seules 5 entreprises ont choisi d'élever la décote à ce niveau en 2019, la décote moyenne s'élevant à 18%. Cependant et comme énoncé précédemment, il est probable qu'un nombre grandissant d'entreprises utilisent cette faculté à l'avenir.

Par ailleurs, l'abondement reste entièrement déterminé par l'entreprise. Ainsi, si celui-ci peut aller jusqu'à trois fois la contribution personnelle du salarié et atteindre 5924€, il est très incertain que toutes les entreprises exploitent cette faculté à son maximum. Ainsi, l'abondement pourrait être inexistant, mais également être plafonné à certains montants bien inférieurs à la limite légale, ou encore être dégressifs, limitant ainsi le bénéfice potentiel réalisé grâce à celui-ci.

Par ailleurs, l'entreprise peut avoir des performances décevantes, connaître des crises. Or, là où un investisseur traditionnel peut réévaluer son investissement et la composition de son portefeuille quand il le souhaite pour faire face aux signaux négatifs et aux indicateurs de mauvaise performance, le salarié actionnaire est soumis à la période de verrouillage s'agissant des parts de FCPE investi en actions de son entreprise. Par conséquent, son investissement est bien moins liquide que celui de l'investisseur



traditionnel, et est donc bien plus exposé au risque. Par ailleurs, le verrouillage empêche également le salarié actionnaire de faire face à d'éventuels besoins de liquidités relatifs à sa situation personnelle. Cependant, les cas de déblocage anticipé permettent de contrebalancer en partie cette illiquidité.

### 3. Revue de la littérature

Plusieurs recherches se sont intéressées aux comportements des actionnaires salariés.

Sur un échantillon de données relatives à 44649 salariés d'un groupe bancaire français coté sur l'indice CAC 40, Aubert et Rapp (2008), analysent les comportements d'épargne et les déterminants des investissements des salariés dans le cadre français en dehors d'une privatisation. Dans cette étude, les auteurs s'intéressent particulièrement à la participation aux augmentations de capital, l'intensité de l'investissement, le type d'offre sélectionné et la concentration de l'épargne salariale en actions de l'entreprise. Bien que l'étude ait été menée dans le cadre d'un groupe bancaire français coté, ses auteurs estiment que les résultats de celle-ci sont généralisables en raison des similitudes entre les différents programmes d'actionnariat salarié. Les programmes d'actionnariat salarié mis en place dans le cadre de sociétés non cotées, dont le développement est progressif, peuvent différer de ceux mis en place dans le cadre des sociétés cotées. Les résultats de leur étude concluent que l'âge a un effet négatif sur la participation aux augmentations de capital, et que la rémunération et l'effet de dotation ont un effet particulièrement élevé sur celle-ci. Ils concluent que la possibilité de réinvestir la participation et/ou l'intéressement et de bénéficier d'aide à l'épargne augmentent la réussite des offres. Ils trouvent aussi que le capital humain a également un effet négatif, là où la rémunération, le patrimoine ainsi que la possibilité de reverser les primes d'intéressement et de participation ont un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise. Enfin, ils observent également le phénomène de diversification naïve mis en lumière par Benartzi et Thaler (2001).

Aubert et al. (2018, 2021), évaluent l'impact des connaissances financières des salariés sur leurs décisions d'investissement et la performance de leur portefeuille de l'épargne. Ils observent d'une part, que l'expertise financière et la connaissance des plans, de même que le niveau d'instruction ou un niveau de contrainte financière limité sont liés à la participation aux plans offerts par l'entreprise. Une connaissance imparfaite du plan, le choix des actifs ou encore les coûts de transaction contribuent à expliquer la non-participation, en se référant aux hypothèses de Aubert et Rapp (2008) et Engelhardt et Madrian (2004). L'expertise financière semble être également liée à une meilleure performance individuelle des portefeuilles d'actionnariat salarié, mais pas à une meilleure performance globale dans le PEE. Il semble que cela soit la conséquence d'une plus grande confiance des investisseurs salariés ayant de plus fortes connaissances financières, ce qui les conduit à faire des choix d'investissement ayant une rentabilité plus élevée, corollaire d'un risque plus élevé réduisant le ratio de Sharpe (Aubert et al., 2018). Les résultats sont confirmés par Pendleton et Poutsma (2009, 2016), qui concluent que l'impact de l'actionnariat salarié sur les attitudes et le comportement des salariés est en général positif, même s'il est très faible ou non statistiquement significatif sur la performance.

D'autres motivations non expliquées pour l'investissement peuvent se justifier par une plus faible aversion au risque, la préférence temporelle, ou une forte volonté de participer à la gouvernance de l'entreprise.

D'autres travaux de recherche se sont intéressés aux comportements d'épargne des salariés investissant une proportion importante (devient excessive en cas de problème) de leur épargne en actions de leur entreprise. Une grande partie d'entre eux ont eu lieu dans le contexte américain, mais certains biais se retrouvent également dans le contexte français et européen. La littérature explore bien souvent plusieurs phénomènes, simultanément ou non : certains ont trait aux caractéristiques personnelles ou



professionnelles des salariés déterminantes de la concentration de l'investissement en actions de l'entreprise (l'âge, le genre, les connaissances financières), tandis que d'autres proviennent des caractéristiques de l'offre (les dispositifs incitatifs, le marketing attractif) et que les derniers sont le fruit de biais dans le comportement d'investissement des salariés (la diversification naïve, l'extrapolation excessive).

Benartzi et Thaler (2001) montrent que les salariés ont tendance à prendre en compte les performances passées en pensant qu'elles présagent une rentabilité future (extrapolation excessive). Ils observent ainsi que les salariés des entreprises aux actions les moins performantes au cours des 10 années précédentes affectent 10,37% des versements volontaires dans leurs plans 401 (k)<sup>6</sup> aux actions de leur entreprise, alors que ceux des entreprises les plus performantes y affectaient 39,7%. Ils en concluent ainsi que les investissements des salariés en actions de leur entreprise sont corrélés aux performances passées et non aux performances futures. D'autre part, les auteurs ont également observé d'autres biais illustrés par une diversification naïve des investissements des salariés. Ainsi, une partie significative des investisseurs suivent la stratégie « *I/N* ». Ils divisent leurs versements de manière égale dans les différents fonds offerts dans le plan. De la même manière, la proportion de l'épargne investie en actions dépend fortement de la proportion de fonds actions dans le plan. Les salariés font ainsi preuve de *mental accounting*<sup>7</sup>. Les auteurs observent que les employés considèrent les actions de leur entreprise comme une catégorie d'actifs à part entière, qui s'illustre de la façon suivante : lorsque seuls un fonds actions et un fonds à revenu fixe (*fixed income securities*) sont proposés, les salariés investissent environ la moitié de leur épargne dans chaque fonds. Cependant, lorsque des actions de leur entreprise leur sont également proposées, ils investissent en moyenne approximativement 42% de leur épargne dans ces actions, tout en continuant d'investir selon la même répartition (environ 50-50) le reste de leur épargne. Ces observations illustrent le fait que les salariés considèrent les actions de leur entreprise comme une catégorie d'actifs séparée des autres actions.

Benartzi et al. (2007) montrent que les employés sous-estiment le risque lié à la détention d'actions de leur entreprise, tandis que les employeurs surestiment le bénéfice associé à la détention d'actions de l'entreprise. Les employés, qui font preuve d'un biais de familiarité, ont souvent la fausse croyance que la valeur de l'action de leur entreprise vaut autant que celle d'un portefeuille diversifié et n'est pas très risquée. 39% de ceux interrogés dans le cadre de leur étude pensent en effet que la détention d'actions de leur société est aussi risquée que celle d'un portefeuille diversifié, tandis que 25% pensent que celle-ci est moins risquée. Ce phénomène est par ailleurs explicable et accru par le fait que de nombreuses entreprises Américaines encouragent la détention d'actions de leur entreprise en abondant sous forme d'actions, tout en restreignant les possibilités de diversification pour les salariés, généralement jusqu'aux 50 ou 55 ans de ceux-ci. Les auteurs suggèrent diverses solutions afin de prévenir un tel manque de diversification faisant peser un risque trop élevé sur le salarié actionnaire. L'accroissement des obligations d'information pourrait être bénéfique, mais pourrait altérer la situation que marginalement. La loi sur la protection des retraites de 2006<sup>8</sup> a introduit de nouvelles dispositions, apportant notamment une obligation de divulgation des risques aux salariés participant, et permettant aux participants de diversifier leur propre contribution immédiatement et la plupart de celle de leur employeur après 3 ans.

