

PJ-ABQ-418

Jan 85/26

---

# ADAPTATION DES PLANS D'ACQUISITION DE VALEURS MOBILIERES PAR LES EMPLOYES (ESOPS) A LA TUNISIE

---

RAPPORT FINAL

*Bureau du Proche-Orient  
U.S. Agency for International Development*

*Préparé pour: USAID/Tunisie*

*Préparé par: Jeffrey Gates, conseiller auprès de Coopers &  
Lybrand  
Denis Langelier, Coopers & Lybrand*

*Sous l'égide de: Trade, Investment and Enterprise Support Project  
Numéro du Projet: 398-0050  
Numéro du Contrat: ANE-0050-C-0051-00  
Contractant Principal: Coopers & Lybrand*

*Septembre 1993*

## RÉSUMÉ

Le but de ce rapport est d'aider le Gouvernement de la Tunisie à développer des plans d'action pour la mise en oeuvre de plans d'acquisition de valeurs mobilières par les employés (les ESOPs) en tant que partie du programme de privatisation du gouvernement et pour recommander des méthodes d'utilisation des garanties d'emprunt ESOP d'USAID/Tunisie. Cette initiative ESOP a pour but de répondre à l'accusation que le programme de privatisation concentre la propriété entre les mains de quelques personnes. Les ESOPs sont considérés comme une composante-clé de l'élargissement de la propriété et de l'amélioration de la performance économique tout en contribuant au but de promotion de la solidarité sociale.

Le rapport présente une vue générale sur l'histoire de la privatisation en Tunisie, et passe en revue l'environnement légal, économique, financier et social dans la mesure où il touche la mise en oeuvre et le fonctionnement des ESOPs. Les obstacles aux ESOPs sont résumés et des recommandations sont formulées pour l'élimination de ces obstacles et pour la création d'incitations aux ESOPs. Une procédure pour l'établissement des ESOPs est proposée, avec une série de directives suggérées pour leur fonctionnement.

Trois sociétés candidates à la privatisation ont été étudiées et leurs dirigeants ont été interviewés. Le rapport comprend les résultats de cette analyse avec des illustrations de techniques ESOP qui pourraient être utilisées pour chacune des trois sociétés, ainsi qu'une analyse de l'applicabilité du programme de garantie d'emprunt d'USAID aux ESOPs. Des leçons tirées de l'expérience acquise dans d'autres pays ont été incorporées dans ces recommandations.

Enfin, le rapport passe en revue les challenges présentés par l'adaptation des ESOPs à la Tunisie et suggère une série de méthodes possibles pour l'adaptation du concept ESOP à l'expansion plus générale de la propriété.

## TABLE DES MATIERES

1.0	<b><u>INTRODUCTION</u></b> .....	1
2.0	<b><u>L'ENVIRONNEMENT POUR LES ESOPs EN TUNISIE</u></b> .....	3
2.1	L'environnement légal .....	3
2.2	L'environnement économique .....	6
2.3	L'environnement financier .....	8
2.4	L'environnement social .....	14
2.5	La raison d'être des ESOPs .....	16
3.0	<b><u>LA POLITIQUE ESOP - PLANS D'ACTION</u></b> .....	19
3.1	Principes de fonctionnement des ESOPs .....	19
3.2	La forme et la formation des ESOPs .....	20
3.3	Initiatives de la politique ESOP .....	24
3.4	Opérations ESOP - Directives suggérées .....	32
4.0	<b><u>ADAPTATION DES ESOPs A LA TUNISIE - PLANS D'ACTION POUR TROIS SOCIETES</u></b> .....	35
4.1	Les plans d'action ESOP - Vue d'ensemble .....	36
4.2	Autotractor .....	40
4.3	La Céramique Tunisienne .....	46
4.4	Tunis Air .....	52
4.5	Challenges ESOP .....	58

- Annexe 1: Opérations ESOP: Explication des Directives Suggérées  
Annexe 2: L'avenir des ESOPs en Tunisie  
Annexe 3: Contacts

## 1. INTRODUCTION

Le but de ce rapport est d'aider le Gouvernement de la Tunisie (le Gouvernement) à développer des plans d'action pour la mise en oeuvre de plans d'acquisition de valeurs mobilières par les employés (ESOPs) en tant que partie de son programme de privatisation. Coopers & Lybrand a préparé le rapport à la demande d'USAID Tunisie sous l'égide du Trade, Investment and Enterprise Support, un projet subventionné et géré par le Bureau du Proche-Orient d'USAID. Les membres de l'équipe comprenaient Jeffrey Gates, Président du Gates Group, et Denis Langelier, partenaire auditeur fiscal du bureau de Coopers & Lybrand à Montréal. L'équipe a reçu pour mission d'évaluer l'environnement pour les ESOPs et de concevoir des plans d'action éclaircissants pour la mise en oeuvre d'ESOPs dans trois entreprises sélectionnées pour privatisation par le Gouvernement. Dans la mesure du possible, le but était d'utiliser la garantie d'emprunt A.I.D. disponible. La recherche faite sur les lieux par l'équipe a été terminée en mars 1993.

Le concept ESOP est nouveau et sensiblement différent de tout ce qu'on a vu jusqu'à présent en Tunisie. S'il est convenablement introduit et mis en oeuvre, il peut aider les dirigeants à traiter une gamme étendue de questions économiques et sociales et à encourager la solidarité sociale en contribuant à la démocratisation de la propriété du capital. Bien qu'il faille que la Tunisie trouve sa propre adaptation du concept ESOP, le but commun aux mécanismes variés d'acquisition de propriété par les employés est le même: faciliter la participation large à la propriété privée du capital-actif producteur de revenus. Ceci implique que le gouvernement - la seule institution ayant des ressources suffisantes et un mandat social étendu - doit être impliqué dans l'évolution des techniques de financement d'élargissement de la propriété.

Plus de 70 pays, représentant toute l'échelle d'environnements politiques et économiques, sont maintenant activement intéressés à adapter le concept ESOP. Cet intérêt généralisé reflète le fait qu'à travers le monde entier les dirigeants commencent à admettre que les droits politiques et économiques sont inextricablement liés. Les droits politiques protègent le droit de l'individu à la liberté civile et le protègent également contre les entraves ou ingérences du gouvernement (i.e., ce que le gouvernement ne devrait pas faire). Quand l'accent passe de la liberté à sa contrepartie économique, un mode de vie décent, l'obligation du gouvernement passe des droits politiques aux droits économiques. Assurer les droits économiques exige une action *positive*, y compris des lois conçues pour encourager la participation économique sur une base large tout en décourageant les concentrations indésirables d'un tel pouvoir.

En tentant d'encourager la participation économique sur une base large, notamment par la privatisation, les dirigeants à travers le monde reconnaissent de plus en plus qu'il est indésirable de passer de la propriété publique à la propriété privée sans inclure comme propriétaires importants ceux dont les efforts sont essentiels au succès futur des sociétés privatisées, particulièrement les employés de ces sociétés. Cependant, transférer la propriété de biens qui sont propriété de l'état uniquement aux employés actuels peut à bon droit être considéré comme injuste envers les citoyens qui ne sont pas des employés, particulièrement dans le cas des

sociétés plus importantes et qui ont plus de succès. Par conséquent, appliquer une combinaison de techniques d'élargissement de la propriété peut offrir la meilleure formule pour atteindre la solidarité sociale tout en contribuant aux besoins de fonctionnement des sociétés. Toutefois, dans le cas des employés aussi bien que dans le cas de ceux qui n'en sont pas, les dirigeants doivent se demander comment ce but peut être atteint parmi des populations qui manquent généralement de ressources financières importantes. Au fur et à mesure que des programmes de privatisation progressent, ce dilemme est considéré via plusieurs variations et additions au concept ESOP.

Le but du concept ESOP (et de ses diverses techniques de financement) est de faciliter la participation la plus large possible à la propriété du capital-actif générateur de revenus. Cette participation, à son tour, servira à créer une circonscription plus large pour des solutions basées sur le marché aux problèmes économiques et sociaux. Bref, le but politique du concept ESOP est de construire une fondation plus solide pour la démocratie politique en permettant à davantage de citoyens de devenir moins dépendants économiquement du gouvernement. En même temps, le concept ESOP offre un mécanisme avec potentiel d'amélioration de la performance économique, à cause de l'impact potentiel sur la société et sur l'économie des motivations accrues, de la productivité, et de la profitabilité, ainsi que du potentiel pour revenus fiscaux accrus.

## 2. L'ENVIRONNEMENT POUR LES ESOPS EN TUNISIE

Le programme tunisien de privatisation, lancé en 1986 comme partie du Programme d'Ajustement Structurel, a concerné principalement la vente d'actif d'entreprises étant propriété de l'état et se trouvant en difficulté financière. D'autres techniques ont également été utilisées, comme des offres d'actions et des achats avantagés, mais seulement à petite échelle en partie à cause de la liquidité limitée des marchés d'actif tunisiens et de la pénurie d'expertise et de sophistication technique. La privatisation est restée un phénomène marginal jusqu'à présent; la part du GDP total ajoutée par les entreprises publiques se situe à environ 30 pourcent.<sup>1</sup> Un minimum de dix privatisations par an est le but à atteindre pour les cinq années à venir.

On a accusé le programme de privatisation de favoriser principalement les personnes riches et bien placées. Le Gouvernement a demandé de l'aide pour la conception d'une composante ESOP du programme de privatisation qui faciliterait la démocratisation de la propriété du capital, ce qui est l'un des buts essentiels du programme. Parmi les petits investisseurs potentiels se trouvent les employés des entreprises qui sont propriété de l'état. Ils désirent participer mais n'ont pas les ressources financières et l'organisation nécessaire pour tirer profit des opportunités offertes par la privatisation. Les ESOPs contribueront à élargir la propriété, à accroître la productivité et à décroître l'opposition à la privatisation provenant de certaines circonscriptions.

USAID/Tunisie continue de supporter le programme de privatisation avec le concours du Projet de Promotion de l'Entreprise Privée. De plus, USAID a établi une infrastructure de garantie d'emprunt par l'intermédiaire d'une banque tunisienne privée (la Banque Internationale Arabe de Tunisie, BIAT). A travers cette infrastructure, USAID garantira 50% du montant principal des avances consenties par BIAT pour acquisition par les employés de parts ou d'actif d'entreprises privatisées. La limite de garantie est de 3 millions de dollars US (c'est à dire une couverture pour un portefeuille de 6 millions de dollars).

Afin d'évaluer le contexte d'adaptation des ESOPs et de la garantie d'emprunt, l'équipe a examiné l'environnement légal, économique, financier et social, y compris les incitations et les obstacles à la mise en oeuvre des ESOPs. L'analyse de l'équipe est présentée ci-dessous.

### 2.1 L'Environnement légal

Bien que le Gouvernement ait mis en oeuvre des programmes semblables à ESOP dans plusieurs sociétés privatisées, il n'y a à l'heure actuelle pas de lois, de règlements ou de directives traitant de la participation des employés sur une base large, établissant des limites sur les avantages

---

<sup>1</sup> Saghir, Jamal. *Privatization in Tunisia*, CFS Discussion Paper Series, The World Bank, Washington, D.C., Janvier 1993.

relatifs que les employés-participants peuvent recevoir selon le plan, ou réglementant la distribution de bénéfices ESOP.

La loi sur la privatisation a été modifiée au début de 1989 pour énoncer trois buts: (i) développement d'un nombre accru de petits actionnaires, (ii) développement de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis et (iii) intention de vendre des parts aux employés.<sup>2</sup> Cette législation a également comprimé en une seule organisation - le comité de réforme des entreprises publiques (CAREPP) - l'autorité de privatisation autrefois répartie sur trois ministères. Ce cadre a consolidé et institutionnalisé le programme de privatisation en maintenant la responsabilité pour le programme aux plus hauts niveaux du gouvernement (CAREPP est présidé par le premier ministre). La responsabilité du suivi de la privatisation a été récemment transférée du bureau du premier ministre au ministère du Plan. La législation n'utilise pas le terme privatisation pour des raisons politiques et sociales.

Une législation apparentée a été passée en mars 1989, et son but principal est de développer le marché du capital national en stimulant la Bourse et en dirigeant l'épargne privée vers des investissements dans les secteurs productifs.<sup>3</sup> Cette législation a aussi restructuré la Bourse, redéfini ses fonctions, offert un nouveau cadre légal pour le secteur des valeurs, décrit le rôle des intermédiaires financiers et attribué des pouvoirs à la Bourse sur l'émission, la vente et la distribution de valeurs mobilières.<sup>4</sup> Les règlements actuels de la Bourse permettent les incitations, y compris les actions gratuites, les actions au rabais et le sursis des conditions d'achat. Toutefois, l'approbation de CAREPP serait exigé pour l'utilisation de telles incitations avec la privatisation.

Cette législation sur les valeurs mobilières contient plusieurs caractéristiques uniques, notamment le pouvoir d'exiger l'enregistrement pour la vente de valeurs non cotées en Bourse.<sup>5</sup> Toutes les sociétés anonymes doivent enregistrer à la Bourse leurs états financiers approuvés, le procès-verbal de l'assemblée générale et le rapport des commissaires aux comptes.<sup>6</sup> Une

---

<sup>2</sup> Loi No. 89-9.

<sup>3</sup> Loi No. 89-49.

<sup>4</sup> D'autres dispositions permettant aux sociétés cotées en Bourse dans certains secteurs-clés de payer des taxes de société à la moitié du taux normal reflètent également le désir d'attirer de l'épargne privée dans le marché du capital.

<sup>5</sup> La Bourse exige également qu'un actionnaire cédant d'une société non-publique enregistre un état de la transaction avec la Bourse avant de vendre les actions à un autre actionnaire. L'état est transmis aux autres actionnaires afin de leur donner l'opportunité de faire une offre concurrente. L'état doit être reçu avant l'entrée d'un changement sur le registre des actions. Le non-respect de cette obligation entraîne une amende payable par les directeurs de la société et peut aussi entraîner l'annulation de la vente. Articles 92-94, Loi No. 89-49.

<sup>6</sup> Article 13 de la Loi No. 89-49. Bien que les sociétés cotées doivent déposer leurs états financiers apurés, il y a peu de contrôle. Jusqu'à présent, les principes de comptabilité généralement acceptés n'ont pas été adoptés bien qu'on s'efforce de changer ceci.

révision en cours du code d'investissement tunisien comprendra aussi plusieurs caractéristiques uniques. Un représentant du Ministère des Finances indique qu'il est tard pour suggérer des changements à la législation en cours de considération.

La loi tunisienne permet une exclusion fiscale pour les dividendes et les gains de capital. Ces deux mesures devraient aider à encourager les employés à acquérir et à détenir des parts, bien que les Tunisiens aient très peu d'expérience (ou de désir) à investir en valeurs.

La loi 89-9 spécifie également certaines incitations fiscales ou autres destinées à faciliter et à accélérer le processus de privatisation. Des pouvoirs discrétionnaires sont notamment accordés à CAREPP, y compris le pouvoir d'autoriser une exonération fiscale pour les gains d'une société privatisée et celui d'accorder certaines exonérations individuelles aux employés. L'intérêt des Tunisiens en investissements peut être stimulé par de telles actions. Ceci comporte une latitude et une flexibilité extraordinaires (bien qu'au détriment de la transparence) de concevoir des privatisations telles qu'elles puissent permettre d'atteindre des buts politiques énoncés, y compris celui d'encourager l'acquisition de parts par les employés.

Convenablement structurée, cette discrétion pourrait permettre à l'initiative ESOP de progresser (au moins à court terme) sans qu'il soit besoin d'avoir une législation recouvrant ESOP. Par exemple, une exonération accordée par CAREPP à une société pourrait être structurée de manière à permettre les sociétés ESOP de rembourser les prêts pour acquisition de valeurs sur une base fiscale favorable. De même, une exonération fiscale personnelle accordée par CAREPP pourrait permettre aux employés d'acquérir des parts à meilleur marché et sur une base intéressante au point de vue fiscal.

La législation récente permet les actions de préférences sans droit de vote à condition que ces actions soient, quant au reste, à part entière. Cette législation a été conçue, en partie, pour remédier au problème posé par les sociétés familiales fermées dans lesquelles un investissement externe est rarement recherché ou désiré (principalement à cause des craintes concernant la dilution et le contrôle). Les sociétés sont autorisées à convertir jusqu'à un tiers de leurs actions existantes en actions de préférences. En dehors de cette variante, la loi tunisienne ne permet pas à l'heure actuelle d'avoir des droits de vote différents pour les différentes catégories d'actions. Les restrictions sur transactions sont en général interdites. Une société peut avoir jusqu'à 10% d'actions remboursables à condition que la société observe certaines règles de remboursement (décrites à la section 2.4).

La loi tunisienne autorise la détention d'actions par un "dépositaire intermédiaire". Par exemple, les obligations du gouvernement bénéficient de certains avantages fiscaux si elles sont détenues par un intermédiaire pendant cinq ans. Ces comptes de dépôt intermédiaires pourraient être adaptés au service de certains buts ESOP (comme celui de détenir des parts d'employés en attendant leur paiement et leur distribution).<sup>7</sup> De tels arrangements pourraient inclure des

---

<sup>7</sup> Par exemple, ces techniques ont été utilisées temporairement pour atteindre divers objectifs financiers de société.

dispositions semblables à celles qui gouvernent traditionnellement les ESOPs, comme les conditions se rapportant aux transactions et à l'utilisation des comptes, les dispositions couvrant certains engagements réciproques et celles couvrant les états périodiques des comptes. Jusqu'à présent, ces comptes de dépôt ont été typiquement gérés par les banques.

## 2.2 L'Environnement économique

En général, l'économie tunisienne est assez robuste et montre une croissance économique de 4.3% par an en moyenne au cours de la période 1987-91 en dépit de deux années consécutives de sécheresse (1988-89) et une baisse des revenus de tourisme pendant la crise du Moyen-Orient. Le revenu per capita était de 1,260 dollars US en 1989, et a monté jusqu'à 1,400 dollars jusqu'en 1991. La Tunisie a pu se maintenir en ce qui concerne sa dette extérieure en dépit d'un taux de service de dette à l'exportation de 24%. On prévoit l'élimination graduelle des restrictions sur le change au cours du VIIIème Plan de Développement du Gouvernement (1992-1996). On anticipe la réforme du code du travail et les incitations spéciales à l'investissement seront rationalisées par l'adoption d'un code d'investissement harmonisé et unifié.

Le VIIIème Plan de Développement prévoit une croissance du GDP annuel de 6 pourcent, sur la base d'une forte expansion de la manufacture (8.7%) et du tourisme (22.3%). L'agriculture et la pêche devraient croître de 1.8% par an. L'investissement devrait croître de 10.1% par an, la moitié du total provenant du secteur privé.<sup>8</sup>

Le Gouvernement a annoncé son intention de se déssaisir de toutes les entreprises qui sont propriété de l'état dans les secteurs concurrentiels où le secteur privé est capable d'assurer son rôle. Dans les premières étapes de la privatisation, le Gouvernement s'est concentré sur la privatisation des petites et moyennes entreprises, qui ont été vendues en grande partie libres de dettes et presque exclusivement à des acheteurs tunisiens. Les revenus égalaient approximativement la moitié des dettes totales, l'autre moitié étant couverte par un fonds social, *Fonds de Restructuration des Entreprises Publiques* (FREP), et par l'annulation de la dette ou sa conversion en actions ordinaires.

Au début du programme de privatisation, le Gouvernement ne désirait pas vendre de parts aux employés parce que la plupart des firmes étaient en difficulté financière.<sup>9</sup> De plus, à cause de la résistance populaire au programme de privatisation, on a considéré attentivement les questions d'emploi lors de la formulation de la politique de privatisation et lors des négociations des transactions individuelles. Parmi les 189 entreprises publiques désignées pour privatisation, plus de 75% sont sous contrôle du Ministère des Finances. Cent quarante sociétés sont des

---

<sup>8</sup> *Tunisia - Country Profile 1992-93*. The Economist Intelligence Unit.

<sup>9</sup> Le Gouvernement a reçu approximativement 134 millions de dollars US des 37 premières sociétés privatisées, dont 80% entre 1989 et 1992 (source: A.I.D./Tunis).

entreprises commerciales, comprenant les services publics, les chemins de fer et autres systèmes de transport public, les industries de l'huile et du phosphate, et de nombreuses entreprises de manufacture et de montage. Le reste consiste en bureaux et en agences qui sont des extensions d'activités d'administration publique. Le Gouvernement détient également des parts d'actionnaire minoritaire dans plusieurs centaines d'autres entreprises.<sup>10</sup>

FREP a été établi pour couvrir le recyclage des employés et/ou les coûts de la compensation, le règlement des dettes de la société non couvertes par le produit de la vente (notamment les dettes au Fonds de Sécurité Sociale), et l'assistance technique nécessaire à la mise en oeuvre du programme de privatisation. Les revenus de la privatisation ne passent pas dans les revenus généraux, mais sont, au contraire, versés au FREP et utilisés pour soutenir le processus de privatisation, notamment la restructuration d'autres sociétés privatisables. Le Gouvernement considère l'application d'une partie des revenus au développement régional afin de financer l'infrastructure et la formation. Le Gouvernement a en général traité les revenus de privatisation comme source non renouvelable de revenus à ne pas utiliser pour contrebalancer des frais qui se renouvellent.

La Banque Mondiale a également offert un prêt de 130 millions de dollars US pour aider les sociétés à se privatiser. Jusqu'à présent, les fonds ont été utilisés principalement pour compenser les frais d'indemnités de licenciement,<sup>11</sup> payer les demandes des créanciers et supporter de nouveaux investissements (en grande partie via FREP). Ces fonds sont en grande partie épuisés bien que le Gouvernement anticipe une seconde demande de prêt dans un proche avenir. Les prédictions de succès d'une telle demande sont nébuleuses.

Dans la phase actuelle de privatisation, le Gouvernement privatise davantage de sociétés à succès; un des buts principaux est de promouvoir la propriété sur une base large, notamment l'acquisition de parts par les employés. Cette phase, qui a commencé pour la première fois en 1992, s'appliquera généralement aux entreprises importantes, telles que les usines de ciment, les usines de produits alimentaires, les entreprises de construction maritime et les sociétés de matériaux de construction qui devraient dans de nombreux cas attirer des acheteurs internationaux.

---

<sup>10</sup> L'évolution des définitions des entreprises qui sont propriété de l'état a progressivement réduit le nombre de celles qui sont sous contrôle du Gouvernement. Elles sont passées de 500 environ avant 1985 (lorsque 10% était le critère) à 307 selon la loi 85-72 (entrée en vigueur en février 1992) aux termes de laquelle la définition était basée sur une position de blocage de l'état de 34% ou plus ou sur une propriété combinée de 50% ou plus par moyens directs ou indirects. La loi 89-9 a encore réduit le nombre des sociétés qui sont propriété de l'état (à 189) en exigeant généralement une propriété étatique de 50% avant que le contrôle puisse être exercé. Saghir, *ibid.*, p. 7.

<sup>11</sup> Bien que les circonstances puissent varier et qu'il y ait une grande discrétion régionale en ce qui concerne l'établissement des montants, l'article 22 du Code du Travail Tunisien exige, après un emploi de six mois, une indemnité de licenciement égale au salaire d'une journée et aux bénéfices pour chaque mois de service avec total maximum de trois mois. Les contrats passés avec les syndicats augmentent fréquemment ce chiffre, notamment dans le cas des entreprises qui sont propriété de l'état où on note que les indemnités de licenciement sont typiquement de un mois et demi de salaire pour chaque année d'emploi plus un bonus de 30%.

A l'heure actuelle, le Gouvernement envisage deux types de situations qui conviendraient aux ESOPs: (1) grandes sociétés dans lesquelles les ESOPs détiendraient 10-20% des actions, et (2) sociétés plus petites dans lesquelles un ESOP serait utilisé pour acquérir toutes les actions ou une partie substantielle de celles-ci. Certains considèrent que cette approche convient particulièrement aux sociétés de services à cause des bas niveaux d'investissement requis et de l'absence de toute nécessité de développer un marché étranger ou d'introduire une technologie spécialisée.

Au cours des privatisations les plus récentes, la politique du Gouvernement a été de vendre les parts détenues par l'état au plus offrant via offres publiques, en partie pour assurer la transparence des transactions. Les employés reçoivent l'opportunité de participer au processus d'offre (pour des actions ou de l'actif) à condition de pouvoir égaler la meilleure offre.

Le Gouvernement reçoit actuellement des demandes d'employés désirant être inclus dans les privatisations. Si la société est dans le groupe des "privatisables", le Gouvernement a l'intention de considérer toutes ces demandes. Toutes les sociétés qui sont propriété de l'état et qui travaillent dans les secteurs concurrentiels commerciaux sont considérées comme privatisables. Toutes les autres sont considérées comme "stratégiques" et sont à l'heure actuelle omises de la liste des 189 sociétés éligibles.

Quand une société dont l'état est propriétaire a un monopole, le Gouvernement a l'intention de la maintenir dans le secteur public bien qu'il soutienne l'introduction d'éléments de concurrence en encourageant la concurrence privée (p. ex. en autorisant l'entrée de services concurrentiels dans le domaine des transports urbains).

### **2.3 L'Environnement financier**

La Tunisie possède plusieurs ressources potentielles pour le financement des ESOPs. Les ressources-clés comprennent: les banques tunisiennes, la Bourse, l'épargne et les revenus potentiels des employés tunisiens. Une ressource supplémentaire et relativement nouvelle de financement des ESOPs peut être obtenue de l'infrastructure de garantie de la privatisation qu'USAID a établie auprès de la Banque Internationale Arabe de Tunisie (BIAT). Chacune de ces ressources est décrite ci-dessous.

Le Système Bancaire Tunisien: La majeure partie de la capacité financière de la Tunisie se trouve dans les banques et à la Bourse, les banques représentant approximativement 95% de cette capacité. Le système bancaire tunisien comprend 13 banques commerciales.<sup>12</sup> Les banques sont autorisées à détenir des actions de la société jusqu'à concurrence de 30% des actions

---

<sup>12</sup> Le Gouvernement détient une position de blocage dans cinq des treize banques commerciales (i.e. via un intérêt de 34%, qui lui permet de bloquer les décisions exigeant les deux tiers des votes à propos de questions considérées comme extraordinaires dans les statuts de la société, comme la vente de celle-ci, la liquidation, la fusion, l'acquisition de statut public par la société et autres décisions majeures).

ordinaires de celle-ci.<sup>13</sup> Les services intermédiaires financiers restent largement sous-développés. Bien que chacune des 13 banques ait un service de courtage, les services sont offerts plus à titre de courtoisie envers les clients que comme des opérations lucratives capables de stimuler l'activité sur le marché des valeurs mobilières ou le développement de celui-ci. Quatre sociétés anonymes (plus un individu) offrent également des services de courtage.

Il y a peu de ressources pour promouvoir l'investissement (c'est à dire des services d'analyse financière, de rapport financier, de recherche de marché, etc.) La génération de fonds sur la base de transactions n'existe virtuellement pas à cause de l'absence de firmes bancaires d'investissement ou de firmes de courtage orientées sur les transactions. Cet environnement offre peu de techniques pour faciliter le financement de projets et crée pour la privatisation la difficulté de financer des désaisissements en mobilisant des sources de fonds externes à l'entreprise.

Les banques se tournent largement vers le nantissement et les garanties lorsqu'elles font des prêts, étant donné que les états financiers sont considérés comme peu sûrs. La Banque Centrale exige que les banques donnent priorité à certains secteurs (l'agriculture, les exportations, les petites et moyennes entreprises, les secteurs de conservation d'énergie) et qu'elles investissent au moins 10% (le taux était récemment de 17%) de leur capital dans de tels secteurs. En retour, les banques reçoivent l'accès préférentiel au refinancement par la Banque Centrale.

Les banques tunisiennes ne peuvent consentir des emprunts-logement dépassant 30,000 DT par emprunteur et les portefeuilles d'emprunts-construction ne peuvent dépasser 2% du budget-emprunt total. Une banque gouvernementale est conçue spécifiquement pour les promoteurs immobiliers et pour les achats de logements, alors que les banques commerciales participent généralement sur une base complémentaire (c'est à dire, via secondes hypothèques). Bien que des Fonds de Sécurité Sociale soient disponibles pour les emprunts-logement, la majeure partie de ces emprunts sont consentis principalement à des employés du gouvernement, les emprunts étant généralement remboursés via déductions sur salaire.

Le domaine d'investissement institutionnel n'est pas encore bien développé. Dix compagnies d'assurances sont actuellement en activité. Parmi celles-ci, STAR, une compagnie propriété de l'état, traite plus de 40% des primes. La plupart des fonds des compagnies d'assurances sont investis en obligations du Gouvernement et en obligations bancaires. Les compagnies d'assurances révèlent une capacité potentielle d'absorber plus de 20 millions de dollars US par

---

<sup>13</sup> De plus, on ne peut investir plus de 10% du capital d'une banque dans une société (bien que l'emploi des dépositaires intermédiaires puisse offrir un moyen de tourner cette règle). De même, l'agrégat des participations en équité d'une banque plus l'actif fixe (i.e. la propriété immobilière et dépréciable plus l'actif intangible) ne peut dépasser 75% des fonds nets de la banque - i.e., le capital de la banque plus les réserves moins l'actif non-performant et les avances sur réserve (selon l'analyse de la Banque Centrale).

an en offres de valeurs mobilières.<sup>14</sup> La Tunisie a deux fonds de pension: le CNRPS pour les employés du Gouvernement et du secteur public (500,000 membres et des ressources dépassant 250 millions de DT) et un fonds de pension privé, le CNSS, avec un actif dépassant 300 millions de DT. Jusqu'à présent, leurs investissements sont semblables à ceux des compagnies d'assurances bien qu'on s'attende à un changement avec le développement des marchés de capital.

Si les prêteurs du secteur privé vont participer au soutien des ESOPs, le Ministère des Finances suggère qu'une question-clé concerne la source de la garantie d'une telle assistance financière (c'est à dire, est-ce que la banque sera satisfaite avec un nantissement sur l'actif de la société, ou exigera-t-elle aussi une garantie personnelle?). En général, seuls les dirigeants les plus anciens sont considérés comme crédibles.

Le taux officiel d'inflation est de 5.5%. Les taux d'intérêt varient de 14% à 16%. Le taux du marché monétaire est actuellement de 11%. Les banques sont autorisées à demander n'importe quel taux à condition que la marge moyenne de la banque ne s'élève pas à 3% au dessus du taux minimum.<sup>15</sup> Les taux d'intérêt élevés ont des implications importantes en ce qui concerne l'intérêt à utiliser des fonds empruntés pour acquérir des valeurs mobilières, y compris l'emploi de la garantie d'emprunt USAID.

La Bourse: La Tunisie a approximativement 6000 sociétés anonymes dont 160 environ ont offert des actions ou des obligations sur le marché. La Bourse comprend 17 sociétés (y compris 10 banques) cotées sur le "Marché Permanent", les sociétés restantes étant mentionnées sur le "Marché Occasionnel". Le Marché Permanent a trois panneaux: le *Premier Marché*, le *Second Marché* et le *Marché Obligatoire*. Le Premier Marché comprend 11 sociétés, y compris 10 banques. Le marché est donc caractérisé par des attributs de banque: dividendes annuels élevés, émission régulière d'actions-gratifications et offres secondaires périodiques. Le Second Marché comprend six sociétés, y compris quatre sociétés industrielles.

Bien que la Bourse ait fonctionné depuis plus de 20 ans, elle avait une base de négoce extrêmement mince de 28 millions de DT en 1991 ou 4.5% de la capitalisation totale du marché (600 millions de DT environ). Des fonds totalisant approximativement un pourcent de l'épargne privée totale ont été dirigés vers la Bourse. Les volumes négociés restent relativement bas (DT 68 en 1990), avec des implications négatives pour la liquidité, ce qui, à son tour, pourrait avoir un impact négatif sur l'intérêt envers les offres de valeurs et/ou faire tomber les prix des offres initiales des sociétés qui sont propriété de l'état.

---

<sup>14</sup> "Private Enterprise Promotion - Privatization Component" préparé pour USAID/Tunisie par Jean-Pierre Schwartz, conseiller auprès de Coopers & Lybrand (Mai 1992).

<sup>15</sup> Bien que cet impératif de marge ne soit pas basé sur une moyenne pondérée, la concurrence entre prêteurs maintient avec efficacité cette marge dans l'échelle prescrite.

La Bourse a lancé une campagne de promotion/éducation, comportant de la publicité à la télévision coïncidant avec les informations. Le Ministère des Finances prévoit que le marché des valeurs mobilières pourra absorber 100 millions de dollars US en offres de valeurs mobilières de privatisation au cours de l'année à venir. Le personnel de la Bourse le pense aussi à condition que les sociétés soient bien présentées sur le marché.

Épargne: La Tunisie a un taux d'épargne de 20% environ du GNP. A l'heure actuelle, les individus détiennent approximativement 2.5 milliards de DT en épargne liquide. 2.8 milliards de DT sont en outre détenus par des entreprises privées comprenant des sociétés, 13 banques, 15 fonds mutuels (y compris un fonds spécialisé en sociétés privatisables) et un fonds de pension privé. L'un des challenges principaux de la stratégie actuelle de privatisation (ainsi que l'un des principaux buts de la privatisation) est de découvrir des mécanismes pour le transfert de cette épargne dans un marché des valeurs revitalisé de manière à créer la liquidité nécessaire au financement d'un nombre croissant de transactions de privatisation.

Ce but et celui d'élargir la propriété inspirent la législation financière récente. Par exemple, la loi actuelle permet une réduction de 50% du taux de l'impôt sur le revenu des sociétés (généralement 35%) au bénéfice des sociétés qui deviennent cotées sur le marché primaire ou secondaire du marché permanent à condition que (i) ces sociétés travaillent dans l'un de trois secteurs désignés (agriculture, industrie ou tourisme) et que (ii) au moins 20% de leur capital soit détenu par des actionnaires qui, individuellement, en détiennent moins de 5% chacun.<sup>16</sup> De plus, le Gouvernement a un pouvoir discrétionnaire étendu d'accorder des exonérations fiscales à des sociétés sélectionnées. Jusqu'à présent, ceci a généralement été réservé aux sociétés d'exportation.

Revenu et Salaires: Les employés d'entreprises qui sont propriété de l'état n'ont généralement pas les ressources financières personnelles (et la capacité d'organisation) d'acquérir des montants importants de valeurs. Les salaires sont généralement établis selon une échelle déterminée et le revenu per capita annuel est assez modeste. En règle générale, les dirigeants supérieurs sont intéressés à acheter des montants importants de valeurs bien que le Gouvernement ait montré de la résistance à l'idée de tels achats.

Les employés reçoivent généralement de 13 à 15 mois de salaire pour chaque tranche de 12 mois de travail. Ce bonus pourrait être une source potentielle de fonds pour l'achat de valeurs. Par exemple, le Gouvernement a supporté les achats d'actions par les employés avec ces fonds lors de la privatisation de SITEX.<sup>17</sup> De tels fonds sociaux sont couramment accumulés pour des

---

<sup>16</sup> Article 37 de la loi no. 89-49 et Article 51 des règlements correspondants. Cette incitation va prendre fin le 8 mars 1994.

<sup>17</sup> Il est intéressant de noter que parmi les 1567 employés de SITEX, 560 (36%) ont choisi de participer au plan d'achat d'actions. Leurs fonds sociaux ont été appliqués à l'achat d'actions repayées sur une période de 2 à 5 ans avec des bonifications futures de fin d'année (sans intérêt). Parmi les participants, 18% des actions ont été achetées par les employés ordinaires, 9% par les contremaîtres, 21% par les dirigeants de niveau moyen et 52% par les

fins diverses, telles que maladie, mariages, funérailles, etc. Le Gouvernement a également supporté l'acquisition de bateaux de pêche par des employés. 35 bateaux ont été ainsi vendus à 67 personnes (typiquement un capitaine de bateau et un mécanicien), les transactions étant financées par le Ministère de l'Agriculture via un fonds établi dans ce but.

Les contributions de l'employeur à la sécurité sociale sont de 19% des paiements de base aux employés (plus un supplément de 6% par les employés). A l'heure actuelle, ces fonds ont une liquidité en excédent et peuvent servir à garantir des emprunts faits par les employés pour investissements en immobilier ou pour l'achat d'une automobile (à 8.5% contre les taux commerciaux actuels de 14 à 16%). Parmi les ministères, les opinions sont partagées sur la question de décider si ces fonds devraient être considérés comme une source de financement pour la participation des employés aux privatisations. Il paraît que la loi actuelle permettrait aux employés d'avoir indirectement accès à ces fonds pour des achats de valeurs mobilières (c'est à dire en empruntant contre un autre actif permis, tel qu'une maison).