Cependant, en raison du phénomène d'inertie, les salariés sont susceptibles de ne pas modifier leur allocation à l'issue de la période de verrouillage. Pour remédier à cette inertie, des auteurs suggèrent notamment de mettre en place une règle selon laquelle à l'issue de la période de verrouillage, l'épargne des salariés serait automatiquement reversée vers l'épargne diversifié, sauf décision expresse contraire de ceux-ci (Aubert et Rapp, 2008).

Pendleton (2010) a observé les caractéristiques corrélées à une concentration importante en actions de l'entreprise, dans le cadre du Royaume-Uni. Il a conclu que la concentration du portefeuille a tendance à être plus forte pour les hommes et à accroître avec les revenus mais qu'il a tendance à décroître avec l'âge. Ce résultat est contradictoire avec certains résultats examinés par l'auteur portant sur les États-Unis dans le cadre des plans 401(k) (Holden et Van Derhei, 2001). Par ailleurs, Pendleton (2010) trouve également que la propension que peut avoir l'employé à surveiller activement son investissement n'augmente pas avec la concentration de son portefeuille en actions de sa société. Enfin, il pointe le fait que la qualité de la communication autour des plans puisse accroître la propension des salariés à participer et à détenir des proportions importantes d'actions de leur entreprise en dépit des risques engendrés. Il tempère toutefois ces risques en énonçant que les plans sont généralement avantageux pour les salariés en raison des exonérations fiscales et de la flexibilité des plans, qui limitent notamment le risque de baisse du cours. C'est à la maturité (fin de la période de verrouillage) que la détention excessive d'actions de la société devient dangereuse, en raison de l'inaction des salariés pour rééquilibrer leur portefeuille. Ce qui confirme les observations de Benartzi et al., (2007). D'après Aubert et al. (2009) ; Aubert et Clerbois (2021), le risque est inconsidéré lorsque le salarié investit à la fois sa force de travail et une partie substantielle de sa fortune dans son entreprise, dans la mesure où cette stratégie va à l'encontre du conseil le plus essentiel de la théorie du portefeuille qui concerne les bienfaits de la diversification. Le risque est encore accru lorsque cette détention se fait dans le cadre d'une épargne retraite<sup>9</sup>.

Cependant, le problème lié à l'absence de diversification est différent en France dans la mesure où l'actionnariat salarié n'est pas lié à l'épargne retraite, avec pour conséquence que le problème lié à l'absence de diversification porte sur une période plus courte. Les auteurs nuancent également la littérature existante portant principalement sur les États-Unis dans la mesure où celle-ci ne porte que peu d'attention aux effets incitatifs de l'actionnariat salarié, et expliquent cela par le fait que l'incitation est fortement réduite lorsque les actions ne peuvent être liquidées que des années plus tard. Or, lorsque l'investissement se fait à plus court terme, comme en France, le dispositif incitatif est plus pertinent.

Ils expliquent que l'une des motivations rationnelles du manque de diversification est que les employés reçoivent une compensation de celle-ci par l'employeur, sous forme de rabais ou d'abondement. Une autre explication possible est l'avantage fiscal présent dans de nombreux pays. Benartzi et al. (2007) ont observé que les salariés ne sont pas pleinement conscients de l'avantage fiscal : ils en ont ainsi conclu que celui-ci n'est pas la motivation principale de l'investissement en actions de leur société. Une troisième hypothèse formulée expliquerait cette tendance par l'information supplémentaire dont bénéficieraient les salariés (Ferracci et Omari, 2010). Cette hypothèse a cependant été rejetée par plusieurs études ayant démontré une absence de corrélation significative, notamment Benartzi (2001).

Aubert et Rapp (2010) ont également pu observer une part non négligeable de comportements extrêmes se traduisant par une surconcentration de l'épargne salariale en actions de l'entreprise. En effet, 25% des salariés investissent plus de 60% du montant de leur PEE en FCPE investi en actions de leur entreprise. L'une des hypothèses couramment avancées pour expliquer l'importance de l'investissement en actions de l'entreprise est l'existence de l'abondement. Pour ces auteurs, la politique d'abondement n'a qu'un impact limité, car celui-ci n'est pas limité aux actions de la société. Nous pouvons cependant tempérer cette affirmation en raison des innovations de la loi Pacte de 2019, qui fait baisser le forfait social à 10% lorsque l'abondement est dirigé vers un FCPE investi en actions de l'employeur, contre 20% dans les autres FCPE. Cette innovation pourrait donc avoir l'effet de favoriser d'autant plus les politiques d'abondement dans le cadre des offres d'actionnariat salarié, et, de facto, la proportion de l'investissement vers les actions de l'entreprise. Les autres causes avancées sont notamment le

marketing mis en place en faveur des opérations ainsi que le coût de recherche d'information pour les investissements alternatifs.

Des études précédentes telles que Haliassos et Bertaut (1995) et Vissing-Jorgensen (2003) ont démontré que même des coûts modérés peuvent altérer ou décourager la participation. Les auteurs confirment une disparité entre genres ; une confiance excessive pousse en effet les hommes à investir de manière plus risquée que les femmes. Enfin, même dans le cadre de personnes disposant d'une expertise financière plus importante, Aubert et al. (2018) trouvent des preuves du *mental accounting* mis en lumière par Benartzi et Thaler (2001). D'autres biais cognitifs sont observés comme l'extrapolation excessive de la rentabilité passée. Boolel-Gunesh et al. (2009, 2012) et Broihanne et al. (2014) montraient déjà que les investisseurs sophistiqués et les professionnels de la finance sont également sujets à de tels biais, comme le biais d'optimisme, l'effet de disposition, ou une confiance excessive.

Il existe également des études qui se sont penchés sur le coût financier d'une diversification insuffisante pour le salarié (Abdel Nour et al., 2022). Dans le chapitre 4 du livre *The Pension Challenge: Risk Transfers and Retirement Income Security* de Mitchell et Smetters (2003), Krishna Ramaswamy, K., (2003), détermine le coût d'une option permettant de couvrir la baisse de la valeur du portefeuille liée à l'investissement en actions de l'entreprise et garantissant ainsi la rentabilité d'un portefeuille diversifié. Dans le cas d'une action ayant une volatilité de 48%, le salarié devrait payer 17,8% de la valeur investie chaque année (30,3% pour trois ans).

Poterba (2003), a, quant à lui, cherché à évaluer le coût de la proportion d'investissement non diversifié en actions de l'entreprise dans les plans 401 (k) pour le salarié. Les résultats varient selon l'aversion au risque du salarié, la proportion de son plan investi en actions de sa société et le reste de son patrimoine. Ainsi, un plan investi uniquement en actions de son entreprise par le salarié, sans patrimoine en dehors du plan, coûtera bien souvent au salarié plus de la moitié de la valeur investie par rapport à un équivalent certain. Meulbroek (2005), confirme que détenir des actions de son entreprise n'est pas seulement risqué mais aussi coûteux. Les salariés qui détiennent des actions de leur entreprise n'étant pas pleinement diversifiés, l'espérance de gain de leur portefeuille est plus faible qu'un portefeuille aussi risqué mais pleinement diversifié. Son étude se distingue de Poterba (2003) en ce qu'elle exclut du champ d'étude de l'attitude au risque spécifique au salarié : cette approche présente l'avantage de ne pas nécessiter d'hypothèse forte concernant la fonction d'utilité du salarié.