Le Gouvernement préfère être payé immédiatement pour les valeurs ou pour l'actif qu'il vend, quoiqu'il veuille bien considérer une grande variété d'arrangements possibles pour le financement afin de supporter la participation des employés à la privatisation, comme des paiements échelonnés, des traites pour paiements différés, des accords de location-achat<sup>18</sup> avec tout ou partie de ces paiements crédités vers le prix d'achat. Toutefois, le Gouvernement n'a pas, à l'heure actuelle, les moyens de devenir prêteur direct ou d'administrer de tels arrangements financiers. D'autre part, le Gouvernement ne désire pas se substituer aux prêteurs commerciaux. Il craint d'être submergé par des demandes de prêt si on le considère comme prêteur.

Infrastructure USAID ESOP de garantie d'emprunt: Une ressource supplémentaire de financement des ESOPs est représentée par l'Infrastructure USAID ESOP de garantie d'emprunt. Cette infrastructure a été établie avec l'assistance du Bureau d'Investissement rattaché au Bureau de l'Entreprise Privée d'USAID, et se trouve à la Banque Internationale Arabe de Tunisie (BIAT), une banque privée organisée et fonctionnant en Tunisie. La BIAT a apporté du financement et des services de consultation pour les transactions tunisiennes de privatisation au cours des quatre dernières années. L'infrastructure de garantie de privatisation (3 millions de dollars US) est spécifiquement dédiée au financement de l'acquisition par les employés d'actions de sociétés en cours de privatisation. L'infrastructure, établie en 1991, a une durée de sept ans se terminant le 15 mars 1998.

---

dirigeants supérieurs. Il est aussi intéressant de noter que les employés ont d'abord reçu des offres d'actions au rabais qu'ils ont achetées et immédiatement revendues avec profit. On leur a ensuite offert une seconde tranche d'actions à la valeur du marché qu'ils continuent de détenir.

<sup>18</sup> De tels accords ont été utilisés lors de la privatisation de quatre hôtels au moins.

Avec cette infrastructure, USAID garantira 50% du montant principal des prêts consentis par la BIAT pour supporter l'achat par les employés des valeurs ou de l'actif qui sont propriété de l'état et proviennent d'entreprises en cours de privatisation. Le montant principal maximum pour une transaction donnée est l'équivalent en monnaie locale de 500,000 dollars US selon le nombre d'emprunteurs impliqués dans l'achat (voir ci-dessous). Le montant principal total des prêts à recouvrer à toute époque ne peut dépasser 6 millions de dollars US. Bien qu'USAID puisse accroître le montant d'emprunt maximum par emprunteur, il paraît qu'USAID considérait à l'origine que ce fonds serait disponible pour assister douze sociétés (i.e., douze sociétés avec un maximum de 500,000 dollars US par société).<sup>19</sup>

Aux termes de la garantie d'emprunt, USAID paiera à la partie bénéficiaire un montant égal à 50% des pertes encourues sur emprunts qualifiés. Pour qu'un emprunt puisse être qualifié, l'emprunteur doit être soit un Tunisien employé par une entreprise qui est propriété de l'état, soit une organisation privée tunisienne comprenant uniquement des employés d'entreprises qui sont propriété de l'état. L'infrastructure pourra supporter l'acquisition par les employés dans le cas de privatisations complètes ou partielles à condition que le Gouvernement ne retienne pas plus de 25% des actions ordinaires. Avec l'accord d'USAID, l'emprunt peut être utilisé pour financer plus de 15% des actions d'une entreprise en cours de privatisation.

Le montant principal total des prêts à recouvrer à toute époque et consentis à tout emprunteur qui est un individu (ou une organisation comprenant un seul individu) est limité à l'équivalent en monnaie locale de 150,000 dollars US. La limite passe à 300,000 dollars dans le cas d'une organisation comportant deux individus et à 450,000 si l'organisation a trois individus.

L'emprunt doit être fait à un taux d'intérêt du marché (actuellement de 14 à 16%) et aucune partie de l'emprunt ne peut être financée par des subventions ou garantie par une autorité gouvernementale (i.e., autre qu'USAID). Toutefois, alors que les emprunts doivent être faits aux taux du marché, le Gouvernement tunisien pourrait offrir des actions avec rabais substantiel aux employés afin de compenser les taux d'intérêt élevés. L'emprunt ne peut être prorogé qu'après que le projet ait reçu une approbation d'environnement ou une exclusion de la part d'USAID.

Une évaluation de l'impact de l'infrastructure aura lieu à la fin de la première période de trois ans. Les objectifs de l'évaluation sont de déterminer: (i) le progrès réalisé aux termes du programme de privatisation de la Tunisie et son succès général; (ii) le niveau de soutien apporté par la communauté financière tunisienne aux activités de privatisation impliquant des acquisitions de valeurs par les employés; (iii) l'influence des activités de prêt de la BIAT découlant de cette infrastructure; (iv) le nombre des employés ayant bénéficié de cette infrastructure; (v) le succès

---

<sup>19</sup> Cette mission considérait à l'origine l'étude de douze sociétés bien que le nombre ait été ensuite ramené à trois.

des sociétés nouvellement privatisées grâce à cette infrastructure; et (vi) les nouvelles opportunités d'emploi générées par les sociétés créées en particulier pour les femmes à la fois comme employées et comme entrepreneurs.

## **2.4 L'Environnement social**

Il y a environ 2 millions de travailleurs tunisiens (pour une population d'environ 8.4 millions). Plus de la moitié de la population a moins de 20 ans. Les Tunisiens ont une expérience très limitée en ce qui concerne l'actif "papier" (comme les actions représentant la propriété partielle d'une flotte de pêche). Ils sont généralement plus intéressés à être propriétaires de l'actif tangible (comme un bateau de pêche). Les questions d'attitudes et d'incitations pourraient bien entraver le processus de privatisation.

Le secteur public est amplement syndicalisé alors que le secteur privé ne l'est que partiellement. Les salaires sont généralement plus élevés dans les entreprises publiques. Jusqu'à présent, le processus de privatisation n'a pas entraîné la perte d'un syndicat dans toute entreprise privatisée. Un syndicat important (UGTT) négocie dans tout le pays tous les trois ans, processus qui se déroulait au cours de la période de l'étude. Bien que les syndicats se soient initialement opposés à la privatisation, cette résistance s'est transformée en négociation au fur et à mesure de la progression du processus de privatisation dans les sociétés individuelles.

La crainte principale des syndicats a été la question de perte d'emplois. Toutefois, ces craintes ont souvent été sans fondement. Par exemple, à la suite des 37 privatisations faites jusqu'à présent,<sup>20</sup> (impliquant près de 7,500 employés), 1,400 emplois ont été perdus, et tous ceux-ci sauf 100 environ ont pris fin à cause de départs volontaires, retraites anticipées, etc. Certains des 100 travailleurs licenciés ont été réembauchés depuis. Les emplois des travailleurs en excédent ont souvent été conservés avec incitations offertes aux acheteurs pour qu'ils maintiennent le personnel bien que des réductions de salaire et de bénéfices soient courantes même si les emplois sont maintenus.

L'opposition des syndicats n'est plus généralement considérée comme obstacle important à la privatisation bien qu'on note que le Gouvernement et les syndicats pourraient être beaucoup plus francs dans leurs négociations sur les questions de privatisation. Les informations sur la privatisation sont directement partagées par le Ministère des Affaires Sociales et les syndicats touchés par le programme de privatisation. L'équipe n'a pas pu mesurer les attitudes des employés envers la privatisation pendant sa mission principalement à cause du fait que les dirigeants des syndicats étaient en cours de négociations.

Le Gouvernement ne voit pas la privatisation comme un simple exercice permettant de débarrasser le Gouvernement des sociétés qui ne fonctionnent pas bien. Le Gouvernement exige

---

<sup>20</sup> Privatisations terminées au 30 septembre 1992 (Lettre du bureau du premier ministre au directeur d'USAID/Tunis en réponse à une lettre du 27 octobre 1992).

souvent des plans de développement, d'expansion et de modernisation de la part des acheteurs éventuels. Lorsque la privatisation a lieu par vente négociée, le Gouvernement recherche la participation de partenaires financiers solides. De même, l'introduction des ESOPs est considérée comme faisant partie d'une stratégie globale de privatisation, comportant l'expansion de la participation pour renforcer le programme de privatisation en facilitant la distribution "équitable" de cet actif (en démocratisant" la propriété du capital). De plus, le programme ESOP s'accorde avec la priorité de concentration sur les initiatives susceptibles de faciliter la solidarité sociale du Président Ben Ali.

Une étude récente de la privatisation en Tunisie faite par la Banque Mondiale<sup>21</sup> résume l'histoire de la privatisation et les challenges présentés par la phase la plus récente du programme:

Pendant la première phase du programme de privatisation tunisien, l'actif des entreprises publiques a été vendu à un petit groupe d'acheteurs ayant accès au financement, aux membres du gouvernement et aux informations importantes. La nature des marchés tunisiens du capital, la petitesse des entreprises en question, et le caractère simpliste "tout ou rien" des premiers déssaisissements, a favorisé l'acquisition des éléments d'anciennes entreprises publiques par les personnes suffisamment riches pour pouvoir acheter des blocs entiers d'actif en une fois. La pratique traditionnelle des affaires en Tunisie a encouragé ces propriétaires à maintenir un contrôle étroit sur cet actif, ce qui a entravé la croissance des instruments d'investissement liquide ou la participation plus large de l'investissement privé.

Etant donné l'importance et la sophistication croissante des transactions de la seconde phase du programme de privatisation tunisien, le Gouvernement va suivre une approche plus poussée. Il devra toutefois s'efforcer de multiplier la propriété par le moyen d'arrangements préférentiels avec des dirigeants et des employés d'entreprises publiques, par le moyen de ventes d'actions ordinaires ou de distribution publique d'actions. Jusqu'à ce que des institutions comme la Bourse soient renforcées et que des incitations efficaces soient établies, le développement d'un marché du capital plus large ne se produira pas.

En harmonie avec le développement du marché du capital, un effort éducatif doit être entrepris pour supporter le but d'élargissement de la propriété de valeurs. Il faudra faciliter l'investissement en valeurs mobilières pour le grand public, préciser le rôle et le fonctionnement des marchés financiers, indiquer les sources d'information et de conseil concernant les investissements, et faire bien connaître les règlements qui protègent les petits investisseurs. De semblables efforts éducatifs pourront être entrepris au niveau société pour expliquer les avantages de l'expansion de la propriété du capital et pour atténuer les préjugés traditionnels touchant les sociétés fermées.

---

<sup>21</sup> Saghir, *ibid*, pp. 22-23.

Le Gouvernement recherche de l'aide pour apprendre comment mettre en oeuvre les ESOPs et désire que ses ESOPs initiaux soient mis en oeuvre dans des privatisations très visibles. Le Gouvernement et USAID prévoient qu'une assistance technique supplémentaire sera nécessaire dans ce domaine si on veut mettre en oeuvre les ESOPs sur une base élargie, ce qui comporte assistance pour la préparation d'une législation et de règlements facilitant ces buts.<sup>22</sup>

## **2.5 La Raison d'être des ESOPs**

On a accusé le programme de privatisation de concentrer la propriété dans les mains de quelques personnes. Pour pallier à ce problème il faut élargir le plus possible la propriété des sociétés privatisées. Parmi les petits investisseurs potentiels se trouvent les employés des entreprises qui sont propriété de l'état et qui désirent participer mais ne l'ont pas fait d'une manière large jusqu'à présent.

De nombreuses conditions de l'économie tunisienne indiquent un besoin pour des ESOPs et pour une aide financière s'y rattachant si on veut qu'une propriété tunisienne à base large (comprenant une propriété à base large pour les employés) soit le résultat du processus de privatisation. Elles comprennent:

- (a) L'incapacité des techniques de privatisation traditionnelles de faciliter la propriété tunisienne sur base large (comprenant une propriété importante pour les employés);
- (b) L'accès limité au financement pour ceux qui pourraient participer (comme les employés des entreprises qui sont propriété de l'état);
- (c) Les taux d'intérêt relativement élevés;
- (d) Le revenu relativement modeste des travailleurs et un manque de fonds discrétionnaires personnels pour investir dans la privatisation;
- (e) Le manque de capacité d'organisation pour les employés qui leur permette de participer aux privatisations;
- (f) La tendance des techniques financières traditionnelles à concentrer la propriété (i.e., en l'absence d'une politique d'intervention).

Afin de produire un contexte pour les recommandations de ce rapport, il faut d'abord comprendre l'impact sur la propriété des techniques financières traditionnelles pour les sociétés. Ceci exige une compréhension des sources de fonds pour les sociétés. Pratiquement tous les

---

<sup>22</sup> "Private Enterprise Promotion - Privatization Component" préparé pour USAID/Tunisie par Jean-Pierre Schwartz, conseiller auprès de Coopers & Lybrand (Mai 1992).

fonds pour sociétés (que ce soit pour financer un nouveau capital ou pour financer des transferts de propriété) sont générés à l'intérieur d'un "système fermé de financement".

Les techniques traditionnelles de financement sont conçues pour financer le capital - et non pour financer la création de nouveaux propriétaires. Ces buts sont très différents. Si les dirigeants tunisiens veulent voir les deux buts se combiner, il leur faudra accepter de mettre en œuvre une politique qui facilite les techniques de financement susceptibles d'élargir la base de la propriété. En l'absence d'une telle politique, le "système de finance fermé" traditionnel aura tendance à concentrer la propriété et le revenu.

Il est également important que ceux qui formulent la politique de privatisation comprennent que ce "système fermé" commence à fonctionner lorsqu'une société est privatisée. Donc, si le but adopté est de faciliter des modèles de propriété sur base large, ce but ne pourra être atteint que dans le cadre d'une politique conçue à la fois pour susciter et supporter ces modèles. En l'absence de cette volonté politique, les techniques traditionnelles de finance (y compris les techniques de privatisation traditionnelles) tendront à créer des modèles de propriété typiques de ceux des oligarchies de l'Amérique Centrale, de l'Amérique du Sud et des Antilles, ce qui entraînera l'érosion du support politique pour la privatisation.

Il faut aussi comprendre qu'apporter des incitations à ce "système fermé" ne l'ouvre pas à de nouveaux participants. Par exemple, une économie "basée sur l'offre" de style américain (consistant largement en réductions de taux fiscaux sociaux financées par déficit et en dépréciations accélérées) ne fait qu'accélérer la tendance innée de ce système fermé à concentrer la propriété de l'actif. De même, en ne facilitant pas l'auto-suffisance économique sur base large via une base élargie de propriété de l'actif, la nature fermée de ce système tend à exacerber les contraintes fiscales. Ces techniques traditionnelles de financement type "système fermé" sont "automatiques"; c'est à dire qu'elles ne changeront pas sans intervention politique.

Le concept de financement ESOP se concentre sur la dimension emploi comme étant la plus rentable pour la mise en œuvre de techniques de financement facilitant l'élargissement de la base de la propriété - partiellement à cause de l'impact potentiel sur la performance économique résultant d'une motivation accrue, de relations travailleurs/dirigeants améliorées, d'une productivité et d'une profitabilité accrues, etc. (plus le potentiel d'un accroissement concomitant des revenus fiscaux). On espère que les exonérations fiscales accordées aux sociétés ESOP pourront être recouvertes dans le temps grâce à l'accroissement de la performance économique et au décroissement de la sujétion au gouvernement.

De plus en plus, ceux qui déterminent la politique de privatisation dans les pays impliqués considèrent qu'il est indésirable de passer de la propriété publique à la propriété privée sans inclure à titre de propriétaires importants ceux dont les efforts sont essentiels au succès futur des sociétés privatisées. Cependant, transférer une propriété détenue par l'état uniquement aux employés actuels peut à bon droit être considéré comme injuste envers ceux qui ne sont pas des employés, particulièrement dans le cas de grandes entreprises publiques qui ont du succès.

Par conséquent, la meilleure formule pour atteindre des objectifs sociaux et économiques tout en améliorant la performance des sociétés et en accroissant la dignité des travailleurs pourrait être d'appliquer une combinaison de techniques d'élargissement de la propriété. A travers le monde, les dirigeants politiques tentent de plus en plus de découvrir des moyens créatifs d'atteindre ce but parmi des populations manquant de ressources financières importantes. Le concept ESOP est l'une des composantes-clés permettant de faire face à ce challenge.

### 3. DIRECTIVES ESOP - PLANS D'ACTION

Le Ministère du Plan a sélectionné trois sociétés pour privatisation dans lesquelles un ESOP doit être établi comme projet de démonstration. Les trois sociétés sont: (i) Autotractor, seul distributeur de pièces détachées Ford en Tunisie; (ii) La Céramique Tunisienne, une firme productrice de matériaux de construction tels que carreaux de céramique et briques; et (iii) Tunis Air, le transporteur aérien national.

Avant d'examiner ces sociétés, ce chapitre contient des suggestions pour l'établissement d'un fondement pour le développement des ESOPs dans quatre domaines: (1) Principes de fonctionnement ESOP, (2) Formation des ESOPs; (3) Initiatives d'une politique ESOP, et (4) Directives de fonctionnement ESOP. Le chapitre 4 examine alors chacune des trois entreprises sélectionnées, évalue la possibilité d'adapter des ESOPs à leurs circonstances individuelles et propose un plan d'action pour chaque société. Enfin, le chapitre 4 considère certains challenges uniques au développement ESOP, particulièrement dans le contexte tunisien.

#### 3.1 Principes de fonctionnement ESOP

En l'absence d'un cadre législatif et réglementaire gouvernant les ESOPs sur une base systématique, le Gouvernement devrait mettre en oeuvre des directives applicables dans le but d'assurer que les ESOPs sont établis et fonctionnent de manière à obtenir un équilibre approprié entre les intérêts des diverses parties impliquées dans le processus, notamment les intérêts des employés, des dirigeants, des prêteurs, des sociétés et du Gouvernement.<sup>23</sup>

La mise en oeuvre et le fonctionnement d'une bonne initiative ESOP devrait être basée sur trois principes-clés: (1) la participation, (2) la limitation et (3) la distribution. Ces principes sont considérés ci-dessous.