La valeur de la perte subie dépend de la proportion totale d'actifs investie en titres de l'entreprise, le risque total de la société et sa corrélation avec les variations du marché. Au plus le salarié détient d'actions, et plus longtemps il les détient, plus grand sera l'écart entre sa valeur de marché et sa valeur pour le salarié. De plus, plus la corrélation avec le marché est élevée, plus grande sera sa diversification implicite et donc plus grande sera sa valeur pour le salarié. Ainsi, ces investissements peuvent être très coûteux même dans le cas où la société dispose d'un risque faible. Dans le cas d'une volatilité de 40%, l'auteur estime qu'environ 35% de la valeur de l'action est perdue dans le cadre d'une durée de détention de 5 ans. Elle ajoute par ailleurs que des pertes significatives peuvent se produire même dans le cadre de niveaux de détention limités (entrant dans le cadre des évolutions législatives de l'époque). Elle tempère cependant ces résultats dans le cas des plus grandes entreprises aux Etats-Unis, qui ont tendance à représenter un coût moins élevé en manque de diversification. Ainsi un salarié d'une entreprise moyenne du NASDAQ disposant de 25% de son patrimoine en actions de sa société verra son investissement dévalué de 24% de sa valeur si celui-ci ne se diversifie qu'après 3 ans, et de 55% s'il ne se diversifie qu'après 10 ans (respectivement 10% et 26% pour le NYSE).

#### 4. Approche méthodologique et présentation des données

L'objectif de notre article est de déterminer l'impact du dispositif incitatif d'actionnariat salarié sur la composition du portefeuille d'épargne salariale du salarié et sa performance. Nous basons l'analyse sur de la théorie du portefeuille (Markowitz, 1952).

Celle-ci propose une construction efficiente du portefeuille fondée sur le couple rentabilité-risque. Il permet la construction d'un portefeuille qui maximise le rendement attendu pour un certain niveau de risque. Le rendement attendu est égal à la somme pondérée de la rentabilité de chaque actif constituant le portefeuille. Le risque est égal à la volatilité du portefeuille (mesuré par son écart-type).

S'agissant spécifiquement de l'actionnariat salarié et de la proportion d'actions de l'entreprise détenues dans le portefeuille, Markowitz et al. (2010) s'intéressent à la question de la compatibilité entre actionnariat salarié et diversification. Les auteurs recherchent ainsi la proportion optimale que le salarié peut investir en actions de son entreprise dans le cadre d'un portefeuille diversifié composé d'actions figurant dans l'indice américain S&P 500. Ils concluent que la proportion optimale d'actions de l'entreprise est de 8,33%, tout en soulignant le fait qu'une proportion de 10 à 15% ne serait pas imprudente. Ainsi, une telle proportion investie en actions de l'entreprise n'aurait qu'une incidence mineure sur le risque du portefeuille des salariés.

La littérature analysant les comportements d'investissements des salariés illustre certains biais d'investissement conduisant à un risque démesuré. L'essentiel des études menées sur le sujet se concentrent sur l'irrationalité des comportements d'investissement, mais peu appréhendent, notamment dans le contexte français, le bénéfice offert par les différents mécanismes incitatifs offerts dans le cadre de ces plans. Nous déterminons l'excédent de rentabilité offert par les différentes incitations à la participation aux augmentations de capital réservées aux salariés. Cet excédent de rentabilité sera déterminé en prenant en compte le prix de revient à la souscription selon divers paramètres. Nous composerons notre portefeuille d'un investissement dans un fonds commun de placement d'entreprise composé d'actions d'une société effectuant une augmentation de capital réservée aux salariés et d'un investissement dans un FCPE diversifié. Nous utiliserons ainsi les données historiques des sociétés sélectionnées afin de déterminer l'influence de l'excédent de rentabilité sur le couple bénéfice/risque.

##### 5.1. Détermination du prix de revient et de l'excédent de rendement

Afin de déterminer la rentabilité supplémentaire dégagée par les dispositifs d'actionnariat salarié, nous avons choisi de simuler des investissements dans différents contextes.

Tableau 1 : Les différents scénarios d'Investissement

	Investissement	Décote	Abondement
Cas 1	Participation ou intéressement via le PEE hors de toute augmentation de capital.	Sans	Sans
Cas 2	Participation ou intéressement via le PEE hors de toute augmentation de capital.	20%	Sans
Cas 3	Participation ou intéressement via le PEE hors de toute augmentation de capital.	20%	50% du montant versé par le salarié
Cas 4	Participation ou intéressement via le PEE hors de toute augmentation de capital.	30%	100% du montant versé par le salarié
Cas 5	Par apport personnel hors de toute augmentation de capital réservée aux salariés (taxation des gains).	Sans	Sans

Source : Par nos soins.

Pour déterminer l'impact de la performance dégagée par l'épargnant, nous utilisons le coût de revient en prenant en compte la décote et l'abondement. Nous exprimons ainsi ce coût en pourcentage du montant comme suit :

$$\text{Prix de Revient (Pr)} = \frac{1 \times (1 - \text{Décôte})}{1 + \text{Abondement}} \quad (1)$$

Par souci de simplification, nous ne prendrons pas en considération le différentiel existant entre le prix de souscription (qui est déterminé en prenant en compte la moyenne des cours relevés lors des 20 séances de bourse précédant la décision d'augmentation de capital). Pour le dernier cas, il nous est nécessaire de déterminer le surcoût que représente l'investissement de sommes ne provenant pas de l'intéressement, de la participation ou de l'arbitrage au sein du plan. Ces sommes auront donc déjà, pour le salarié, subi l'impôt sur le revenu.

Selon le Rapport sur la fiscalité des ménages de 2014 (Lefebvre et Auvigne, 2014), 91% des foyers fiscaux français ont un taux moyen d'imposition compris entre 0 et 9%. Nous utilisons cependant arbitrairement un taux plus élevé de 10%, en supposant que les épargnants investissant des sommes supplémentaires disposent de revenus en moyenne plus importants. Le coût de revient majoré de l'impôt sur le revenu prélevé sur les sommes investies sera ainsi de :

$$Pr = \frac{1}{1 - 10\%} \quad (2)$$

Une fois le prix de revient estimé, la rentabilité sera calculée en fonction de ce prix de revient. La période de verrouillage étant de 5 ans, nous déterminerons la rentabilité sur une telle période, s'étendant du 26 mai 2016 au 25 mai 2021 à l'aide de données historiques. Les dividendes étant automatiquement réinvestis dans le FCPE, il nous faut prendre en compte le réinvestissement de ceux-ci en actions de l'entreprise dans le cadre du calcul de la rentabilité.

Nous utilisons ensuite les cours de bourse journaliers des différentes actions sélectionnées, obtenus sur le site Yahoo finance pour calculer la rentabilité journalière de chacune d'elles ainsi que la volatilité des rendements journaliers. Cette volatilité sera ensuite annualisée. Par souci d'harmonisation, chaque part de FCPE d'actionnariat salarié sera considérée comme ayant une valeur de 100 à la date de souscription, qui correspondra au cours de bourse à cette date. Nous intégrons les dividendes détachés entre le 26 mai 2016 et le 25 mai 2021 à la valeur des parts de FCPE, en prenant en compte la rentabilité relative au cours de bourse lors de leur date de paiement. Dans le calcul de la rentabilité, nous ne prenons pas en considération certains facteurs extérieurs pouvant influencer sur celle-ci, comme par exemple l'éventuel différentiel dégagé par les taux de change<sup>10</sup>.

Enfin, il convient de faire remarquer que le cas n°4 n'est en principe pas possible pour les données étudiées, la décote étant jusqu'en 2019 limitée à 20%. Cependant, notre objectif est de déterminer l'impact des conditions d'une offre eu égard à différents « profils » de sociétés cotées en France afin de prendre appui sur des exemples concrets. Dans la mesure où les données disponibles sont historiques et où notre objectif n'est pas d'anticiper le rendement ni la volatilité d'une action donnée, nous observons, par simulation, l'effet de telles conditions si elles avaient pu être appliquées dans le cadre d'une offre faite à cette époque.