##### 3.1.1 Participation (le "principe démocratique")

**But:** Lorsque le secteur public encourage l'accumulation de capital privé, ceci devrait être accompagné de l'exigence qu'une base large de citoyens participe à cette politique et en bénéficie. Dans le cas d'un ESOP, ceci suggère l'impératif qu'un large groupe d'employés soit inclus comme participants ESOP (par opposition notamment à une participation limitée aux dirigeants de société). Par conséquent, les directives devraient assurer qu'une société parraine d'ESOP ne puisse pas être qualifiée pour support public (c'est à dire sous forme d'exonérations fiscales ou autres préférences) à moins qu'une large base d'employés de cette société ne participent au plan.

---

<sup>23</sup> Les complexités et les incertitudes des transactions spécifiques suggèrent que le processus de désaisissement ne peut pas être planifié dans tous les détails. Toutefois, pour assurer la justice et empêcher les abus, la composante ESOP de privatisation exige un ensemble de directives politiques, de règlements et/ou de lois applicables à une large gamme de circonstances. Un exemple illustrateur est fourni à la section 3.4.

### 3.1.2 Limitation (le "principe anti-monopole")

**But:** Tout effort d'élargissement de la propriété parrainé par le Gouvernement devrait être structuré de manière à assurer que la majeure partie des profits ne soit pas monopolisée par quelques participants ESOP. De plus, ce principe en reflète un autre selon lequel la politique du gouvernement aidera les employés à acquérir de la propriété dans leur société mais cette assistance sera limitée (par exemple, au moyen d'une limite annuelle sur le montant des bénéfices exigibles par les individus et par la société parraine d'ESOP).

### 3.1.3 Distribution (le principe de "propriété privée")

**But:** Ce principe encourage l'engendrement d'un revenu de propriété pour ceux qui obtiennent de leur employeur un intérêt de propriété privée. Généralement, ceci implique un encouragement pour la société à distribuer ce revenu sous forme de dividendes et/ou de participation aux profits. Ceci a plusieurs fonctions. En premier lieu, ceci aide à compléter le revenu du travail des participants. En second lieu, ceci commence le processus d'éducation des travailleurs en ce qui concerne les droits et les responsabilités qui accompagnent l'acquisition et le maintien d'une propriété privée productrice de revenus.

**Recommandation:** Ces principes de fonctionnement devraient transparaître dans les directives temporaires gouvernant l'établissement et le fonctionnement des ESOPs mis en oeuvre à titre de partie de ce projet de démonstration - ou jusqu'à ce qu'un programme législatif puisse être conçu et mis en oeuvre pour remplir cette fonction. Si la mise en oeuvre est convenable, ces principes aideront à traiter une question-clé qui a stimulé la demande de ce rapport: la tendance des techniques traditionnelles de financement de la privatisation à transférer la propriété du gouvernement à une base étroite de propriétaires privés.

## 3.2 Forme et formation des ESOPs

L'établissement et le fonctionnement d'un ESOP dans les trois sociétés visées entraînent quelques implications dont certaines ne sont pas évidentes. Par exemple, à la différence des autres bénéfices offerts aux employés, un ESOP peut être conçu à la fois pour offrir des bénéfices aux employés (sous forme d'actions) et pour fonctionner comme technique de financement social (aider à financer le transfert d'actions de l'état vers la propriété privée).

L'initiative du Gouvernement concernant l'acquisition de valeurs mobilières par les employés ne doit pas nécessairement être sous la forme de l'ESOP comme technique financière pour sociétés (c'est à dire, utiliser une forme de crédit pour "appuyer" une acquisition de parts pour les employés). L'ESOP peut simplement être le récepteur passif de parts de l'employeur ou de liquidités de l'employeur pour acheter des parts. Ou encore, l'initiative pourrait, par exemple, prendre la forme d'un arrangement d'achat de valeurs par les employés. Par exemple, le programme de garantie d'emprunt d'USAID pourrait être pointé non sur l'ESOP ou sur la société, mais au contraire, sur les employés individuels. Une certaine combinaison de formes

peut être appropriée dans certaines sociétés. Les "plans d'action" spécifiques aux sociétés (expliqués ci-dessous) comportent des illustrations de techniques conçues pour faciliter la participation des employés. Quelle que soit la technique de financement choisie, il est recommandé que la forme légale de cette participation soit un dépositaire intermédiaire régi par les principes-clés de fonctionnement ESOP.

Un ESOP est plus qu'un plan de bénéfices pour employés. Selon la forme qu'il prend, il peut devenir une composante-clé de l'architecture financière de la société parraine. Par conséquent, avant de mettre en œuvre un ESOP (particulièrement un ESOP choisi comme technique de financement), il faut faire une étude pour déterminer comment la mise en œuvre affectera la société, à la fois à court, à moyen et à long terme. Cette étude devrait inclure une étude traditionnelle de faisabilité comprenant une évaluation des actions (lorsqu'elles ne font pas l'objet d'un négoce actif) et une étude de liquidité pour prévoir les exigences en liquidité - à la fois pour payer les actions et, dans le cas de sociétés non cotées en bourse, pour racheter les actions. Ce "passif de rachat" peut être particulièrement gênant s'il n'est pas prévu avec précision et adéquatement géré.

Une des questions de base est de déterminer quelle sera la mesure de la participation des employés à la formulation des termes d'un ESOP. Dans le cas des trois sociétés visées, l'observation des directives ESOP suggérées devrait assurer que tout ESOP établi par action unilatérale de la société et/ou de CAREPP fonctionnera au bénéfice des employés. Néanmoins, il est recommandé que les employés et les représentants de leurs syndicats soient consultés au début du processus et qu'ils restent impliqués au fur et à mesure que l'ESOP est conçu et mis en œuvre. La phase de formation d'un ESOP peut être d'une importance critique en ce qui concerne l'acceptation de l'ESOP par les employés et, au bout du compte, l'impact de celui-ci sur la performance de la société. Idéalement, les employés devraient non seulement sentir qu'ils participent comme propriétaires aux activités de la société mais aussi qu'ils participent au processus de privatisation.

Si l'ESOP comporte des contributions initiales d'employés, la société devrait entreprendre un programme de promotion et d'éducation avant de solliciter la participation des employés. De plus, il faudra évaluer la mesure selon laquelle les informations concernant la société devraient être communiquées aux employés.<sup>24</sup>

La participation des employés demande qu'un équilibre délicat soit établi entre leurs intérêts et ceux d'autres parties à la transaction. Par exemple, lorsqu'il y a d'autres investisseurs, des questions peuvent être soulevées à propos du partage de la propriété avec les employés, particulièrement dans l'environnement tunisien avec sa tradition d'affaires familiales étroitement contrôlées. Du point de vue des employés ayant une part minoritaire, ceci crée aussi le

---

<sup>24</sup> Les règlements peuvent exiger un certain niveau de révélations (par exemple, les impératifs de la Bourse peuvent rendre obligatoires des révélations type prospectus lorsque les employés prennent des décisions d'investissement). Les considérations touchant la concurrence peuvent avoir un impact sur le bien-fondé de révéler certaines informations.

challenge de protéger l'intérêt de cette minorité contre des abus possibles de la part des actionnaires majoritaires.

De même, lorsqu'un ESOP prend sur le mouvement de trésorerie de la société pour générer l'acquisition de propriété par les employés, ceci peut être un fardeau inacceptable en ce qui concerne le rendement financier anticipé par les autres investisseurs. De plus, lorsque la société doit racheter les actions distribuées aux employés (par exemple s'il n'y a pas de marché actif pour les actions), ce passif d'achat peut décourager d'autres investisseurs. Même s'il y a moins d'inquiétude en ce qui concerne la participation financière, les investisseurs qui ne sont pas des employés peuvent être préoccupés par la participation des employés à d'autres aspects de la propriété, comme les révélations d'informations ou la participation à la direction de la société.

Ces préoccupations varieront selon la structure de la propriété après privatisation. Par exemple, elles seront très différentes chez Tunis Air où le Gouvernement conservera une part majoritaire et chez Autotractor où les employés seront peut-être les seuls propriétaires. Ces situations seront également différentes de celle de Céramique Tunisienne où les préoccupations de nouveaux investisseurs privés devront être considérées.

Ceci suggère que, durant l'étape initiale du processus de mise en oeuvre ESOP, la politique ESOP devra rester flexible dans son application tout en adhérant strictement aux principes-clés ESOP. Les besoins pragmatiques du processus de privatisation doivent être mis en équilibre avec la politique de protection des intérêts de toutes les parties concernées.

A cause des problèmes juridiques qui accompagnent l'établissement et le fonctionnement des ESOPs, les sociétés parraines devraient avoir des conseillers juridiques. Les représentants des employés en auront également besoin pour recevoir des conseils sur les diverses options de conception ESOP, notamment les coûts et avantages de chaque option.

De plus, une procédure administrative devrait être établie pour assurer la comptabilité convenable des intérêts ESOP des employés en attendant leur distribution aux participants. Ce service administratif pourra être fourni soit par la société soit par un organisme extérieur (p.ex. une banque ou firme de courtage). L'administrateur devra pouvoir suivre le prix des actions ainsi que les dividendes et tous fonds divers qui pourraient être alloués aux comptes des participants (l'informatique est très adaptable à cette fonction). Tout changement dans les lois (ou dans les directives, etc.) ayant un effet sur les ESOPs devra être pris en compte dans les documents ESOP et dans les procédures administratives.

Un programme permanent de communication aux employés (et d'éducation) devrait être conçu et mis en oeuvre, comportant non seulement une description sommaire initiale du plan mais aussi des communications détaillées et régulières. Il est recommandé que ces communications comportent des informations financières détaillées périodiques sur la société, ainsi que la formation essentielle pour aider les employés à comprendre les informations. La loi tunisienne impose une taxe de "formation" sur les sociétés qui est remboursée si la société dépense les fonds pour assurer la formation de ses employés. Cette formation devrait inclure celle qui est

essentielle pour aider les employés à comprendre non seulement les ESOPs mais aussi d'autres aspects de la participation qui se rapportent à la société ( par exemple, aider les employés à comprendre les données financières importantes).

Une évaluation annuelle devrait être entreprise des actions des sociétés ESOP qui ne font pas l'objet d'un négoce actif en bourse. Des évaluations courantes sont nécessaires pour déterminer les valeurs courantes des actions et pour prédire les besoins en liquidité s'il se produit un évènement déclenchant une obligation de rachat. Les évaluations devraient être faites par des professionnels indépendants et qualifiés.

La pratique internationale suggère que les ESOPs peuvent faire un impact positif substantiel sur la performance d'une société. Toutefois, cet impact n'est pas automatique. La recherche suggère que ce potentiel est atteint de la meilleure manière dans les sociétés qui combinent la participation financière (via un ESOP) avec la participation sur les lieux du travail. Cette participation sur les lieux du travail peut prendre de nombreuses formes et peut recevoir des noms divers tels qu'équipes de travail, gestion de qualité totale, pouvoirs aux employés, amélioration continue et autres nouveaux systèmes de gestion conçus pour faciliter le mouvement accru des informations de haut en bas et de bas en haut dans la société ainsi que latéralement parmi des groupes de travail reliés et non reliés, des clients et des fournisseurs.

Le concept ESOP représente une tentative d'encourager des systèmes économiques dans lesquels davantage d'individus se sentent impliqués. La composante financière est un ingrédient-clé; la participation sur les lieux du travail en est un autre. Cette participation peut aller d'une participation simple à une participation très structurée. Elle peut aller de la participation de l'employé à la conception de l'environnement de travail jusqu'à sa participation aux prises de décisions du conseil d'administration via représentation des employés au conseil.

Le processus de privatisation actuel comporte plusieurs déficiences structurelles qu'il faudrait redresser afin d'accroître les chances de succès des ESOPs en Tunisie. En ce qui concerne les candidats à la privatisation, le procesus de sélection (et fréquemment la mise en oeuvre) est basé sur des informations souvent incomplètes, peu sûres et statiques, fournies à CAREPP par des entreprises qui sont propriété de l'état.<sup>25</sup> De plus, CAREPP n'a pas le personnel professionnel à temps complet nécessaire pour coordonner et contrôler le processus depuis la sélection et la négociation jusqu'à la vente. Il est recommandé qu'une assistance technique soit recherchée et que des mesures soient prises pour susciter le développement d'une expertise technique parmi les secteurs de services professionnels tunisiens (conseillers juridiques, experts-comptables, spécialistes en évaluations, conseillers commerciaux, etc.) afin d'obtenir, de la Tunisie elle-même, les services techniques requis.

---

<sup>25</sup> "Private Enterprise Promotion, Privatization Component" préparé pour USAID/Tunisie par Jean-Pierre Schwartz, conseiller auprès de Coopers & Lybrand (Mai 1992) pp. 9-10.

### **3.3 Initiatives de politique ESOP**

Les initiatives de politique ESOP peuvent revêtir une grande variété de formes. Le concept de financement ESOP est prévu pour traiter le besoin pratique de faire des investisseurs de ceux qui ont peu ou pas de fonds à investir. Par conséquent, un "vrai" ESOP est conçu pour inclure une composante de financement social, permettant de payer les actions des employés non avec leur modeste épargne ou leur futur salaire qui sera souvent bas mais plutôt (au moins partiellement) avec les gains futurs de l'entreprise. Ce concept d'auto-financement" est au coeur du concept ESOP. Pour encourager la mise en oeuvre de cette technique d'auto-financement, il faudra certaines incitations, possiblement fiscales, qui amélioreront le mouvement de trésorerie de la société disponible pour ce financement.

Les incitations fiscales et autres initiatives de politique décrites dans cette section pourraient être utilisées dans bon nombre de privatisations. Plusieurs pourraient aussi être adaptées pour des sociétés travaillant actuellement dans le secteur privé et servir d'incitation pour des employés de firmes récemment privatisées à acquérir davantage d'actions qu'il ne leur aurait été possible de le faire au début de la privatisation.

Les initiatives gouvernementales ESOP devraient inclure une stratégie à court terme et à long terme. Cette section décrit les composantes-clés d'une stratégie financière à court terme, en mettant l'accent principalement sur les incitations qui pourraient être adaptées des lois actuelles (i.e., en se rapportant à la discrétion large de CAREPP plutôt qu'à de la législation).<sup>26</sup>

Ces incitations sont illustratives, conçues pour donner des exemples des diverses méthodes selon lesquelles la politique du gouvernement peut encourager une participation plus grande des employés à la privatisation. Les listes sont divisées en catégories de sujets et, dans chaque catégorie, sont organisées par ordre approximatif de priorité recommandée. Les dirigeants tunisiens réduiront cette liste sur la base de ce qu'ils estiment être approprié au point de vue politique et fiscal.

#### **3.3.1 Incitations fiscales pour les sociétés**

##### **3.3.1.1 Déduction fiscale pour les sociétés ESOP privatisées**

Les procédures de CAREPP pourraient permettre une exonération fiscale pour les sociétés privatisables qui financent un ESOP. Cette exonération devrait être soumise à la condition que la société s'engage à appliquer une partie de ses gains au remboursement de la dette ESOP contractée pour le financement de l'acquisition d'actions pour les employés (un ESOP "appuyé". Donc, les sociétés ESOP pourraient utiliser une partie de leurs gains avant impôts pour rembourser la dette ESOP, traitant effectivement les paiements du prêt ESOP comme des

---

<sup>26</sup> L'Annexe 2 de ce rapport passe en revue des composantes potentielles d'une initiative d'élargissement de la base de la propriété à long terme qui pourrait fonctionner en supportant la politique sociale et la politique économique au sens large du Gouvernement.

dépenses d'affaires semblables à d'autres coûts de compensation des employés fiscalement déductibles. Les sociétés pourraient aussi recevoir une déduction fiscale pour dépenses se rapportant à des ESOPs "non appuyés" - déduction fiscale pour contributions périodiques de valeurs mobilières à un ESOP ou de liquidités utilisées pour acheter des valeurs. De même, l'exonération fiscale pourrait être permise dans certaines limites - comme par exemple seulement dans la mesure où ces dépenses ESOP ne dépassent pas 10% de la compensation des employés participants.

#### 3.3.1.2 Dépenses sur intérêt de la dette ESOP

Les dépenses sur intérêt de la dette ESOP devraient être traitées comme dépenses d'affaires ordinaires.

#### 3.3.1.3 Dépenses de rachat

Une société ESOP pourrait recevoir une exonération pour dépenses de rachat aux employés d'actions de la société. Ceci pourrait être particulièrement important dans les premières années des ESOPs mis en oeuvre dans les sociétés dont les actions ne font pas l'objet d'un négoce actif (i.e., en supposant que les employeurs doivent créer un marché pour ces valeurs). Cette exonération pourrait être limitée à une période de temps déterminée.

#### 3.3.1.4 Dividendes ESOP

Les sociétés parraines d'ESOP pourraient recevoir une exonération fiscale pour dividendes payés sur actions ESOP tant que ces actions sont détenues dans un ESOP. Cette exonération devrait être permise lorsque les dividendes sont soit: (a) payés aux employés sur une base courante ou (b) utilisés pour rembourser la dette ESOP. En limitant l'exonération aux actions détenues dans un ESOP, cette exonération encouragerait l'actionnariat à long terme.

Cette incitation permettrait aussi aux sociétés parraines d'ESOP d'accélérer le remboursement de la dette de privatisation ESOP tout en apportant à la société et à ses employés une incitation à la rendre suffisamment profitable pour qu'elle puisse payer des dividendes. De plus, le reçu de ces dividendes devrait aider les travailleurs à comprendre les droits et les responsabilités associés à la génération de revenus d'une propriété basée sur le capital.

#### 3.3.1.5 ESOPs de profits partagés

Les sociétés pourraient recevoir une exonération fiscale pour profits partagés avec les employés lorsque ceci est sous la forme de valeurs d'employeur (par exemple, des contributions d'actions faites par l'employeur ou des contributions en liquide pour acheter des actions). Des exonérations pourraient également être permises pour partage de liquidités, immédiat ou différé (i.e., lorsque les liquidités sont conservées par un dépositaire intermédiaire pour distribution à une date future). Ceci donnerait aux employés une opportunité de partager le succès d'une société sans engager celle-ci à faire des dépenses fixes.

### 3.3.1.6 Taux fiscaux sociaux réduits pour les sociétés ESOP

Les sociétés avec ESOPs importants pourraient bénéficier d'une réduction de leurs taux d'impôts sur le revenu social. Il existe un précédent en droit fiscal tunisien permettant une réduction de 50% de l'impôt sur le revenu des sociétés qui deviennent cotées sur le marché primaire ou secondaire du marché permanent à condition que: (i) ces sociétés travaillent dans un de trois secteurs désignés (agriculture, industrie ou tourisme) et que (ii) au moins 20% de leur capital soit détenu par des actionnaires qui, individuellement, en détiennent moins de 5% chacun.<sup>27</sup> Un avantage fiscal semblable pourrait être offert aux sociétés ayant de nombreux employés-actionnaires (par opposition à des investisseurs externes). Un but ESOP est de favoriser la propriété interne plutôt qu'externe.

### 3.3.1.7 Bonus de dépréciation pour sociétés ESOP

Le Gouvernement pourrait accorder aux sociétés ESOP des dépréciations plus rapides et/ou permettre ces sociétés de passer en "dépenses" un montant prescrit d'investissements qualifiés. Un mouvement de trésorerie ainsi amélioré rendrait les sociétés ESOP plus finançables.

## 3.3.2 Incitations fiscale pour les employés

### 3.3.2.1 Impôts sur actions payées par l'employeur différés pour les employés

Ceci permet aux employés d'accumuler des actions payées par l'employeur dans leurs comptes ESOP personnels sans payer de taxes. En l'absence de cette mesure, la loi fiscale tunisienne peut exiger que les employés paient une taxe sur les actions acquises pour leur compte par la société (comme dans le cas d'autres types de compensation), ce qui pourrait forcer les employés à vendre des actions pour payer les taxes. Afin d'encourager l'actionnariat à long terme, l'exonération pourrait être offerte sur la base de la durée pendant laquelle les actions restent dans l'ESOP.

### 3.3.2.2 Crédit fiscal Employé pour ESOP combiné avec la garantie USAID

CAREPP devrait encourager des structures de financement de privatisation ESOP qui exigent que les employés fassent un paiement personnel modeste pour l'achat d'actions, les employés pouvant alors bénéficier d'un crédit fiscal pour cette dépense, jusqu'à 5% de la compensation par an par exemple et pendant une période déterminée après la privatisation (5 ans par exemple). Tout en reconnaissant que les employés n'ont généralement pas les fonds suffisants pour acheter un montant important d'actions, cette approche reconnaît aussi la réalité psychologique que les gens attachent généralement plus de valeur à ce qu'ils reçoivent si cela implique un certain degré

---

<sup>27</sup> Voir la section 2.3.

de sacrifice personnel. Il est donc recommandé que les employés fassent une contribution personnelle modeste en fonds non fiscalement exonérés pour acheter des actions (par exemple en limitant le crédit fiscal à un certain pourcentage du prix des actions - 50% par exemple).

Pour faciliter ces achats, l'infrastructure de garantie d'emprunt d'USAID devrait être utilisée pour supporter des prêts de banques commerciales permettant aux employés d'emprunter, par exemple, cinq années de paiements. Etant donné que les impôts sur le revenu personnel sont retenus à la source, les employés pourraient recevoir un crédit fiscal immédiat pour les fonds retenus sur leur salaires pour rembourser cette dette.

Ainsi par exemple, les employés pourraient emprunter cinq années de contributions d'employé pour acheter des actions détenues par ESOP. En retour, leurs crédits fiscaux pourraient servir de nantissement au service de la portion principale de ce prêt, les pratiques de retenue fiscale de l'employeur étant coordonnées avec les termes du remboursement du prêt, y compris les frais d'intérêt. Ceci offre également un mécanisme tenant indirectement compte des taux d'intérêt élevés peu attrayants exigés dans la garantie d'emprunt d'USAID. De plus, les crédits fiscaux pourraient être pointés de manière à favoriser les employés à bas salaire. Une route plus directe serait d'offrir les actions au rabais.

### 3.3.3 Incitations fiscales pour prêteurs

Les prêteurs commerciaux pourraient être autorisés à exclure de leur revenu taxable une part de l'intérêt reçu sur prêts ESOP (p.ex. 50%). La concurrence pour de tels prêts dégrevés de taxes se réfléchirait en taux d'intérêt plus bas pour les sociétés ESOP. Les banques pourraient aussi recevoir des taux d'imposition sociale plus favorables sur la base d'une formule reliée au pourcentage de leur actif détenu sous forme de prêts ESOP.

Un précédent tunisien de telles incitations est représenté par le fait que la Banque Centrale donne priorité aux prêteurs dans certains secteurs économiques<sup>28</sup> - mais sans exiger que ces prêts résultent en élargissement de la propriété dans ces secteurs favorisés.

### 3.3.4 Autres initiatives de politique

#### 3.3.4.1 Actions au rabais

Ceci permet aux employés d'acheter des actions au rabais. Ce rabais pourrait être un pourcentage direct du prix ou, par exemple, prendre la forme d'actions de bonification (par exemple, une action gratuite pour trois actions achetées).

---

<sup>28</sup> Les secteurs favorisés sont l'agriculture, les exportations, les petites et moyennes entreprises, les conservations d'énergie et les artisanats. Voir la section 2.3.

Bien que les ventes au rabais offrent l'avantage d'être totalement transparentes, elles présentent l'inconvénient de ne pas traiter le problème-clé: le manque de ressources financières des employés. A moins que les rabais ne soient substantiels, ils ne servent pas à stimuler une acquisition importante par les employés. Et s'ils sont trop substantiels, ils représentent une grande perte de revenu et pourraient susciter le mécontentement de ceux qui ne bénéficient pas du rabais. Ceci peut toutefois être contrebalancé par le support gagné, de la part des employés, pour la privatisation.

#### 3.3.4.2 Crédit d'achat pour employés

Il faut considérer plusieurs formes de crédit d'achat pour employés, notamment:

- Prêts de prêteurs commerciaux. Lorsque des fonds bancaires sont disponibles à des taux raisonnables, les banques peuvent accepter de prendre une garantie (comme une maison ou une automobile) et de s'entendre avec l'employeur pour qu'il fasse des retenues sur salaire ou sur bonifications périodiques. Il y a peu de chance que les actions achetées puissent servir de garantie à moins qu'elles ne soient immédiatement négociables.<sup>29</sup> Les taux d'intérêt actuels (y compris ceux de la garantie d'emprunt USAID) pourraient rendre cette option impraticable à moins qu'un facteur de compensation ne soit introduit, tel que la vente des actions au rabais.
- Prêts (ou crédit) de la société. Ceci peut offrir une stratégie viable à condition que: (a) ces prêts ou ce crédit ne soient pas simplement réfléchis en salaires plus élevés ou en bénéfices et que (b) ces arrangements ne fassent pas exagérément baisser le profit des investisseurs qui ne sont pas des employés. Ces arrangements pourraient prendre la forme de paiements pour actions échelonnés, avec déductions sur salaire faites par la société et/ou nantissement de obligations.
- Crédit du gouvernement pour l'achat d'actions. Les employés pourraient être autorisés à souscrire à des actions et à les payer dans le temps. Par exemple, ils pourraient s'engager à faire cinq ans de contributions périodiques pour l'achat d'actions. Comme dans le cas de crédit commercial ou de société, une part du salaire périodique (ou des bonifications) pourrait être nantie au service du prêt, une banque ayant passé contrat pour offrir les services administratifs.<sup>30</sup>
- Fonds de Sécurité Sociale. CAREPP pourrait autoriser les employés à emprunter auprès du Fonds de Sécurité Sociale pour acheter des actions de leur employeur.

---

<sup>29</sup> Ou à moins que, s'il y a défaut de paiement, la société n'accepte de permettre à la banque d'exercer une option de vente immédiate et qu'il y ait une garantie suffisante de liquidité.

<sup>30</sup> A titre de variante, les employés pourraient recevoir l'opportunité d'acheter des actions par paiements échelonnés, le titre de propriété étant transféré au fur et à mesure que chaque paiement est fait - par opposition à un prêt où le titre est transféré au départ (le prêteur conservant une garantie sur les actions).

### 3.3.4.3 Arrangements location/achat étendus aux ESOPs

Les privatisations location/achat devraient être accessibles soit directement aux ESOPs soit aux sociétés parrainant les ESOPs importants. Le paiement initial pourrait être une fraction du paiement sur bail de la première année (p.ex. 25-30%) et la garantie d'emprunt USAID pourrait être rendue accessible aux employés pour emprunter ce montant. Une partie des paiements sur bail (p.ex. 50%) pourrait être créditée envers le prix d'achat de la société. Une banque pourrait passer contrat pour offrir les services administratifs.

### 3.3.4.4 Actions de réserve

Lorsque l'achat par les employés (ou le financement par la société) d'une tranche importante d'actions n'est pas faisable au début de la privatisation, le Gouvernement pourrait réserver une tranche d'actions pour achat par les employés dans un délai spécifié, les actions étant alors vendues aux employés (ou financées via un ESOP) à un prix ne dépassant pas la valeur des actions à la date de privatisation.

Cette approche offre aux employés l'opportunité d'acheter des actions à l'avenir (ce qui est un type d'"option") à condition que la société puisse être rendue suffisamment productrice et profitable pour que des gains soient engendrés et permettent ces achats - en même temps, cette approche n'engage pas excessivement la société ou les employés au début de la privatisation.

### 3.3.4.5 Actions ESOP comme indemnités de licenciement de personnel en surnombre

Le Gouvernement pourrait attribuer des actions à titre d'indemnité non liquide dans les cas de licenciement pour surnombre, les employés licenciés étant payés, en partie, par une allocation extraordinaire d'actions de la société avec droit de préférence dans la liquidation de ces actions. On pourrait obtenir de l'aide pour faciliter la création d'un contrat de liquidation dans ce but.<sup>31</sup> Si elles sont faites au bon moment, ces distributions d'actions pourraient aider à stimuler les activités de la Bourse (i.e., en ce qui concerne les sociétés dont la privatisation sera combinée avec la cote de la société en bourse).

---

<sup>31</sup> Le Gouvernement devrait considérer si sa prochaine demande d'assistance pour ajustement structurel à la Banque Mondiale devrait inclure une demande de fonds pour supporter un intermédiaire offrant un contrat de liquidation pour ce but. Ceci pourrait être financièrement plus intéressant que la politique actuelle de dépendre uniquement de paiements directs en liquide pour financer des indemnités de licenciement. Une partie importante d'un prêt de la Banque Mondiale de 130 millions de dollars US a été utilisé pour financer de telles indemnités de licenciement.

#### 3.3.4.6 Les ESOPs comme première étape d'une initiative de privatisation

Les ESOPs pourraient être utilisés comme composantes de la première étape d'un processus de privatisation.<sup>32</sup> Ceci pourrait être un mécanisme particulièrement approprié pour que le Gouvernement réponde aux demandes des employés d'être inclus dans les privatisations. Ainsi, par exemple, les employés pourraient recevoir l'opportunité d'acquérir des actions d'une entreprise qui est propriété de l'état.

#### 3.3.4.7 Les ESOPs dans les entreprises qui sont propriété de l'état

Ceci est la mise en oeuvre d'ESOPs dans les sociétés où le Gouvernement a l'intention de détenir une part majoritaire, y compris les sociétés désignées comme stratégiques.

#### 3.3.4.8 Achats d'affaires en liquidation

Le financement ESOP pourrait être disponible pour acheter l'actif d'une affaire en liquidation. L'infrastructure de garantie d'emprunt USAID pourrait être disponible dans ce but.

#### 3.3.4.9 Revenus de privatisation supportant le financement ESOP

Une partie du revenu de la privatisation pourrait être utilisée pour supporter le financement ESOP, en finançant par exemple "une banque de développement ESOP" (gérée par une banque commerciale) avec des revenus de privatisation. L'infrastructure de garantie d'emprunt USAID pourrait être utilisée pour soutenir cet effort. Il y a un précédent dans les directives FREP actuelles où les revenus de privatisation servent à supporter le processus de privatisation, notamment à aider la restructuration d'autres sociétés privatisables. De même, le Ministère de l'Agriculture a établi un fonds pour supporter les acquisitions de bateaux de pêche par les employés. Etant donné que le Gouvernement insiste que les revenus de privatisation ne doivent pas être utilisés pour couvrir des dépenses qui reviennent périodiquement, les dirigeants devraient considérer la possibilité d'aiguiller ces revenus vers le soutien de techniques de financement capables d'"appuyer" ces revenus pour qu'ils financent la participation des employés aux privatisations.

#### 3.3.4.10 Revenus de privatisation utilisés pour financer un contrat de liquidation

Une partie des revenus de privatisation pourrait être utilisée pour soumissionner un contrat de liquidation d'actions de sociétés non cotées (ou peu négociées) acquises par des employés via ESOPs.

---

<sup>32</sup> Par exemple, en attendant la privatisation complète de la structure de son capital, une compagnie américaine de chemins de fer, Conrail, était propriété de l'état à 85% et propriété ESOP à 15% - bien que gérée selon les principes du marché. Ce modèle suggère le potentiel d'utilisation de l'ESOP comme ouverture pour la privatisation, particulièrement lorsqu'il se combine avec un contrat de gestion conçu pour diriger l'entreprise selon les principes du marché.

#### 3.3.4.11 Investisseurs institutionnels au support des ESOPs et de la privatisation

Il s'agit d'offrir des incitations aux investisseurs institutionnels (notamment les compagnies d'assurances et les fonds de pension) à participer aux privatisations et à aider à créer un marché pour les actions des sociétés ESOP. Par exemple, le Gouvernement pourrait exiger qu'un pourcentage minimum de l'actif des fonds de pension (et/ou des nouvelles contributions à ces plans) soit investi en actions ordinaires de sociétés cotées, y compris investissement en sociétés ESOP. Ceci pourrait offrir une base "appuyable" de support au financement de la dette ESOP. Attirer seulement 10% de l'actif de 550 millions de DT des plans de pension du secteur privé et du secteur public dans des investissements supportant la privatisation rendrait 55 millions de DT disponibles.

De même, le Gouvernement pourrait offrir (ou exiger) qu'une partie des obligations du gouvernement détenues actuellement par les plans de pension soit convertie en actions ordinaires de sociétés privatisables. La compagnie d'assurances STAR, qui est propriété de l'état, pourrait être requise d'investir une part minimum de son actif dans le secteur privé d'une manière déterminée, comme par exemple en participant à des offres publiques de privatisation.<sup>33</sup> Initialement, le Gouvernement pourrait offrir une garantie partielle de ces investissements (p.ex. une option de conversion de ces actions en obligations du gouvernement pendant une période limitée). La participation d'investisseurs institutionnels à la privatisation pourrait apporter un moyen puissant de stimuler les marchés du capital. La liquidité améliorée du marché pourrait alors aider à attirer l'épargne personnelle vers les investissements cotés en bourse et vers une participation aux offres publiques de privatisation.

#### 3.3.4.12 Formation des actionnaires - via remises fiscales et/ou revenus de privatisation

Afin de stimuler l'éducation, la formation et la communication à propos des questions de privatisation, une taxe pourrait être imposée sur les sociétés (peut-être sur les sociétés ESOP seulement), taxe qui serait différée si les fonds sont utilisés pour mettre en oeuvre des programmes de formation sur les questions de privatisation pour les employés. Un précédent tunisien existe sous la forme d'une taxe de formation qui est différée si la société utilise les fonds pour la formation des employés. Dans l'alternative, le Gouvernement pourrait exiger qu'une partie de la taxe de formation actuelle soit pointée sur la formation se rapportant à la privatisation dans les sociétés ESOP. De plus, une partie des revenus de la privatisation pourrait être aiguillée vers cette formation. Un précédent existe sous la forme de l'intention annoncée du Gouvernement d'utiliser les revenus de privatisation administrés par FREP pour financer la formation. Cette formation pourrait être coordonnée avec la campagne de promotion et d'éducation dirigée par la Bourse.

---

<sup>33</sup> Lorsque le désaisissement d'actif existant est problématique, les investissements pourraient être échelonnés et/ou limités aux nouveaux fonds.

### 3.3.4.13 Rapport d'impact sur la propriété privée

Afin de faciliter et de soutenir un environnement politique dans lequel les questions de propriété sur base large (et de solidarité sociale) restent à la pointe de la politique de privatisation, il est recommandé qu'en conjonction avec chaque privatisation proposée, le bureau du Premier Ministre publie un "rapport d'impact sur la propriété privée" montrant l'impact prévu à court et à long terme de la privatisation proposée sur la propriété privée, et indiquant la quantité d'actions que les employés sont supposés détenir et les incitations gouvernementales offertes pour stimuler cet actionnariat. De plus, il est recommandé que CAREPP publie un plan de privatisation annuel indiquant ses buts pour l'actionnariat des employés dans l'année à venir et comment les buts ont été atteints l'année précédente.<sup>34</sup> Maintenir l'attention du public sur ce but politique est un ingrédient important de soutien de l'initiative.

## 3.4 Opérations ESOP - Directives Suggérées

### 3.4.1 Généralités

Les directives de fonctionnement ESOP devraient refléter les trois principes ESOP essentiels: la participation, la limitation et la distribution. Les procédures d'établissement d'un ESOP doivent nécessairement refléter un mélange de politique et de pratique. Les questions pratiques se rapportent non seulement à l'établissement de l'ESOP mais aussi à la manière selon laquelle il obtiendra son financement (y compris tous fonds d'employés) dans le cadre du calendrier de privatisation. A moins que les aspects politiques ne soient bien coordonnés avec les aspects pratiques de mise en oeuvre des ESOPs comme technique de finance, l'initiative ESOP ne permettra pas d'atteindre les résultats désirés.

Dans les trois privatisations initiales qui vont inclure des ESOPs, il est recommandé que l'ESOP soit établi par la société sous la direction de CAREPP (et sur la base de ses directives) avec consultation des employés. Il est recommandé que les actions ESOP soient détenues par un dépositaire intermédiaire (géré par une banque ou une firme de courtage) sur la base des directives de CAREPP réglementant le fonctionnement de ce dépositaire. Le dépositaire deviendrait donc le mécanisme ESOP d'acquisition de détention et de distribution des actions, les termes du dépositaire étant tenus de refléter les directives de fonctionnement (y compris les

---

<sup>34</sup> Ce rapport pourrait former une composante du plan de privatisation annuel complet recommandé dans l'étude récente de la Banque Mondiale sur la privatisation en Tunisie. Saghir, *ibid.*, page 26.

impératifs de qualification ESOP suggérés).<sup>35</sup> Des illustrations sont indiquées ci-dessous, avec détails supplémentaires à l'Annexe 1.

#### 3.4.1.1 Recommandations de participation

Employés éligibles à participer aux ESOPs. Afin de déterminer quels employés sont éligibles à participer à un ESOP, les directives devraient exiger l'inclusion, au minimum, des personnes âgées de plus de 18 ans qui ont été employées par la société pendant au moins un an (y compris le service antérieur à l'établissement de l'ESOP) et qui travaillent au moins à mi-temps. Ceux qui détiennent 5% ou plus des actions de la société devraient être inéligibles.