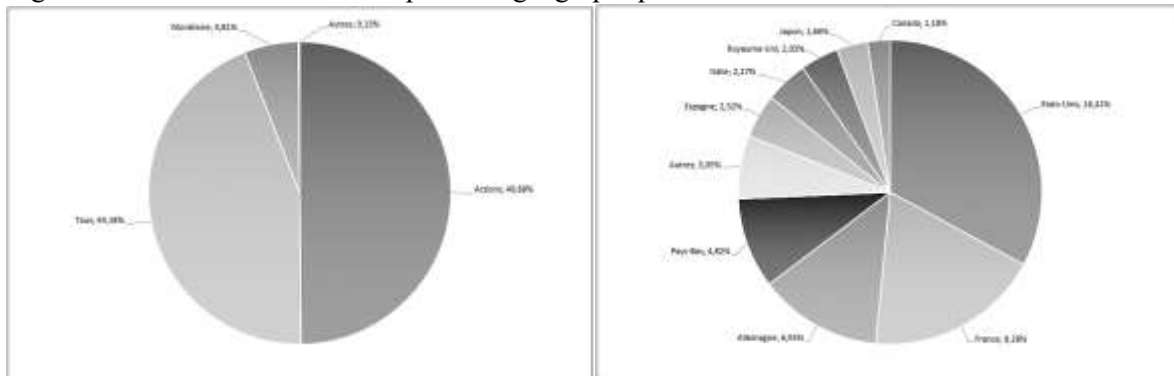
## 5.2. Echantillon et Composition du portefeuille d'épargne salariale

Les données que nous avons utilisées dans notre étude, sont des données historiques, provenant de la bourse de Paris (disponibles sur les plateformes habituelles comme *Yahoo Finance* et autres) sur la période allant de 26 mai 2016 au 25 mai 2021. Nous avons choisi différentes entreprises issues de secteurs et industries différents, ayant un actionnariat salarié significatif. Certains secteurs comme le

luxue ou l'automobile ne sont pas représentés dans la mesure où la pratique de l'actionnariat salarié n'y est que marginale (ceux-ci représentent respectivement moins de 1% et ont réalisé 1% des opérations entre 2010 et 2019 selon une étude du cabinet Erès). Les entreprises choisies sont les suivantes : Eiffage (BTP et des concessions), Société Générale (banques et assurance), Safran (industrie et technologie), Arkema (matériaux chimiques), Total (production et de fourniture d'énergies), Essilorluxottica (verres), Orange (télécommunication) et Capgemini (services du numérique).

Notre portefeuille d'épargne salariale sera composé de deux valeurs : un placement dans le FCPE investi en actions de l'entreprise et un placement dans un FCPE diversifié. En effet, la littérature a montré que le coût de recherche d'information pour les investissements alternatifs avait un impact sur la concentration de l'épargne en actions de l'entreprise. Limiter l'investissement alternatif au seul fonds diversifié permet ainsi de limiter ces coûts pour le salarié.

Figure 1 : Allocation d'actifs et répartition géographique



Source : Par nos soins à l'aide des données extraites sur Yahoo Finance.

Dans le cadre du PEE, la loi impose aux entreprises de proposer au minimum un produit d'épargne diversifié en plus du fonds d'actionnariat salarié. Dans la pratique, les salariés bénéficient d'une large offre de FCPE dans lesquels placer leur épargne salariale (fonds monétaire, actions, obligations ou diversifiés). Nous avons sélectionné l'un des FCPE diversifiés proposés par Amundi Asset Management, le FCPE Amundi Label Equilibre ESR, dont les données historiques sont mises à disposition du public par Amundi.

Le profil de risque et de rendement du FCPE est résumé comme suit dans le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur<sup>11</sup>. Le choix pour le salarié actionnaire d'un investissement alternatif dans le seul fonds diversifié a pour avantage que celui-ci permet de simplifier le choix du salarié en lui offrant un placement diversifié tout en limitant les coûts de recherche d'informations pour celui-ci.

### 5.3. Détermination de l'allocation des actifs

A partir des données obtenues, nous déterminons le profil risque/rendement des différentes allocations dans le FCPE. Cette allocation permet de déterminer une frontière efficiente, qui aboutit à l'allocation offrant le meilleur rendement, pour un niveau de risque donné. Cette allocation permettra également, en prenant en compte les différents profils d'actions et leur rentabilité/volatilité historique, de déterminer l'influence des conditions des offres sur le couple rentabilité/risque. Nous calculons également le Ratio de Sharpe pour chaque allocation afin de déterminer l'allocation la plus optimale selon cet indicateur. Sa formulation mathématique est la suivante :

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \quad (3)$$

Où  $S_p$  représente le ratio de Sharpe du portefeuille  $p$  ;  $R_p$ , le rendement du portefeuille  $p$  ;  $R_f$ , le rendement du portefeuille  $p$  et  $\sigma_p$  la volatilité du portefeuille  $p$ .

Lorsque le ratio de Sharpe est négatif, le portefeuille sous performe le placement sans risque. Lorsqu'il est entre 0 et 1, l'excédent de rendement par rapport au taux sans risque est plus faible que le risque pris. Enfin, lorsqu'il est supérieur à 1, le portefeuille surperforme un placement sans risque (Sharpe, 1964 ; Nielsen et Vassalou, 2004 ; Caillé et Onori, 2019).

## 5. Résultats et discussion

### 5.1. Incidence des différents paramètres sur la volatilité

Nos résultats illustrent l'influence de la volatilité du rendement de l'action ainsi que sa corrélation avec celle du FCPE diversifié sur la volatilité du portefeuille d'épargne salariale.

Le tableau 2 ci-après illustre, pour chacune des valeurs sélectionnées, l'influence de la proportion du portefeuille investi en actions de l'entreprise sur la volatilité de celui-ci. En effet, dans le cadre des valeurs les moins volatiles de notre échantillon (Orange et EssilorLuxottica), une proportion de 15 à 20 pourcents du portefeuille investi en actions de l'entreprise entraîne une hausse de la volatilité du portefeuille inférieure à 1 point de pourcentage. Lorsque la volatilité est supérieure (Safran et Société Générale), une hausse significative de la volatilité du portefeuille est observée dès que la proportion investie en actions de l'entreprise atteint 10%. Ces résultats sont cohérents avec ceux de Markowitz et al. (2010), qui considèrent qu'une proportion inférieure à 15% investie en actions de l'entreprise n'est pas imprudente.

Toutefois, la hausse de la volatilité est bien plus significative que dans l'étude susmentionnée. Cela est notamment dû au fait que la volatilité du FCPE diversifié est bien inférieure à celle du S&P 500, utilisée dans le cadre des recherches de Markowitz et al. (2010). Ainsi, là où leurs travaux utilisaient une valeur dont la volatilité était égale au double de celle du placement diversifié, celle des valeurs sélectionnées dans notre étude est bien souvent trois fois supérieure à celle du FCPE diversifié.

Si la hausse de la volatilité est significative, celle-ci se maintient toutefois à un niveau acceptable même lorsque la proportion investie en actions de l'entreprise dépasse les 30%. Pour une telle proportion investie, la volatilité du portefeuille se situe ainsi, selon les valeurs, entre 10 et 15%. A titre de comparaison, la plupart des fonds « actions » de la gamme de FCPE proposée par Amundi ont une volatilité annuelle (sur la même période) de 15 à 20%.

Tableau 2 : Volatilité du portefeuille en fonction de la proportion X investie en actions de l'entreprise

X	Eiffage	Société Générale	Safran	Arkema	Total	Essilor Luxottica	Orange	Capgemini
0,00	0,0824	0,0824	0,0824	0,0824	0,0824	0,0824	0,0824	0,0824
0,05	0,0841	0,0861	0,0868	0,0835	0,0839	0,0824	0,0811	0,0840
0,10	0,0880	0,0938	0,0944	0,0869	0,0876	0,0840	0,0812	0,0878
0,15	0,0937	0,1045	0,1044	0,0924	0,0930	0,0872	0,0825	0,0935
0,20	0,1010	0,1174	0,1164	0,0995	0,1001	0,0919	0,0851	0,1009
0,25	0,1096	0,1319	0,1296	0,1080	0,1084	0,0977	0,0888	0,1095
0,30	0,1191	0,1476	0,1438	0,1176	0,1177	0,1046	0,0935	0,1192
0,35	0,1294	0,1640	0,1587	0,1280	0,1277	0,1123	0,0991	0,1297
0,40	0,1403	0,1810	0,1742	0,1390	0,1384	0,1207	0,1054	0,1407
0,45	0,1517	0,1984	0,1900	0,1505	0,1495	0,1296	0,1123	0,1523
0,50	0,1634	0,2162	0,2062	0,1625	0,1610	0,1389	0,1197	0,1642
0,55	0,1755	0,2342	0,2226	0,1747	0,1728	0,1486	0,1275	0,1764
0,60	0,1877	0,2524	0,2392	0,1872	0,1849	0,1586	0,1357	0,1889



0,65	0,2002	0,2708	0,2559	0,1999	0,1971	0,1689	0,1441	0,2016
0,70	0,2128	0,2893	0,2727	0,2127	0,2096	0,1793	0,1528	0,2144
0,75	0,2256	0,3079	0,2897	0,2257	0,2221	0,1899	0,1616	0,2273
0,80	0,2385	0,3266	0,3068	0,2389	0,2348	0,2006	0,1707	0,2404
0,85	0,2515	0,3453	0,3239	0,2521	0,2476	0,2115	0,1798	0,2536
0,90	0,2645	0,3642	0,3411	0,2654	0,2604	0,2224	0,1891	0,2668
0,95	0,2776	0,3830	0,3583	0,2788	0,2733	0,2334	0,1985	0,2802
1,00	0,2908	0,4020	0,3756	0,2922	0,2863	0,2446	0,2080	0,2935

Note : Notre échantillon est constitué des données historiques allant 26 mai 2016 au 25 mai 2021. X représente la proportion du capital investie en action de l'entreprise.

Source : Calculs des auteurs à partir des données tirées de Yahoo Finance.

## 5.2. Incidence des différents paramètres sur le couple rendement / volatilité

Nos résultats illustrent l'influence des conditions des augmentations de capital réservées aux salariés sur le couple rendement-volatilité. Cette influence mène à une modification de la frontière efficiente, comme illustré dans la figure 2 en annexe.

Notre étude porte sur des données historiques, qui ne sauraient être indicatives des performances futures. Cependant, notre spectre d'étude permet d'observer l'effet du dispositif dans des situations variées, et d'envisager tant des scénarios favorables que défavorables.

Hors de toute offre, dans le cadre des valeurs surperformant de manière significative le FCPE diversifié (Safran, Arkema et Capgemini), l'augmentation de la concentration du portefeuille en actions de l'entreprise situe le portefeuille sur la frontière efficiente. Une légère augmentation de cette concentration, comme énoncé précédemment, permet d'augmenter légèrement le rendement du portefeuille tout en conservant une volatilité raisonnable. Le rendement est encore accru de façon significative dès que l'on se situe dans le cadre des conditions avantageuses des dispositifs d'actionnariat salarié. Dans le Cas n°3, où l'abondement est de 50% et la décote de 20%, une proportion de 15% du portefeuille investi en actions de l'entreprise résulte en une rentabilité du portefeuille supérieure d'environ 30% (2 à 3 points de pourcentage) qu'en l'absence d'offre pour une même volatilité. La différence est encore plus significative lorsqu'on compare cette rentabilité avec celle d'un épargnant ayant investi des sommes soumises à l'impôt sur le revenu (Cas n°5).

Dans le cadre des valeurs surperformant plus légèrement le fonds diversifié (Eiffage), une proportion de 15% investie en actions de l'entreprise hors de toute offre semble n'offrir qu'un gain de rendement marginal relativement à l'augmentation de la volatilité. Ce gain est toutefois accentué dès lors que l'on se trouve dans les conditions d'une offre : le rendement du portefeuille, pour une proportion de 15% investie en actions de l'entreprise, passe ainsi 6,83% à respectivement 7,57%, 9,01% et 10,62% (Cas n°2, 3 et 4) selon les conditions de l'offre.

Les valeurs à rendement inférieur au FCPE diversifié (EssilorLuxottica et Total) ne devraient en principe pas être incluses dans le portefeuille, dans la mesure où le fonds offre déjà une diversification suffisante et un rendement supérieur. En effet, en dehors de toute offre, les portefeuilles incluant ladite valeur sont inefficients, offrant un rendement moins élevé que celle du FCPE seul, à savoir 6,59%. Cependant, là encore, dès que l'on se situe dans les conditions avantageuses d'une offre, même sans abondement, l'excès de rendement compense cette performance moyenne. Il est donc opportun de les inclure dans le portefeuille dans ces conditions.

Enfin, les valeurs ayant un rendement négatif (Société Générale et Orange) méritent de porter une attention particulière aux conditions de l'offre. Sur 5 ans, la première offrait un rendement négatif de 29,84% (hors dividendes), et 12,40% avec dividendes réinvestis (soit -2,61% annuels), tandis qu'Orange

offrait un rendement négatif de respectivement 33,03% et 15,08% avec dividendes réinvestis (soit - 3,22% annuels). Hors de toute offre, il n'est bien entendu pas opportun de les inclure dans un portefeuille si l'on anticipe cette performance. Cependant, les conditions de l'offre peuvent rendre l'investissement opportun, même lorsqu'un tel rendement négatif est anticipé. Dès lors qu'une décote de 20% est appliquée, leur rendement est en effet légèrement positif (sans pour autant surperformer le fonds diversifié). La présence d'un abondement rend l'investissement profitable systématiquement.

Cependant, dans le cadre d'une valeur ayant une plus forte volatilité (Société générale), le surplus de volatilité généré par la présence d'une proportion significative d'actions de l'employeur dans le portefeuille peut être supérieur au bénéfice escompté lorsque l'abondement et la décote ne sont pas maximum. A contrario, dans le cadre d'une valeur moins volatile et moins corrélée avec le FCPE diversifié comme Orange, la hausse de volatilité n'est pas significative, si bien qu'une proportion située entre 15 et 20% offre un rendement supérieur tout en ayant un effet marginal sur celle-ci.

En conclusion, même lorsque le rendement escompté de l'action de l'employeur est négatif, lorsque les conditions de l'offre sont généreuses, il peut être opportun d'investir dans celle-ci.

### 5.3. Incidence des différents paramètres sur la composition du portefeuille et son ratio de Sharpe

Nous remarquons aisément l'influence des conditions de l'offre sur le ratio de Sharpe des différents portefeuilles. En effet, en l'absence de toute offre, le portefeuille le plus performant du point de vue du ratio de Sharpe contient rarement plus de 5% d'actions de l'entreprise (à l'exception de Capgemini, dont les performances augmentent ce ratio).

Lorsque seule une décote de 20% est proposée, le surplus de rendement généré situe la proportion investie en actions de l'entreprise du portefeuille le plus performant selon ce critère entre 10 et 15%, sauf pour les valeurs dont le rendement est négatif.

Dans le cas n°3, à savoir avec une décote de 20% et un abondement de 50% sont proposés, une proportion de 25 à 35%, voire supérieure pour les valeurs offrant le plus haut rendement, offre la meilleure performance pour le portefeuille.

Enfin, dans le cas n°4, où la décote est maximale et l'abondement de 100%, une proportion de 30 à 45% investie en actions de l'entreprise, offre la meilleure performance. Ces proportions paraissent très importantes. Cependant, celles-ci peuvent être mises en perspective avec les recherches de Meulbroek (2005), qui conclut qu'une proportion totale du patrimoine de 75% et 50% investie en actions de l'entreprise conduisait à sacrifier respectivement en moyenne 43 et 37% de la valeur de l'action sur un horizon de 5 ans, et doit par conséquent être justifiée par un rabais au moins égal. Or, dans le cadre des offres avec abondement, le coût de revient est respectivement de 53,33% (cas n°3) et de 35% (cas n°4).

Dès lors, le rabais total obtenu est supérieur à la valeur sacrifiée selon Meulbroek (2005), ce qui justifie la très forte proportion investie en actions de l'entreprise. En observant les caractéristiques des portefeuilles les plus performants (Tableau 3), l'on remarque aisément l'influence de l'abondement sur la constitution de celui-ci. En effet, la présence d'un abondement de 100% couplé à la décote maximale rend quasi-systématiquement l'investissement profitable, même lorsque la valeur souffre d'une performance négative assez importante. Ainsi, même lorsqu'une telle performance est anticipée, il est généralement profitable de souscrire à l'augmentation. Parallèlement, il est nécessaire de tempérer les chiffres élevés obtenus pour les valeurs au rendement le plus élevé, notamment Capgemini, Safran et Arkema.