Participants. 50% au moins de ceux qui sont éligibles devraient être participants. Cet impératif tient compte du fait que certains employés ne voudront pas (ou ne pourront pas) participer. Il tend également à assurer que les ESOPs soient conçus d'une manière qui les rende suffisamment attrayants pour qu'une majorité des employés désire participer.

#### 3.4.1.2 Recommandations de limitation

Limitation individuelle: Aucun employé ne peut faire créditer à son compte ESOP des actions dont la valeur représente plus de trois mois de compensation sur une base annuelle.<sup>36</sup> Les actions peuvent être créditées aux comptes des participants sur la base du salaire, de la durée de service, des responsabilités de l'emploi ou autres critères liés à l'emploi à condition que pour toute année les bénéfices ESOP crédités au participant le plus payé ne dépassent pas sept fois le montant crédité au participant le moins payé.<sup>37</sup> De plus, sur une base régulière: (a) aucun compte ESOP de participant ne peut dépasser en valeur plus de 10% de la valeur totale de tous les comptes ESOP, (b) l'allocation d'actions ESOP aux participants ne peut résulter en l'allocation pendant cette année à tout participant d'un nombre d'actions inférieur à 10% du nombre d'actions ESOP allouées au cours de cette année à tout autre participant, et (c) pas plus de 80% de l'actif de l'ESOP ne peut être détenu dans les comptes des 20% de participants les plus payés. L'ensemble de ces limitations est conçu pour reconnaître que les paiements et/ou les bénéfices ESOP liés au service tendent à favoriser les employés à long service et à salaire

---

<sup>35</sup> Au fur et à mesure que cette initiative progresse, il faudra considérer attentivement certains aspects légaux. Par exemple, il pourrait être utile d'amender l'article 51 de la loi No 89-49 pour s'assurer que, en calculant si 20% des actions d'une société sont détenues par des actionnaires qui, individuellement, n'en détiennent pas plus de 5%, les bénéficiaires individuels du dépositaire (i.e., les employés) sont considérés comme étant les actionnaires. Inversement, afin de déterminer le nombre d'actionnaires de la société pour la Bourse, il pourrait être utile de considérer le dépositaire comme seul actionnaire (voir les articles 28-29).

<sup>36</sup> Afin de déterminer si le compte d'un participant approche les critères de limitation, le prix des actions à la date d'acquisition par l'ESOP devrait être retenu (contre une date plus tardive à laquelle les actions pourront être créditées au compte ESOP du participant).

<sup>37</sup> En faisant ce calcul annuel, il est recommandé en outre que ce montant exclue tout montant attribuable aux dividendes payés sur valeurs détenues par ESOP.

élevé - ce qui est une politique rationnelle mais qui devrait fonctionner seulement à l'intérieur de certaines limitations.

Limitation concernant la société: Pendant les cinq années suivant la privatisation, CAREPP devrait permettre à une société en cours de privatisation de bénéficier d'une déduction fiscale annuelle ne dépassant pas 10% de l'état des salaires des participants dans la mesure où ces fonds sont appliqués au remboursement de la dette ESOP ou à l'achat d'actions de la société pour les employés. De plus, le service de l'intérêt de toute dette rattachée à l'ESOP devrait être considéré comme dépense d'affaires ordinaire.

#### 3.4.1.3 Recommandations de distribution

Les actions faisant l'objet d'un prêt devraient être libérées et créditées aux comptes ESOP des employés au fur et à mesure que le principal du prêt ESOP est remboursé.<sup>38</sup> Le négoce de ces actions devrait être autorisé sur un marché interne de la société et sur une base dégrevée de taxes.<sup>39</sup> Les employés devraient avoir accès à leurs actions de privatisation le plus tôt possible mais en tenant compte toutefois des besoins financiers de la société. Les employés devraient donc pouvoir demander la distribution d'une partie de leurs comptes ESOP dans le cadre toutefois d'une structure d'incitations conçues pour encourager l'actionnariat à long terme.

Par exemple, lorsque des actions distribuées sont vendues avant un délai de trois ans suivant leur allocation, les actions pourraient être passibles de l'impôt sur le revenu sur 100% de la portion de leur valeur attribuable aux fonds de l'employeur<sup>40</sup>, cette taxe déclinant de 25% pendant chacune des quatre années suivantes de telle manière que les fonds résultant de la vente des actions cédées après l'expiration de la sixième année suivant l'allocation seraient dégrevés d'impôts.

---

<sup>38</sup> Les directives devraient inclure l'obligation d'assurer l'amortissement raisonnable des prêts ESOP (i.e., que les paiements principaux soient étalés uniformément sur le terme du prêt).

<sup>39</sup> Cet aspect devrait être coordonné avec les règlements de la Bourse (notamment l'obligation d'enregistrement avant la vente).

<sup>40</sup> La portion attribuable aux paiements provenant du revenu de l'employé après imposition serait recouvrée libre d'impôts. Il est suggéré que de tels paiements soient considérés comme recouverts en premier.

#### 4. ADAPTATION DES ESOPs A LA TUNISIE: PLANS D'ACTION POUR TROIS SOCIETES

Cette section résume les techniques recommandées pour inclure les ESOPs dans la privatisation de trois sociétés sélectionnées. Il est recommandé que chaque société candidate soit analysée à fond pour que le Gouvernement et les investisseurs potentiels soient entièrement informés de la situation véritable des sociétés, avec inventaire de tout l'actif (biens intangibles et actif financier).

Etant donné le temps consacré à cet effort (et la quantité limitée d'informations disponibles pour l'analyse), l'équipe a préféré ne pas offrir qu'une seule recommandation sur la meilleure manière d'adapter un ESOP à chacun des trois cas spécifiques. Nous offrons au contraire, par le moyen d'illustrations, plusieurs modalités de privatisation recommandées pour chacune des sociétés. La convenance d'une modalité particulière nécessitera une évaluation subséquente et, dans une large mesure, dépendra de la volonté du Gouvernement de supporter les incitations et les initiatives ESOP recommandées.

Nous n'avons pas pu évaluer l'intérêt de groupes d'employés particuliers dans les sociétés étudiées (ou leur capacité de payer pour des actions). La majeure partie de notre évaluation a été faite par le moyen d'interviews avec des représentants du gouvernement et des dirigeants de société. Nous n'avons également pas pu évaluer directement l'intérêt des dirigeants syndicaux. Il faut noter aussi que, dans la pratique internationale, une opportunité est souvent offerte à certains employés d'acheter une tranche séparée d'actions (i.e., en dehors de l'ESOP) - généralement comme mécanisme d'attraction et de maintien des travailleurs ayant fait leurs preuves.<sup>41</sup> Bien que cette participation puisse prendre diverses formes, l'approche la plus commune est d'accorder des options à des dirigeants sélectionnés pour leur permettre d'acheter des actions à l'avenir à un prix déterminé aujourd'hui. Cette stratégie pourrait aussi être utilisée pour des employés ordinaires ou pour les meilleurs quelle que soit leur place.

Un intérêt de propriété pour les employés (et un ESOP) est réalisable dans chacune des trois sociétés visées; toutefois, ceci dépend partiellement du support que le Gouvernement à l'intention de donner à l'effort. Il semble qu'on est prêt à s'ouvrir franchement à une grande variété de mécanismes d'acquisition de propriété par les employés, et à offrir des incitations pour supporter les ESOPs. Le processus de privatisation implique beaucoup de discrétion gouvernementale, chaque privatisation étant personnalisée pour tenir compte des circonstances de la société et de l'environnement politique et économique. C'est dans cet esprit que nous offrons une gamme de mécanismes pouvant être "combinés" afin d'atteindre les objectifs désirés.

---

<sup>41</sup> Dans la plupart des pays en voie de développement, les employés de bas niveau des entreprises qui sont propriété de l'état sont mieux payés que ceux du secteur privé alors que les dirigeants sont typiquement moins bien payés que ceux du secteur privé. Kikeri, Sunita, John Nellis and Mary Shirley. 1992. *Privatization - The Lessons of Experience*, Une Publication de la Banque Mondiale, Washington, D.C.

Les mesures de mise en oeuvre varieront compte tenu de nombreux facteurs comprenant: (a) contributions d'employés obligatoires ou non, (b) circonstances de mise en oeuvre de l'ESOP et (c) buts à court et à long terme de mise en oeuvre de l'ESOP. Une vue d'ensemble des étapes de base de l'établissement d'un ESOP est présentée ci-dessous. Ces étapes devront être modifiées compte tenu de la stratégie de privatisation choisie pour chacune des trois sociétés et compte tenu des incitations offertes par CAREPP pour stimuler la participation des employés.

Quand un ESOP est établi comme technique de financement (au lieu de la simple mise en oeuvre d'un arrangement d'achat d'actions par les employés), le plan d'action requis implique un certain niveau d'analyse financière préliminaire et de respect pour certaines procédures et directives concernant la conception et l'exécution du plan. A propos des plans d'action "génériques" présentés ci-dessous, nous supposons que la société travaille avec un conseiller professionnel pour la mise en oeuvre du plan et que CAREPP a approuvé des exonérations fiscales ESOP basées sur l'état des salaires des participants.

#### **4.1 Plans d'action ESOP - Vue d'ensemble**

##### **4.1.1 Analyse financière initiale**

1. Collecte de données sur la société
2. Analyse de la structure financière et du statut fiscal d'une société
3. Analyse des profits avant imposition prévus, des impôts sur le revenu et de l'état des salaires des participants ESOP
4. Evaluation préliminaire des actions de la société (en supposant qu'elles ne font pas l'objet d'un négoce public)
5. Une étude de dilution pour déterminer l'impact, s'il y a lieu, sur les portefeuilles des actionnaires existants ou autres
6. Une étude de liquidité pour déterminer les besoins en liquide pour le rachat des actions (si nécessaire).
7. Une étude pour déterminer si un ESOP devrait fonctionner en tandem avec les bénéfices actuels des employés ou les remplacer.

#### 4.1.2 Conception et mise en oeuvre du plan

1. Conception et exécution
  - a. Conception d'un mécanisme de détention des actions, comme un dépositaire intermédiaire organisé auprès d'une banque
  - b. Sélection des membres du comité du plan (direction générale de l'ESOP)
  - c. Examen des questions de condition du fonctionnement du dépositaire intermédiaire: période de qualification (âge/impératifs de service); méthodologies d'allocation (salaire, service, combinaison); termes de distribution (calendrier, méthode, dispositions sur la retraite, obligations de rachat) etc.
  - d. Termes des contributions de l'employeur
  - e. Termes des contributions de l'employé (informations requises, incitations, dispositions par défaut)
  - f. Termes de la participation direction-employés (achat, emprunts personnels avec garanties personnelles, options sur valeurs).
  - g. Dispositions concernant le vote - questions principales, toutes questions, vote direct c. vote indirect
  - h. Révélation d'informations - étendue de la révélation financière, rapport
  - i. Questions administratives - représentation au conseil d'administration, conseil de supervision
2. Projet d'accord de dépositaire intermédiaire
3. Projets de résolutions du conseil d'administration approuvant le plan et les termes du dépositaire intermédiaire
4. Préparation de documents d'information pour les employés
5. Revue des documents ci-dessus par la société, par le conseiller de la société et par les dirigeants/administrateurs du dépositaire intermédiaire
6. Approbation des projets par les dirigeants/administrateurs

7. Le conseil d'administration approuve l'établissement de l'ESOP, nomme des administrateurs pour le dépositaire intermédiaire, nomme les membres du Comité ESOP et prend d'autres mesures nécessaires
8. Exécution de l'ESOP et de l'accord du dépositaire intermédiaire
9. Mise en oeuvre du programme de communication des employés

#### 4.1.3 Mise en oeuvre du plan

1. Déterminer l'évaluation des actions que l'ESOP va acheter

Pour les sociétés ne faisant pas l'objet d'un négoce public, ce processus devrait inclure les services d'un évaluateur indépendant et qualifié qui accomplira plusieurs tâches, notamment:

- Rassembler des données sur la société (états financiers et projections, plans d'affaires, etc);
  - Faire des visites sur les lieux et des interviews (interviews de dirigeants, revue des opérations, évaluation de l'environnement de fonctionnement de la société, etc.);
  - Passer l'industrie en revue;
  - Evaluer les impératifs d'ajustement de certaines opérations (méthodes d'inventaire, actif non-opérationnel, intérêts minoritaires, etc);
  - Analyser les états financiers;
  - Comparer les analyses financières (importance et diversité des opérations, leur efficacité, rentabilité, appui, etc);
  - Evaluer les points forts et faibles en comparaison avec ceux des sociétés faisant l'objet d'un négoce public (risques des clients, risques des dirigeants, etc.);
2. Faire toute application nécessaire à la Bourse (révélations nécessaires pour sollicitations aux employés, impératifs d'enregistrement, déclarations nécessaires au transfert des titres, etc).
  3. Négocier toute assistance financière nécessaire pour l'ESOP (prêts commerciaux, garanties d'emprunt USAID, acceptation gouvernementale des billets de la société, etc.).
  4. Exécuter tout accord d'emprunt nécessaire - tel que (a) faire signer l'accord d'emprunt et le billet à ordre du prêteur par les

dirigeants/administrateurs du dépositaire intermédiaire, (b) faire signer un accord de garantie de remboursement du prêt par la société et (c) faire acheter les actions par les dirigeants/administrateurs du dépositaire intermédiaire (i.e., avec les revenus du prêt) et leur faire placer les actions en antissement du prêt. Dans l'alternative, faire acheter les actions par les administrateurs au vendeur (le Gouvernement) contre un billet à ordre payable au vendeur. Ou faire en sorte que la société emprunte les fonds et les prête à l'ESOP, avec accord entre le prêteur, la société et les dirigeants/administrateurs du dépositaire intermédiaire en vertu duquel la société fera des contributions suffisantes au plan pour rembourser le prêt. Ces accords pourraient être modifiés comme il convient si le Gouvernement sert à la fois de vendeur des actions et de prêteur (p.ex. en acceptant un billet à ordre).

5. Au fur et à mesure que l'emprunt est remboursé, faire obtenir par les dirigeants/administrateurs du dépositaire intermédiaire une décharge de nantissement d'un montant équivalent d'actions sur la base du prix d'achat original des actions et faire passer ces actions aux comptes des participants au plan.
6. Une entité gouvernementale appropriée (comme le Ministère des Finances) pourrait recevoir un droit de contrôle de ce processus pour s'assurer qu'il est équitable, notamment en ce qui concerne les employés-participants.

#### 4.1.4 Administration du plan et Communication

Il s'agit de concevoir et de mettre en oeuvre un programme initial et permanent d'éducation et de communication pour les employés. Il pourrait ne consister qu'en une distribution d'un aperçu de l'ESOP. La société pourrait aussi concevoir un programme destiné à tenir les employés informés des développements à l'intérieur de la société et à solliciter leurs commentaires sur les opérations de fonctionnement de celle-ci. Des efforts plus poussés peuvent inclure une large gamme de méthodologies, comme des réunions périodiques, des brochures, des rappels accompagnant les chèques, des affiches, slogans, états de la mission sociale, logos, états périodiques de bénéfices, mécanismes de suggestions, équipes de travail, équipes de travail recouvrant plusieurs fonctions, programmes d'accroissement du pouvoir des employés, programmes de reconnaissance des employés, etc. Les meilleurs programmes semblent être ceux qui sont "organiques" (par opposition à ceux qui sont imposés par un conseiller) et qui découlent d'un engagement sincère de la part des dirigeants et des travailleurs.

Cet aperçu de base des plans d'action ESOP devra être adapté à chacune des trois sociétés, adaptation qu'il est impossible de décrire spécifiquement sans connaître d'abord la nature et l'ampleur des incitations qui seront offertes par le Gouvernement pour la participation des employés et pour les ESOPs.

## 4.2 Autotractor

### 4.2.1 Historique

En 1962, le Gouvernement a nationalisé cette société qui, jusqu'en 1984, était le seul concessionnaire Ford autorisé et le seul distributeur de pièces détachées Ford en Tunisie. A cause des restrictions d'importation imposées par le Gouvernement en 1984, Ford-Europe a décliné de participer à un appel de soumissions pour permettre l'importation des véhicules Ford en Tunisie. Malgré la perte de la capacité de vendre des véhicules Ford, Autotractor continue d'être le seul distributeur de pièces détachées Ford en Tunisie (bien que le contrat exclusif original ait expiré). Autotractor possède aussi une niche dans le marché local d'entretien automobile en desservant principalement les véhicules Ford. Autotractor se présente sur le marché comme étant Autotractor, et non comme étant le distributeur grossiste exclusif de pièces détachées Ford. Un nouvel appel de soumissions de constructeurs auto étrangers est prévu pour 1993 mais on ne s'attend pas à ce que Ford participe. La soumission suivante est prévue pour 1998.

L'examen des états financiers de la société pour l'année 1992 révèle que celle-ci reste modestement profitable, en grande partie à cause de l'intérêt gagné sur ses investissements qui comprennent un investissement de 1.3 millions de DT en dépôts bancaires d'un an et un investissement de 400,000 DT en dépôts bancaires de six mois. Par conséquent, le revenu en intérêts de 130,000 DT représente 56.8% du bénéfice net de 229,000 DT d'Autotractor (avant imposition). La direction indique que ceci était approximativement équivalent en 1990 et en 1991. La société détient également 159,000 DT en titres non négociables et non productifs d'intérêt consistant en actions d'autres entreprises qui sont propriété de l'état et non cotées en bourse.

Le chef d'entreprise d'Autotractor est dans cette société depuis plus de 20 ans. Sept autres dirigeants ont entre 15 et 25 ans de service dans la société. La plupart des 45 employés restant ont également des états de long service, 15 à 20% seulement des employés ayant moins de cinq ans de service. Les employés peuvent être généralement répartis en trois catégories de salaires: (a) la direction supérieure (9,000 DT par an), (b) la direction de niveau moyen (4,000 DT par an), et les travailleurs (2,000 DT par an).