En effet, investir une telle proportion du portefeuille requiert d'anticiper de telles surperformances, ce qui n'est pas chose aisée pour un salarié sans véritable expertise financière. Ainsi, une proportion légèrement inférieure à celle obtenue selon le ratio de Sharpe peut permettre de limiter le risque tout en offrant une performance élevée grâce à l'abondement et à la décote. En dehors de toute offre, il peut rester profitable d'investir une petite proportion de son portefeuille en actions de l'entreprise lorsque l'on anticipe que celle-ci offrira un fort rendement. Cependant, il quasi-systématiquement inopportun de le faire en dehors du cadre de la participation et de l'intéressement ou par voie d'arbitrage dans le PEE, soit via des sommes soumises à l'impôt sur le revenu.

Tableau 3 : Volatilité du portefeuille en fonction de la proportion X investie en actions de l'entreprise

Performances portefeuilles		Proportion d'actions de l'entreprise	Rendement	Volatilité	Ratio de Sharpe
Eiffage	Cas 1	0%	6,59%	8,24%	0,741
	Cas 2	10%	7,24%	8,80%	0,768
	Cas 3	25%	10,62%	10,96%	0,925
	Cas 4	40%	17,35%	14,04%	1,202
	Cas 5	0%	6,59%	8,24%	0,741
Société Générale	Cas 1	0%	6,59%	8,24%	0,741
	Cas 2	0%	6,59%	8,24%	0,741
	Cas 3	0%	6,59%	8,24%	0,741
	Cas 4	10%	7,94%	9,38%	1,202
	Cas 5	0%	6,59%	8,24%	0,741
Safran	Cas 1	5%	7,00%	8,69%	0,751
	Cas 2	10%	7,94%	9,44%	0,79
	Cas 3	20%	11,33%	11,64%	0,932
	Cas 4	35%	18,89%	15,88%	1,159
	Cas 5	0%	6,59%	8,24%	0,741
Arkema	Cas 1	5%	6,81%	8,36%	0,757
	Cas 2	15%	8,02%	9,24%	0,815
	Cas 3	25%	11,42%	10,81%	1,013
	Cas 4	45%	20,27%	15,06%	1,314
	Cas 5	5%	6,69%	8,36%	0,743
Total	Cas 1	0%	6,59%	8,24%	0,741
	Cas 2	0%	6,59%	8,24%	0,741
	Cas 3	15%	8,14%	9,31%	0,823
	Cas 4	30%	12,77%	11,77%	1,044
	Cas 5	0%	6,59%	8,24%	0,741
EssilorLuxottica	Cas 1	0%	6,59%	8,24%	0,741
	Cas 2	10%	6,92%	8,40%	0,766
	Cas 3	25%	9,73%	9,78%	0,946
	Cas 4	45%	16,96%	12,96%	1,271
	Cas 5	0%	6,59%	8,24%	0,741
Orange	Cas 1	0%	6,59%	8,24%	0,741
	Cas 2	0%	6,59%	8,24%	0,741
	Cas 3	15%	7,06%	8,26%	0,797
	Cas 4	35%	11,07%	9,92%	1,068

	Cas 5	0%	6,59%	8,24%	0,741
Capgemini	Cas 1	10%	7,36%	8,78%	0,784
	Cas 2	20%	9,19%	10,09%	0,863
	Cas 3	35%	14,67%	12,97%	1,094
	Cas 4	50%	23,84%	16,43%	1,422
	Cas 5	5%	6,86%	8,40%	0,759

Note : Notre échantillon est constitué des données historiques allant 26 mai 2016 au 25 mai 2021. X représente la proportion du capital investie en action de l'entreprise.

Source : Calculs des auteurs à partir des données tirées de Yahoo Finance.

#### 5.4. Considérations supplémentaires et limites de l'étude

Notre étude offre un aperçu de l'impact des différents dispositifs incitatifs en faveur de la souscription aux augmentations de capital réservées aux salariés. Cependant, plusieurs facteurs additionnels doivent entrer en considération dans le cadre du choix d'investissement du salarié.

Tout d'abord, il est nécessaire de prendre en compte la situation personnelle du salarié. En effet, un salarié approchant la retraite et investissant dans le PEE depuis 20 ans n'aura pas le même comportement d'investissement qu'un salarié plus jeune participant à sa première offre. Ainsi, le jeune salarié pourra décider de tirer au maximum bénéfice des avantages de l'offre en investissant une proportion plus importante que celle recommandée, en dépit du risque accru. Ce choix est également justifié par le fait que les versements du salarié (hors arbitrage, participation et intéressement) au sein du PEE sont plafonnés à 25% de sa rémunération brute annuelle (et peuvent également être plafonnés en-deçà de cette limite par l'entreprise), si bien que le salarié, en répartissant de manière équilibrée son investissement, pourrait ne pas profiter au maximum de l'abondement en raison de ce plafond.

De son côté, le salarié ayant d'ores et déjà une épargne importante dans le PEE peut souscrire au-delà de ce plafond par voie d'arbitrage des sommes déjà présentes dans le PEE tout en maintenant une composition diversifiée de son portefeuille d'épargne. Par ailleurs, la fréquence des offres doit également être prise en considération. En effet, le montant investi par le salarié dans chaque offre sera probablement plus faible si l'offre est reconduite tous les un à deux ans (ayant par exemple pour objectif de souscrire uniquement dans la limite de l'abondement), que si celle-ci est reconduite tous les quatre à cinq ans.

De plus, le salarié aura tout intérêt à équilibrer régulièrement son portefeuille. Une fois la période de blocage des actions de son entreprise terminée, il sera bénéfique pour celui-ci de transférer les sommes investies dans le FCPE diversifié. En effet, le salarié aura profité de l'excès de rendement dégagé dans le cadre de l'offre ; transférer les sommes dans le FCPE diversifié lui permettra de maintenir une plus grande diversification de son portefeuille tout en profitant au maximum des offres ultérieures. Par ailleurs, celui-ci devra également être attentif aux cas de déblocage anticipé de son épargne, qui lui permettront de diversifier son investissement plus rapidement après avoir profité de la décote et de l'abondement. L'aversion au risque du salarié exercera également une influence non négligeable sur l'intensité de sa participation aux offres.

Enfin, il est nécessaire de prendre en considération le risque de faillite de la société. Une telle situation, bien que rare, aurait pour conséquence d'anéantir l'intégralité de l'investissement en actions de l'entreprise du salarié, ainsi que d'entraîner une probable perte d'emploi. Un tel risque doit influencer à la baisse la concentration de l'investissement en actions de l'entreprise.

En guise de limites à ce travail, nous pouvons dire dans un premier temps que les conditions des offres retenues sont théoriques et ne prennent pas en compte les particularités propres à chaque offre,

notamment s'agissant des abondements. Par exemple, dans le cadre du cas n°4, où l'abondement est de 100%, nous appliquons cet abondement sur l'ensemble des sommes investies. Or, l'abondement est, d'une part, plafonné légalement comme énoncé précédemment, mais est également bien souvent plafonné par les entreprises bien en-deçà de la limite légale, ou encore peut être dégressif en fonction des sommes investies.

Dans un second temps, nous ne prenons pas en compte le risque lié à la faillite de l'entreprise, qui entraînerait la perte totale de l'épargne investie dans le FCPE d'actionnariat salarié, ainsi que la perte de l'emploi. S'agissant de la diversification, seule est considérée celle faite au sein du plan d'épargne d'entreprise. Par conséquent, les investissements et actifs détenus par le salarié hors du PEE (épargne classique, assurance-vie, immobilier) influant sur la diversification et le risque supporté par le salarié ne sont pas pris en compte dans l'allocation.