Le directeur général a indiqué que son équipe de dirigeants est très intéressée à acheter des actions d'Autotractor et serait prête à arranger un achat par ceux-ci. Il a également indiqué que les dirigeants de niveau moyen sont enthousiastes ainsi que les travailleurs mais il a insisté sur leur manque de ressources pour l'achat d'actions. Il pense que les salaires augmenteraient probablement de 20% à la suite d'une privatisation, les augmentations subséquentes dépendant d'une performance améliorée de la société. Il a indiqué aussi du soutien pour l'idée que les actions soient allouées aux employés sur la base d'une formule prenant en considération à la fois le salaire et les années de service dans la société. En l'attente d'une privatisation possible, les

employés d'Autotractor ont établi un fonds spécial alimenté par des retenues sur le salaire trimestriel pour les quatre années passées. A la fin de 1992, ce fonds détenait 35,000 DT. Le fonds social détient 123,000 DT supplémentaires.

---

**Autotractor - Données Financières Sélectionnées (1992)**  
(en milliers de dinars)

Revenus totaux:	2,612
Ventes de pièces	2,100
Entretien/service	366
Intérêt/revenu	130
Autre revenu	16
Profit net	153
Actif des actionnaires	2,209
Dette totale (à court terme)	491
Actif total	2,739
Equivalents liquides totaux	.,805
Taux de profitabilité (rentabilité d'actif après imposition)	6.9%

---

4.2.2 Actions recommandées pour le développement d'ESOP

Il est recommandé que l'actif passif détenu par Autotractor soit séparé de l'actif positif se rapportant aux opérations de la société comme fournisseur de pièces et réparateur de véhicules. La société détient actuellement des dépôts à court terme d'un total de 1.7 million de DT plus environ 159,000 DT en capitaux non générateurs de revenus, titres d'autres entreprises qui sont propriété de l'état non cotées en bourse.<sup>42</sup> Cet actif augmente la valeur intrinsèque de la société d'environ 1.859 million de DT. L'actif restant se monte à environ 390,000 DT.

Les employés modestement payés d'Autotractor (2,000 DT par an) n'ont pas les ressources financières leur permettant d'acheter la portion de gestion d'investissement d'Autotractor. Il est également financièrement irrationnel d'exiger que les employés empruntent des fonds

---

<sup>42</sup> Le 1.7 million de DT en dépôts à court terme est détenu à titre de réserve pour aider la société à financer un inventaire pour une concession automobile Ford si une telle concession est de nouveau accordée. La direction pense qu'il y a très peu de chances que la concession soit accordée cette année (i.e., les soumissions gouvernementales pour de telles concessions n'étant offertes qu'une fois tous les cinq ans). Une telle concession ne pourrait donc être accordée qu'au cours de la prochaine période de soumissions en 1998.

d'acquisition à 14% ou 16% pour acheter un actif rapportant seulement 7.6%.<sup>43</sup> De plus, il est entendu que la politique de privatisation ESOP sert à permettre aux employés d'Autotractor d'acquérir 100% d'une société en état de fonctionnement (i.e., non d'une société de gestion d'investissements). Dépouillée de son actif financier, Autotractor montre une rentabilité d'actif ajustée de 33.5% (voir ci-dessous).

Comme partie de sa politique, CAREPP devrait déterminer si cet actif financier devrait rester dans la société et être privatisé comme actif social ou s'il devrait être traité comme dividende non encore payé. Dans ce dernier cas, la société devrait être restructurée pour préparer sa privatisation afin de payer d'abord ce dividende. Etant donné qu'Autotractor a des gains retenus d'environ 1.718 million de DT (selon son bilan au 31 décembre 1992) et qu'on nous a informé que les dividendes ne peuvent pas être payés "en nature" (i.e., il faut les payer en espèces), le paiement de ce dividende exigerait en premier lieu que l'actif soit liquidé.

Par conséquent, si on considère que ceci est la marche à suivre correcte, nous recommandons qu'Autotractor prenne les mesures suivantes avant la privatisation: (1) vendre ses investissements dans les entreprises qui sont propriété de l'état à d'autres entreprises qui sont propriété de l'état mais ne sont pas actuellement sur un calendrier de privatisation, (2) liquider ses investissements en dépôts à court terme, (3) calculer les gains retenus de la société et, s'ils sont inférieurs à 1.859 million de DT, amender les statuts de la société pour permettre une réduction du capital, (4) déclarer et payer un dividende n'excédant pas 1.859 million de DT, et (5) distribuer tout déficit comme réduction de capital.

Après extraction du revenu net d'Autotractor pour les années 1990 à 1992, il résulterait une société au fonctionnement solide, comme indiqué au tableau suivant.

---

<sup>43</sup> Il y a deux questions demandant une étude plus approfondie: (1) pourquoi est-ce que la société a des dépôts à terme de 1.7 million de DT rapportant 10% par an mais ne montrant que 130,000 DT en revenu d'intérêt avant imposition (i.e., un rendement de 7.6% seulement) et (2) pourquoi est-ce que la société détient environ 159,000 DT en titres non producteurs de revenu, titres d'entreprises qui sont propriété de l'état non cotées en bourse.

---

**Données Financières Sélectionnées**  
(en milliers de dinars)

	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>
Bénéfice net total avant imposition	293	304	228
Rente d'intérêt total avant imposition	151	128	130
 Rente d'intérêt comme pourcentage du bénéfice net total	 52%	 42%	 57%
 Revenu net après imposition	 197	 193	 153
Revenu d'exploitation net avant intérêt et après imposition	95	112	66
 Actif actionnaires (1992) <sup>44</sup>			2,056
Moins distribution du surplus			
- Dépôts à terme - 1,700			
- Titre non négociables - 159			<u>1,859</u>
 Actif actionnaires ajusté			 197
 Revenu d'exploitation net avant intérêt et imposition			 66
 Rentabilité d'actif ajustée (1992)			 33.5% <sup>45</sup>

---

Après dépouillement de la société de son actif passif, elle se retrouve avec un actif résiduel de 390,000 DT environ. Il est recommandé que les alternatives suivantes (ou leur combinaison) soient considérées comme méthodes de génération de paiements pour les actions d'employés (en

---

<sup>44</sup> Ne comprend pas une réserve pour investissements exemptés de 38,600 DT mais comprend un fonds d'investissement de 216,000 DT.

<sup>45</sup> En supposant à titre d'illustration que l'actif des actionnaires ajusté était identique en 1990 et en 1991 (i.e., en retirant l'actif financier de l'actif d'exploitation), la rentabilité d'actif ajustée pour ces deux années était environ de 48.2% et de 56.9 % respectivement.

supposant une valeur totale de 390,000 DT). Dans chaque alternative, on suppose que le fonds social et le fonds mis de côté pour les employés seraient transférés à l'ESOP et utilisés pour acheter des actions.

#### **Autotractor: Alternative ESOP Numéro Un**

1. Paiement social de 35,000 TD mis de côté auparavant par les employés pour l'achat.
2. Paiement social de 123,000 DT provenant du fonds social.
3. Paiement Employés de 50,000 DT avec fonds empruntés du Fonds de Sécurité Sociale ou de FREP (à un intérêt de 8.5%); crédit fiscal autorisé pour remboursement du prêt.
4. Paiement Direction de 82,000 DT provenant de fonds personnels (épargne personnelle ou empruntés via garanties personnelles).
5. Billet de la société au Gouvernement pour 100,000 DT à 5%, terme de 10 ans, délai de grâce de trois ans, intérêt seulement; déduction fiscale permise pour paiements de principal égale à 10% de l'état des salaires plus déduction pour dividendes appliqués au remboursement du prêt. Prêt administré par une banque commerciale contre honoraires.

Commentaires: Cette approche permet aux employés d'emprunter à un taux préférentiel (par opposition aux taux commerciaux ou à l'emploi de la garantie d'emprunt USAID - liée aux taux commerciaux). Le crédit fiscal individuel est un type de subvention gouvernementale (et pourrait être remplacé par un rabais ou une subvention plus transparente). Le billet de la société est une technique de financement ESOP traditionnelle, permettant que les actions soient achetées, en partie, avec les gains futurs de l'entreprise. (i.e., avec des déductions fiscales sociales ne dépassant pas 10% des salaires combinés des participants). Les longs termes de paiement (plus le délai de grâce) offrent aussi un type de subvention. On suppose qu'un prêteur commercial négocierait et administrerait le billet contre honoraires.

### **Autotractor: Alternative ESOP Numéro Deux**

1. Paiement social de 35,000 TD mis de côté auparavant pour l'achat.
2. Paiement social de 123,000 DT provenant du fonds social.
3. ESOP emprunte 150,000 DT à la BIAT avec garantie A.I.D. et garantie de la société (avec nantissement d'actions ESOP), remboursant le prêt avec une combinaison de (a) contributions sociales (déductibles jusqu'à concurrence de 10% de l'état des salaires), (b) dividendes sur actions ESOP (fiscalement déductibles) et (c) retenues Employés (avec crédit fiscal jusqu'à concurrence de 100 DT par an).
4. Paiement Direction de 82,000 DT provenant de fonds personnels (hors de l'ESOP).

Commentaires: Ce modèle combine la garantie d'emprunt avec la technique de financement ESOP. Il comprend aussi un crédit fiscal individuel pointé sur les employés à bas salaire. La portion Direction de l'achat pourrait être particulièrement attrayante pour cette société.

### **Autotractor: Alternative ESOP Numéro Trois**

1. Paiement social de 35,000 TD mis de côté auparavant pour l'achat.
2. Paiement social de 123,000 DT provenant du fonds social.
3. ESOP emprunte 232,000 DT à la BIAT avec garantie A.I.D. et garantie de la société (avec nantissement d'actions ESOP), remboursant le prêt avec une combinaison de (a) contributions sociales (déductibles jusqu'à concurrence de 10% de l'état des salaires), (b) dividendes sur actions ESOP (fiscalement déductibles) et (c) retenues Employés (avec crédit fiscal Employé jusqu'à concurrence de 100 DT par an pour les montants retenus).

Commentaires: Ce modèle utilise la garantie d'emprunt USAID, avec remboursement du prêt comprenant non seulement des gains et des profits de la société mais aussi des fonds d'employés, avec crédit fiscal individuel pointé sur les employés de bas salaire (i.e., avec limite annuelle de 100 DT).

### **Autotractor: Alternative ESOP Numéro Quatre**

1. Paiement social de 35,000 TD mis de côté auparavant pour l'achat.
2. Paiement social de 123,000 DT provenant du fonds social.
3. ESOP emprunte 132,000 DT à la BIAT avec garantie A.I.D. et garantie de la société (avec nantissement d'actions ESOP), remboursant le prêt avec une combinaison de (a) contributions sociales (déductibles jusqu'à concurrence de 10% de l'état des salaires), (b) dividendes sur actions ESOP (fiscalement déductibles) et (c) retenues Employés (avec crédit fiscal jusqu'à concurrence de 100 DT par an).
4. Billet de la société au Gouvernement pour l'acquisition de 100,000 DT d'actions de la société pour l'ESOP à 5% d'intérêt sur 10 ans, avec déductions fiscales similaires pour le remboursement.

Commentaires: Cette variante utilise une combinaison de financement ESOP avec garantie d'emprunt USAID et de financement ESOP utilisant des termes offerts par le Gouvernement, avec incitations gouvernementales utilisées pour supporter le remboursement de la dette. Dans chacune de ces alternatives, la société pourrait recevoir une exonération fiscale pour les frais de rachat d'actions aux employés. Cette exonération pourrait être limitée à une période déterminée (p.ex. 10 ans).

## **4.3 La Céramique Tunisienne**

### **4.3.1 Historique**

Cette société productrice de matériaux de construction (i.e., carreaux de céramique et briques) dont le siège social est à Tunis emploie 1,200 personnes dans six grandes villes. Bien que sa prospérité soit étroitement liée à celle de l'industrie du bâtiment en général, elle a récemment eu au moins trois années de profit. Le personnel a été réduit de 600 employés au cours des six dernières années; d'autres licenciements ne sont pas anticipés à titre de partie de la privatisation.

Les dirigeants supérieurs de la société comprennent environ 40 employés, comprenant 10 personnes au siège social et cinq à chacune des six usines. Les opérations sont basées sur une technologie d'assez basse gamme. 80% environ des employés ont travaillé pour la société pendant 10 ans ou plus, avec plus de 25% de ceux-ci ayant plus de 20 ans de service.

La société a été choisie pour privatisation et offre actuellement des sollicitations pour la préparation d'une évaluation. A cause de son importance, le Gouvernement a informé les dirigeants supérieurs que la société sera privatisée par offre publique. Il est prévu qu'une tranche de 10 à 15% sera réservée pour vente aux travailleurs.

Le directeur général indique que les dirigeants sont très intéressés à acheter des actions de la société. Il indique également (via sondages officieux) qu'il y a de l'intérêt parmi les travailleurs avec quelques inquiétudes sur les méthodes de paiement (la plupart suggérant qu'ils soient autorisés à acheter des actions à un prix nominal). Il indique que beaucoup d'employés n'ont jamais eu de contact avec une banque, plus de 25% étant payés en liquide. Le salaire moyen est environ de 4,000 DT. Il propose que la société achète une tranche d'actions pour les travailleurs comme partie de l'offre publique, permettant aux employés d'acheter ces actions à la société à des conditions favorables. Par exemple, il suggère que des fonds FREP soient prêtés à la société (à taux bas) pour acheter 5% des actions, la société achetant également 5% des actions et offrant ensuite la tranche entière de 10% aux travailleurs pour qu'ils les achètent à 5% d'intérêt.<sup>46</sup> Il a été suggéré que les actions soient offertes aux employés sur la base des montants relatifs qui leur seraient dûs aux termes de leur accord de terminaison (calculé en multipliant le salaire mensuel par les années de service dans la société).

La société a fourni des états financiers pour 1989 jusqu'en 1991 (les états de 1992 ne sont pas encore terminés bien que la direction indique que les résultats de 1992 sont comparables à ceux de 1991).<sup>47</sup>

#### 4.3.2 Actions recommandées pour le développement d'un ESOP

Il est recommandé que l'infrastructure de garantie d'emprunt USAID soit utilisée pour supporter l'intérêt de la société à aider l'acquisition de 10% de ses actions par un ESOP. Dans ce but, (et en supposant que la société soit évaluée à 20 millions de DT), les alternatives suivantes sont illustratives.

---

<sup>46</sup> Etant donné la règle du Marché des Valeurs exigeant que les actions rachetées soient vendues dans les six mois, ceci nécessiterait soit une dispense soit l'assurance que la vente aux employés sera faite dans les six mois - soit la conception d'une nouvelle structure pour assurer que dans les six mois les actions ne seront plus détenues par la société.

<sup>47</sup> Les états n'étaient pas accompagnés d'un rapport du commissaire aux comptes.

---

**Données Financières Sélectionnées**  
(en milliers de dinars)

	<u>1989</u>	<u>1990</u>	<u>1991</u>
Revenus totaux	14,836	19,460	19,513
Revenus ventes	13,998	18,252	17,942
Autres revenus	759	1,056	1,120
Rente intérêts	79	158	331
 Bénéfice net	 2,981	 3,364	 2,070
 Actif actionnaires (déficit)	 (4,795)	 (1,432)	 961
 Dette totale	 22,454	 24,038	 26,407
Dette à court terme	14,865	17,732	20,247
Dette à moyen et à long terme	7,589	6,306	6,160
 Actif total	 18,574	 23,522	 28,263
 Taux de profitabilité (Marge nette)	 20.09%	 17.29%	 10.61%

---

Autres informations extraites des états financiers de la société:

- (1) La société détient 3.5 millions de DT en titres, y compris des intérêts d'actif dans d'autres sociétés qui sont propriété de l'état plus des liquidités de 0.7 million de DT.
- (2) Le fonds des employés de la société détient 548,000 DT.
- (3) La société devait 13 millions de DT au Gouvernement au 31 décembre 1991. Cette dette était classifiée à court terme; sans montrer de service d'intérêt. Il paraît que le Gouvernement pourrait avoir consenti des avances à court terme à la société pour financer ses pertes d'exploitation.
- (4) La société a payé en 1991 des taxes de 206,000 DT seulement sur gains avant imposition de 2,276,000 DT, ce qui est possiblement dû à des reports de pertes.

### **La Céramique Tunisienne: Alternative ESOP Numéro Un**

1. Comme partie de l'offre publique, la société utilise 2 millions de DT (sur ses 4.17 millions de DT en réserve liquide et en titres) pour acheter des actions de la société.
2. Tranche 1 ESOP: ESOP emprunte 1 million de DT à la BIAT (avec support de garantie d'emprunt A.I.D. de 500,000 dollars US), utilisant ces fonds pour acheter 1 million de DT d'actions acquises par la société.
3. Tranche 2 ESOP: la société contribue le solde de ces actions (i.e., 1 million de DT) à un compte intérimaire dans l'ESOP (i.e., un dépositaire intermédiaire), en demandant pour cette année fiscale une exonération pour frais de bénéfices pour employés dans la mesure où les employés reçoivent des actions n'excédant pas 10% de leur compensation.
4. En ce qui concerne la tranche 1:
  - a. La société offre une procédure d'achat d'actions pour les employés en permettant à ceux-ci d'acheter des actions par déductions de salaire, les montants étant versés à la BIAT lorsqu'ils sont dûs. Les actions sont libérées du compte ESOP intérimaire et allouées aux comptes dépositaires individuels des participants au fur et à mesure que le principal du prêt est remboursé.
  - b. Le taux d'intérêt demandé par la société ne devrait pas dépasser 5% par an, la société payant le solde des paiements sur intérêt lorsqu'il est dû (à titre de dépense déductible).
  - c. Les employés reçoivent un crédit fiscal pour 50% des paiements du prêt ESOP chaque année jusqu'à un maximum de 250 DT par an.
5. En ce qui concerne la tranche 2:
  - a. Les actions sont allouées aux comptes ESOP des employés à un taux ne dépassant pas 10% du salaire chaque année jusqu'à ce que la tranche soit entièrement allouée à ces comptes.
  - b. Dans la mesure où la déduction fiscale permise pour la contribution initiale ESOP n'est pas égale à la valeur des actions contribuées, la société aura le droit de reporter la portion inutilisée de ce montant sur la déduction des années suivantes jusqu'à ce qu'elle soit utilisée.