## 6. Conclusion

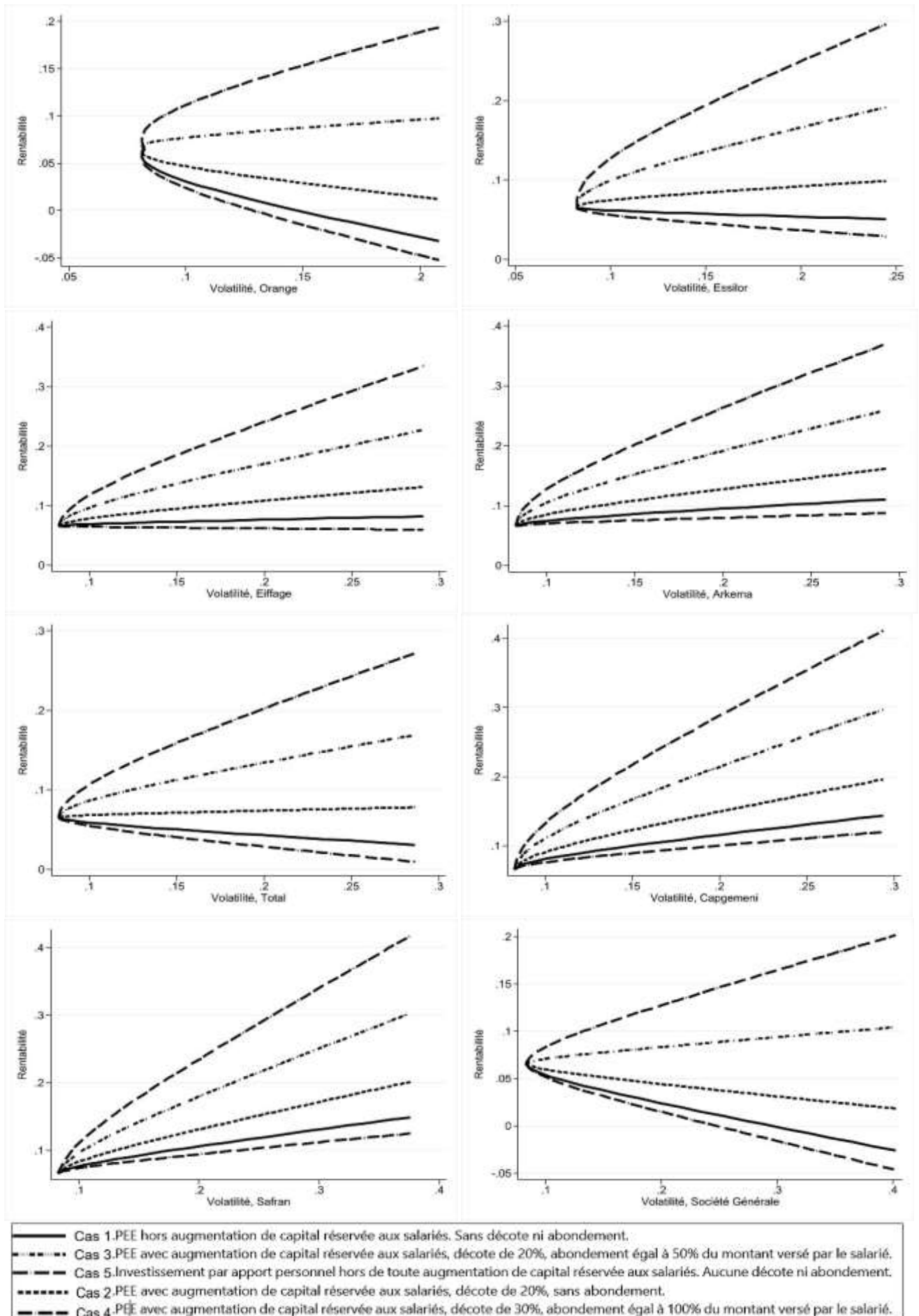
Nous avons cherché à déterminer dans quelle mesure l'actionnariat salarié français influe sur le portefeuille au sein du PEE du salarié, que ce soit s'agissant de sa composition, de sa rentabilité et de son risque. En effet, dans la mesure où de nombreux comportements d'investissement extrêmes ont pu être observés dans la littérature et l'actualité, il est nécessaire de porter une attention particulière à la composition du portefeuille du salarié. Nous observons que les conditions de l'offre influent de manière importante sur la proportion d'actions pouvant composer le portefeuille du salarié épargnant.

Celui-ci voudra bien souvent profiter au maximum d'un abondement généreux, quand bien même il serait pessimiste quant au rendement généré par l'action de sa société. A l'inverse, si le rendement espéré est important, le salarié pourra intégrer une proportion significative de ces actions au sein de son portefeuille, même lorsque seule une décote est proposée et en l'absence d'abondement.

S'agissant de la composition du reste du portefeuille du salarié, le placement des sommes dans un des FCPE diversifiés offerts dans le PEE permettra au salarié ayant une connaissance financière limitée de faire un choix d'investissement simple sans être entravé par des coûts de recherche de l'information dissuasifs. Le salarié devra, au moment de faire son choix, être conscient des biais d'investissement souvent observés (extrapolation excessive, diversification naïve), et prendre en compte les caractéristiques de l'offre ainsi que celles des placements alternatifs. En tout état de cause, il devra prendre soin de diversifier son portefeuille dès la fin de la période de verrouillage afin de réduire le risque auquel il s'expose.

ANNEXE :

Figure 2 : Couple volatilité / rendement et frontière efficiente de chaque portefeuille



## Bibliographie

- Abdel Nour, J., Aubert, N., et Campa, D. (2022), « Does employee ownership decrease agency costs? Evidence from French listed companies », *Finance Contrôle Stratégie*.
- Aubert, N. (2020), « L'actionnariat salarié aux Etats-Unis. Guide de l'épargne et de l'actionnaire salarié : Ce que l'épargnant doit savoir », HAL-02514614.
- Aubert, N., Chassagnon, V., et Hollandts, X. (2016), « Actionnariat salarié, gouvernance et performance de la firme : une étude de cas économétrique portant sur un groupe français coté », *Revue d'Économie Industrielle*, (154), 151-176.
- Aubert, N., et Clerbois, H. (2021), *Epargne entreprise, intéressement et participation : Associer les salariés aux performances*, Éditions EMS.
- Aubert, N., et Rapp, T. (2008), « Les salariés actionnaires : pourquoi investissent-ils dans leur entreprise ? », *Finance Contrôle Stratégie*, 11(4), 87-110.
- Aubert, N., et Rapp, T. (2010), « Employee's investment behaviors in a company based savings plan », *Finance*, 31(1), 5-32.
- Aubert, N., Grand, B., Lapied, A., et Rousseau, P. (2009), « Is employee ownership so senseless », *Finance*, 30(2), 5-29.
- Aubert, N., Kammoun, N., et Bekrar, Y. (2018), « Financial decisions of the financially literate », *Finance*, 39(2), 43-91.
- Azibi, J. (2014), *Qualité d'audit, comité d'Audit et crédibilité des états financiers après le scandale Enron : approche empirique dans le contexte Français*, Thèse de doctorat, Gestion et Management. Conservatoire National des Arts et Métiers – CNAM.
- Benartzi, S., et Thaler, R. H. (2001), « Naive diversification strategies in defined contribution saving plans », *American Economic Review*, 91(1), 79-98.
- Benartzi, S., Thaler, R. H., Utkus, S. P., et Sunstein, C. R. (2007), « The law and economics of company stock in 401 (k) plans », *The Journal of Law and Economics*, 50(1), 45-79.
- Blasi, J. R., Kruse, D. L., et Markowitz, H. M. (2008), « Risk and lack of diversification under employee ownership and shared capitalism (No. w14229) », *National Bureau of Economic Research*.
- Cahan, S. F., et Zhang, W. (2006), « After Enron: Auditor conservatism and ex-Andersen clients », *The Accounting Review*, 81(1), 49-82.
- Caillé, O., et Onori, D. (2019), « Conditional risk-based portfolio ». *Finance*, 40(2), 77-117.
- Cardoni, H. (2021), « Le rôle de l'administrateur actionnaire salarié dans la gouvernance de l'entreprise : Entre dualité et légitimité », *Finance Contrôle Stratégie*, (24-4).
- Cézanne, C. et Hollandts, X. (2021), « Employee Participation in Corporate Governance: What Impact Does It Have on Performance and Cash Distribution Policy in the SBF 120 (2000-2014)? » *Economics and Statistics*, 528-529, 85–107, DOI : 10.24187/ecostat.2021.528d.2061.
- Crifo, P., et Reberieux, A. (2019), *La participation des salariés : Du partage d'information à la codétermination*. Presses de Sciences Po.
- Delion, A. G., et Durupt, M. (2015), « Chronique du secteur public économique », *Revue Française d'Administration Publique*, 154(2), 573-581.
- Desbrières, P. (2002), « Les actionnaires salariés », *Revue Française de Gestion*, (5), 255-281.



Elouadi, S. (2015), « Les effets attitudeux de l'actionnariat salarié : une étude empirique dans le contexte des entreprises françaises du SBF 250 », *Question (s) de Management*, 11(3), 11-24.

Erès groupe - *Livre Blanc De L'actionnariat Salarié* 2018.

Erès groupe - *Panorama De L'actionnariat Salarié* 2020.

Erès groupe - *Vidéo de présentation des résultats* 2020.

Ferracci, P., et Omari, M. (2010), « L'information financière des salariés ». *Revue d'Economie Financière*, 145-157.

Ginglinger, E. (2012), « Quelle gouvernance pour créer de la valeur ? » *Revue d'Economie Financière*, (2), 227-242.

Ginglinger, E., Megginson, W., et Waxin, T. (2011), « Employee Ownership, Board Representation, and Corporate Financial Policies », *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, n° 4, p. 868-887.

Guery, L., et Stévenot, A. (2017), « L'actionnariat salarié favorise-t-il la diffusion d'information aux salariés et leur participation aux décisions stratégiques ? Une question de gouvernance d'entreprise », *Management international/International Management/Gestión Internacional*, 21(4), 61-75.

Haliassos, M., et Bertaut, C. C. (1995), « Why do so few hold stocks? », *The Economic Journal*, 105(432), 1110-1129.

Hollandts, X., et Aubert, N. (2019). « La gouvernance salariale : contribution de la représentation des salariés à la gouvernance d'entreprise ». *Finance Contrôle Stratégie*, (22-1).

Jeffers, E., et Plihon, D. (2001), « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises ». *Revue d'Economie Financière*, 137-152.

Kaarsemaker, E., Pendleton, A. et Poutsma, E. (2009), « Employee Shareownership Plans: A Review », *Working Paper*, 44, février 2009.

Khenissi, M., et Thraya, M. F. (2022), « L'effet d'octroi conditionnel des actions gratuites sur la performance future. Le cas des sociétés cotées au SBF 120 ». *Finance Contrôle Stratégie*, (25-1).

Kruse, D., Blasi, J., Weltmann, D., Kang, S., Kim, J. O., et Castellano, W. (2022), « Do employee share owners face too much financial risk? », *Industrial and Labour Relations Review*, 75(3), 716-740.

Lefebvre, D., et Auvigne, F. (2014), *Rapport sur la fiscalité des ménages*, Rapport général, Conseil des prélèvements obligatoires.

Markowitz, H. (1952), « The utility of wealth », *Journal of Political Economy*, 60(2), 151-158.

Markowitz, H. M., Blasi, J. R., et Kruse, D. L. (2010), « Employee stock ownership and diversification » *Annals of Operations Research*, 176(1), 95-107.

Meulbroek, L. (2005), « Company stock in pension plans: How costly is it? », *The Journal of Law and Economics*, 48(2), 443-474.

Nelson, K. K., Price, R. A., et Rountree, B. R. (2008), « The market reaction to Arthur Andersen's role in the Enron scandal: Loss of reputation or confounding effects? », *Journal of Accounting and Economics*, 46(2-3), 279-293.

Nielsen, L., T., et Vassalou, M. (2004), « Sharpe ratios and alphas in continuous time », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(1), 103-114.

- Pendleton, A. (2010), « Employee share ownership and investment concentration: Which employee shareholders fail to diversify? », *Human Resource Management Journal*, 20(2), 157-174.
- Poterba, J. M. (2003), « Employer stock and 401 (k) plans », *American Economic Review*, 93(2), 398-404.
- Poulain-Rehm, T. (2007), « L'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur », *Bankers Markets and Investors*, 88, 25-36.
- Poutsma, E. (2016), « Employee share ownership plans », In *Encyclopedia of Human Resource Management*, Edward Elgar Publishing Limited.
- Ramaswamy, K. (2003), « Company stock and pension plan diversification », *The pension challenge: Risk transfers and retirement income security*, 71-88.
- Rapp, T., et Aubert, N. (2011), « Bank employee incentives and stock purchase plans participation », *Journal of Financial Services Research*, 40(3), 185-203.
- Renaud, A. (2021), « La participation des salariés, itinéraire d'un outil néolibéral ». *L'Economie Politique*, 90(2), 101-112.
- Sharpe, W. F. (1964), « Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk », *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Toe, S. D., Hollandts, X., et Valiorgue, B. (2017), « La face cachée de l'actionnariat salarié : Etude empirique sur l'indice SBF 120 (2000-2014) ». *Finance contrôle stratégie*, (20-1).
- Trébuq, S. (2002), « L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250 : Un outil de création de valeur », *Finance Contrôle Stratégie*, 5(4), 107-135.
- Vissing-Jorgensen, A. (2003), « Perspectives on behavioral finance: Does "irrationality" disappear with wealth? Evidence from expectations and actions », *NBER Macroeconomics Annual*, 18, 139-194.

---

<sup>1</sup> L'actionnariat salarié se définit comme la détention de titres ou de valeurs mobilières émises par l'entreprise qui emploie les souscripteurs (Aubert et al., 2016 ; Code de commerce, Article L.225-102).

<sup>2</sup> La loi du 22 mai 2019 loi ayant pour ambition de donner les moyens nécessaires aux entreprises pour innover, se transformer, grandir et créer des emplois. Elle est également supposée améliorer la performance des TPE et des PME.

<sup>3</sup> Documents internes Groupe Eiffage

<sup>4</sup> Lorsque le PEE est mis en place au sein d'un groupe d'entreprises, celui-ci s'intitule plan d'épargne de groupe (PEG). Lorsqu'il est mis en place entre plusieurs entreprises ne remplissant pas les critères du PEG, on parle de plan d'épargne inter-entreprises (PEI). Dans le cadre de l'épargne salariale, les frais de tenue de compte sont pris en charge par l'employeur, ce qui distingue celle-ci d'autres produits d'épargne permettant les mêmes types d'investissement.

<sup>5</sup> Onze cas de déblocage anticipé sont ainsi prévus : rupture du contrat de travail, création d'une entreprise par le salarié, mariage, naissance d'un troisième enfant, acquisition d'une résidence principale, divorce, invalidité, décès du conjoint, surendettement ou encore lorsque l'actionnaire salarié(e) est victime de violences conjugales, en cas de poursuites ou d'ordonnance de protection.

<sup>6</sup> Le Plan 401(k), ou 401(k), est un système d'épargne retraite par capitalisation très largement utilisé aux États-Unis. Il tire son nom de la section 401(k) de l'*Internal Revenue Code* (« Code fiscal »), texte principal du droit fiscal américain.

<sup>7</sup> La comptabilité mentale désigne les différentes valeurs qu'une personne accorde à une même somme d'argent, sur la base de critères subjectifs, avec souvent des résultats préjudiciables.

<sup>8</sup> La loi sur la protection des retraites de 2006 a renforcé les protections des travailleurs à qui l'on doit des prestations de retraite. Elle a considérablement augmenté les montants que les travailleurs peuvent verser aux plans de retraite. Elle permet de convertir directement les actifs des plans 401(k), 403(b) et 457 en actifs de comptes de retraite individuels Roth.

<sup>9</sup> L'exemple des plans 401(k) dans le cas d'Enron et WorldCom aux États-Unis illustre parfaitement ce risque accru, et le fait que les investissements en actions de leur entreprise étaient volontaires est encore plus marquant.

<sup>10</sup> Dans le cadre de groupes cotés, les opérations sont généralement menées dans de nombreux pays, les salariés étrangers pouvant bénéficier des mêmes conditions avantageuses que les salariés français. La variation des taux de change entre la devise locale et l'euro peut alors affecter la rentabilité pour le salarié, à la hausse comme à la baisse. Cependant, dans la mesure où nous nous intéressons au dispositif français dans le cadre français, ce facteur n'est pas pertinent.

<sup>11</sup> Le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICl) est, depuis le 1er juillet 2011, le nouveau document d'information remis aux investisseurs désireux d'investir leur épargne dans un Organisme de Placement Collectif (OPC). C'est un document standardisé au niveau européen. Il doit donner, en 2 à 3 pages, une information claire, exacte et non trompeuse permettant à l'épargnant de prendre une décision d'investissement en connaissant les principales caractéristiques du produit.