Commentaires: Cette alternative offre une combinaison d'approches qui pourraient stimuler les offres publiques de privatisation (par exemple, en assurant que la société est prête à aider à la création d'un marché pour les actions au début de la privatisation). De plus, cette approche adopte la suggestion de la société que les fonds de celle-ci soient utilisés pour supporter l'ESOP mais avec une structure qui ne porte pas atteinte aux restrictions de la Bourse concernant la capacité d'une société à racheter ses actions.<sup>48</sup> Et en traitant la contribution de la société comme dépense déductible, cette approche adopte le traitement fiscal commun des dépenses ESOP de l'employeur (i.e., comme type de compensation d'employé déductible) tout en liant l'employeur à faire une contribution ESOP majeure au départ plutôt qu'en limitant la contribution de la première année au montant de déduction fiscale revendicable pour cette année. Cette approche génère aussi des rentrées pour le Gouvernement, les frais fiscaux liés à ESOP étant différés. Bien entendu, en utilisant les réserves en liquide de la société pour acheter des actions pour les employés, le Gouvernement fait baisser le prix que d'autres investisseurs accepteraient de payer pour leur part dans la société. Il faudra prendre en considération l'engagement ESOP des mouvements de trésorerie futurs de la société, un déterminant principal de la valeur d'une société pour un investisseur financier.

Cette approche inclut l'infrastructure de garantie d'emprunt USAID d'une manière qui pourrait être répétée dans d'autres privatisations, particulièrement lorsque la société privatisable possède une grande réserve en liquide. En ce cas, la moitié des liquidités est recouvrée immédiatement (via l'infrastructure d'emprunt) tandis qu'une portion de l'autre moitié est recouvrée dans le temps (bien qu'aux frais du Gouvernement en ce qui concerne les exonérations fiscales liées aux paiements). Le taux d'intérêt peu attrayant de l'infrastructure de garantie d'emprunt USAID est compensé en liant la société à payer une portion de ce coût. Offrir un rabais sur le prix des actions est une autre approche possible. Enfin, en proposant un crédit fiscal modeste de 50% (250 TD/an) aux employés pour leurs achats d'actions, cette alternative concentre l'assistance financière du Gouvernement sur les employés qui en ont le plus besoin.

---

<sup>48</sup> Les règlements de la Bourse limitent à six mois la période pendant laquelle une société peut détenir ses actions. Cette stratégie transfère les actions à une autre entité (i.e., le dépositaire intermédiaire/ESOP).

### **La Céramique Tunisienne: Alternative ESOP Numéro Deux**

Semblable à l'alternative Un, sauf que pour la tranche 1:

- (a) Utiliser le Fonds de Sécurité Sociale de la société pour acheter des actions pour 0.5 million de DT, les employés pouvant souscrire à l'achat d'une tranche d'actions à partir du Fonds de Sécurité Sociale sur plusieurs années, les actions étant transférées à l'ESOP au fur et à mesure que les paiements sont faits avec des frais d'intérêt modestes (p.ex. 5%) retenus par l'ESOP, et
- (b) Utiliser l'infrastructure d'emprunt A.I.D. pour le solde de la tranche 1 (selon la procédure décrite ci-dessus).

Commentaires: Cette approche offre l'accès à un prêt du Fonds de Sécurité Sociale avec intérêt bas.

### **La Céramique Tunisienne: Alternative ESOP Numéro Trois**

La société prête 2 millions de DT à l'ESOP à 5% pour acheter des actions pour l'ESOP sur le marché, faisant par la suite des contributions en liquide pour rembourser le prêt (avec exonération fiscale allant jusqu'à 10% du salaire des participants pour les contributions en liquide). Les dividendes appliqués au remboursement du prêt seraient également déductibles. Des contributions d'employés seraient également sollicitées pour le remboursement du prêt avec crédit fiscal annuel de 50% revendicable jusqu'à concurrence de 250 TD/an.

Commentaires: Cette approche génère des rentrées pour le Gouvernement tout en utilisant l'ESOP comme moyen de créer un marché pour les actions. Ce qui manque dans ces trois alternatives: une opportunité d'actif pour la direction.

## 4.4 Tunis Air

### 4.4.1 Historique

Tunis Air est le transporteur national tunisien et, comme tel, est très connu dans le pays et bien considéré par la plupart des citoyens. Bien qu'il se place 85ème dans le monde au point de vue revenu transport (294 millions de DT), c'est l'une des sociétés de transport aérien les plus profitables du monde (marge de revenu net de 15% en 1991). L'objectif du Gouvernement est de ne privatiser qu'une partie de la société, ce qui reflète des considérations à la fois pratiques et politiques. La structure de propriété actuelle de Tunis Air est la suivante: 84.86% détenu par le Gouvernement, 5.58% par Air France, 3.9% par la Caisse Nationale de Sécurité Sociale, 3.9% par la Caisse Nationale de Retraite et de Prévoyance Sociale, et 1.76% par la Caisse d'Assurance Vieillesse Invalidité et Survie.

Les points forts de Tunis Air sont sa marge de profit élevé, sa faible dette et l'excellence de son nom. Ses points faibles comprennent le fait que 35.6% de son revenu net découle d'une rente d'intérêt (sur 131 millions de DT en liquidités et en équivalents). De plus, on anticipe actuellement une augmentation de ses taxes sociales, une augmentation de la dépréciation (associée à l'achat d'avions A320) et une augmentation de la concurrence. La société tire 80% de son revenu du commerce du tourisme.

Pour la privatisation de Tunis Air, le Gouvernement a l'intention de réserver la vente des actions aux nationaux tunisiens, principalement les petits actionnaires et investisseurs. Le maintien d'un niveau élevé de propriété de l'état est un objectif de politique, en partie à cause de la dérégulation actuelle en Europe et ailleurs.

Tunis Air ne possède que 17 avions mais emploie 4,365 personnes à temps complet plus 790 employés contractuels à mi-temps (notamment pour la saison de pointe et les charters). Ceci comprend 188 pilotes avec un salaire annuel moyen de 54,800 DT, 367 autres personnes avec un salaire moyen de 12,374 DT et 4,600 employés aux installations avec un salaire annuel moyen de 10,900 DT (pour un salaire moyen de 12,150 DT). Les dirigeants suggèrent que 20% environ de la main d'oeuvre est superflue. Toutefois, on n'anticipe pas de licenciements à cause de la privatisation, et on suggère que la société pourrait même être forcée d'embaucher davantage d'employés. On s'attend à ce que les employés soient assez intéressés à investir, particulièrement s'il y a des incitations. On s'attend à ce que les pilotes soient très intéressés à cause de leur familiarité générale avec les investissements et leur haut niveau de salaire.

Les résultats financiers récents de Tunis Air sont indiqués ci-dessous.<sup>49</sup>

---

<sup>49</sup> Voir "Tunis Air: Action Plan" (31 décembre 1992) préparé pour A.I.D./Tunis par Price Waterhouse.

---

**Données Financières Sélectionnées**  
(en millions de dinars)

	<u>1989</u>	<u>1990</u>	<u>1991</u>
Revenus totaux	270,960	299,896	293,906
Revenus de transport	217,707	233,949	235,580
Autres revenus	53,253	65,947	58,326
 Bénéfice net	 70,618	 57,663	 46,461
 Actif actionnaires	 235,122	 290,849	 337,310
 Dette totale	 96,988	 178,939	 197,952
Dette à court terme	89,438	124,467	119,907
Dette à long et moyen terme	7,550	54,472	78,045
 Actif total	 355,379	 518,808	 594,296
 Liquidités totales et équivalents	 224,960	 269,430	 131,032
 Taux de profitabilité			
Rentabilité d'actif (avant imposition)	30.00%	19.83%	13.77%
Marge nette	26.06%	19.22%	15.81%

(Source: Rapport Annuel pour 1991)

---

Les dirigeants supérieurs interviewés doutent que l'intérêt des employés à acquérir des actions s'étende au delà du groupe des pilotes et des 500 employés environ de niveau moyen, bien qu'ils aiment l'idée des déductions sur salaire comme méthode de répartition du coût d'achat des actions. Un prêt de fonds de la société aux employés pour l'achat d'actions n'est pas une stratégie que les dirigeants interviewés voient d'un bon oeil. Toutefois, le plan d'action pour la privatisation de Tunis Air suggère que si la société prête des fonds aux 4,364 employés qui y ont "passé leur vie" à 0% d'intérêt, on s'attendrait à vendre entre 3.7 et 4.4 millions de DT d'actions.

Les dirigeants craignent que les employés-proprétaires vont vouloir imposer leurs vues de gestion à la société. Les relations du travail sont apparemment difficiles. Offrir des actions sans droit de vote aux employés créerait un problème (selon les dirigeants). Ces derniers s'attendent à ce que les employés demandent un siège au conseil d'administration. On n'a pas encore tenté de déterminer leur niveau d'intérêt à investir dans la société.

Nonobstant le fait que Tunis Air tire 80% de son revenu du commerce du tourisme, les dirigeants indiquent qu'ils n'ont pas réussi à convaincre le Gouvernement que la société devrait être qualifiée à bénéficier de l'exonération fiscale de 50% allouée aux sociétés du secteur tourisme.<sup>50</sup> Les dirigeants indiquent qu'ils vont maintenant chercher à obtenir une exonération fiscale sur la base de l'impact fait pas la société sur les exportations.

#### 4.4.2 Actions recommandées pour le développement d'un ESOP

Il est recommandé que le fonds de garantie d'emprunt USAID ne soit pas utilisé pour aider les employés de Tunis Air à acheter des actions. Etant donné leurs salaires relativement élevés et le grand nombre d'employés impliqués, il est recommandé que ces ressources limitées soient réservées à d'autres sociétés.

En préparant une recommandation ESOP pour Tunis Air, nous avons supposé que les niveaux de participation sont consistants avec ceux qui sont indiqués dans le rapport de Price Waterhouse concernant Tunis Air. Par exemple, nous supposons que si les employés à salaires élevés (i.e., les pilotes et autre personnel aérien) reçoivent l'opportunité d'investir un mois de salaire, ils participeront à 85% alors que le personnel des installations au sol participera à 75% et les employés contractuels à 30%. Si ces suppositions se révèlent correctes, on peut s'attendre à ce que les employés investissent environ 3.9 millions de DT ce qui impliquerait un achat de 2 à 2.4% de l'actif total (ou 15.6 à 23% de l'offre anticipée). Si le Gouvernement offre des incitations pour encourager les achats par les employés (comme nous le recommandons), ces pourcentages pourraient sensiblement s'accroître. Etant donné que le Gouvernement a l'intention de conserver une part majoritaire, les préoccupations des autres investisseurs sont un facteur moins important que dans le cas des deux autres sociétés sélectionnées pour privatisation.

Les alternatives suivantes illustrent les modalités de types de propriété par les employés qui pourraient être incluses dans cette semi-privatisation proposée.

---

<sup>50</sup> L'article 37 de la loi No 89-49 autorise une réduction de 50% de l'impôt sur le revenu des sociétés travaillant dans certains secteurs (tourisme, agriculture et industrie) qui sont cotées sur le marché permanent du Marché des Valeurs Tunisien. L'article 51 exige en outre que 20% des actions de la société soient détenues par des actionnaires qui, individuellement, ne détiennent pas plus de 5% du capital.

### **Tunis Air: Alternative ESOP Numéro Un**

Des fonds de la société (combinés avec des fonds provenant du Fonds de Sécurité Sociale) sont utilisés pour acheter des actions représentant 2% de l'actif de la société à titre de partie de l'offre publique. Les employés peuvent acheter leurs actions à la société (et/ou au Fonds de Sécurité Sociale) avec des retenues sur salaire. De plus, Tunis Air donne au Gouvernement un billet pour l'achat d'une autre tranche de 3% des actions de la société (i.e., en plus des actions composant l'offre publique), s'engageant à rembourser ce billet sur une période de 10 ans avec un intérêt de 5%, la société étant autorisée à faire des déductions fiscales annuelles pour paiements du prêt (jusqu'à 10% de l'état des salaires des participants).

Commentaires: Cette approche fournit un élément d'engagement des employés via achats personnels tout en générant une demande immédiate sur le marché pour des actions de Tunis Air. L'élément "retenues sur salaire" permet à Tunis Air (en accord avec les représentants des employés) de concevoir un mode de souscription et de retenues qui soit attrayant pour tous les employés. Le billet fourni par Tunis Air au Gouvernement pour une tranche d'actions financées par ESOP assure que les employés ont accès à un intérêt de propriété "appuyé" payé avec des gains futurs exonérés d'impôts de la société. Des négociations entre les dirigeants et les travailleurs pourraient servir à déterminer si les employés paieront en partie ces actions d'une manière indirecte (par exemple, via un accord de limitation d'augmentations futures de salaires ou de bénéfices).

### **Tunis Air: Alternative ESOP Numéro Deux**

Tunis Air donne un billet au Gouvernement pour l'achat d'une tranche de 5% d'actions (que la société contribue alors à l'ESOP), le billet payant 5% d'intérêt sur 5 ans et la société bénéficiant d'une exonération fiscale annuelle pour paiements de principal sur ce billet dans la mesure où ces paiements ne dépassent pas 10% de l'état des salaires des participants. Les paiements proviennent de contributions de la société et de dividendes sur actions détenues par l'ESOP.

Commentaires: Cette approche offre un achat ESOP entièrement "appuyé", le prix d'achat total étant payé avec les gains futurs de la société sur base fiscalement exonérée.

### **Tunis Air: Alternative ESOP Numéro Trois**

Le Gouvernement offre aux employés une tranche de 2 à 4% d'actions pour achat par paiements échelonnés sans frais d'intérêt.

Commentaires: Cette approche permettrait au Gouvernement d'offrir aux employés l'opportunité d'acheter des actions, les paiements étant faits sous forme de retenues sur salaire. Une subvention résulterait de l'absence de perception de tout service d'intérêt sur le solde non payé. Etant donné les moyens limités du Gouvernement pour l'administration d'un tel arrangement, le Gouvernement pourrait passer contrat avec une société commerciale qui fournirait ce service (p.ex. une banque). Il y aurait une décision importante à prendre: les procédures à suivre en cas de défaut de paiement.

### **Tunis Air: Alternative ESOP Numéro Quatre**

Le Gouvernement offre aux employés l'option d'acheter une tranche réservée d'actions à l'avenir (à un prix déterminé par le prix d'offre initial) à condition que la société observe des critères de performance prédéterminés. Aucune exonération ne serait offerte.

Commentaires: Cette approche donnerait aux employés un type d'"option sur valeurs", avec garantie que le prix ne serait pas plus élevé qu'un certain prix prescrit, les employés ayant l'opportunité de participer à une partie de toute augmentation de valeur. L'absence d'incitations à l'achat pourrait rendre un tel arrangement peu pratique pour les employés à bas salaire.

#### Alternatives/Suppléments aux modalités ESOP:

- Offrir aux dirigeants de Tunis Air une "option sur valeurs" pointée sur des critères de performance prédéterminés.

Commentaires: Ceci pourrait offrir un mécanisme de motivation, d'attraction et de rétention des dirigeants hautement qualifiés.

- Offrir une formule de partage des profits pour tous les employés.

Commentaires: Le partage des profits pourrait fournir un moyen aux employés de Tunis Air de participer au succès futur de la société sans engager la société à un autre coût fixe. Il pourrait prendre la forme d'actions (le Gouvernement acceptant de rendre disponible dans ce but une tranche d'actions prescrites, à condition que la société puisse respecter certains critères de performance). Il pourrait aussi prendre la forme de partage des liquidités de profit, ces liquidités étant soit distribuées couramment soit retenues par le dépositaire intermédiaire pour distribution à l'avenir. La société pourrait aussi adopter une combinaison: partage des profits actions et partage des profits liquidités; partage actuel des profits et partage différé des profits. De même, le "bonus" annuel de salaire pourrait être utilisé pour acheter des actions et/ou nanti pour rembourser la dette d'acquisition d'actions.

- Les employés pourraient être autorisés à emprunter des fonds limités du Fonds de Sécurité Sociale pour acheter des actions de Tunis Air.

Commentaires: 3.9% de l'actif de Tunis Air est actuellement détenu par le Fonds de Sécurité Sociale et 5.66% par deux autres fonds: la Caisse Nationale de Retraite et de Prévoyance Sociale (3.9%) et la Caisse d'Assurance Vieillesse et Survie (1.76%). Ce prêt pourrait être établi à un taux préférentiel (p.ex. 5%) sur la base que cette tranche Employés pourrait aider à accroître le rendement sur investissement à long terme en actions de Tunis Air en améliorant la performance de la société. Les employés pourraient nantir leurs actions comme sécurité et attribuer une portion de leur "bonus" de fin d'année au remboursement du prêt. Les défauts pourraient devenir de l'actif supplémentaire pour les fonds, ou les actions pourraient être offertes à d'autres employés.

- Le Gouvernement pourrait utiliser des actions de Tunis Air pour financer des paiements de licenciement pour excédent, assurant la liquidité via un contrat de liquidité arrangé avec des fonds fournis via FREP (et/ou des fonds de la Banque Mondiale).

Commentaires: Dans la mesure où Tunis Air rationalise ses opérations en réduisant son personnel, les employés licenciés pourraient être compensés, en partie, avec des actions de Tunis Air. Cette approche pourrait offrir un moyen de financement sans liquidités. Si le marché de ces valeurs s'avère être insuffisant, un contrat de liquidité pourrait être offert et limité aux actions détenues par les anciens employés, ce qui améliorerait la valeur de ces actions. Une portion des revenus de privatisation de Tunis Air pourrait être réservée à ce but et/ou des fonds d'ajustement structurel pourraient être adaptés au soutien de cette initiative. Cette approche pourrait offrir un moyen rentable de traiter les frais de licenciement pour excédent (i.e., en faisant passer une composante de coût en liquidité de marché et en considérant la demande du public pour des actions de Tunis Air) - plutôt qu'en comptant uniquement sur des paiements en espèces financés par des fonds d'ajustement structurel, des revenus fiscaux ou des revenus de société.

- Tunis Air pourrait être obligée d'utiliser une portion de son budget de formation pour offrir de la formation sur les questions de propriété des employés.

Commentaires: Les relations entre les travailleurs et les cadres pourraient être améliorées si certaines ressources étaient réservées à ce but. Le programme actuel d'exonération fiscale pour frais de formation libère des fonds pour la formation des employés. Mettre l'accent sur cet aspect particulier de la formation pourrait avoir un impact positif sur la performance de la société.

- Le Gouvernement pourrait présenter le modèle de privatisation de Tunis Air en mettant l'accent sur la composante propriété des employés.

Commentaires: Etant donné la grande visibilité que cette privatisation aura en Tunisie et dans la communauté internationale, le Gouvernement devrait tirer avantage de cette opportunité pour mettre en lumière son initiative concernant la propriété des employés, suscitant de ce fait du soutien pour la privatisation parmi les employés d'autres sociétés privatisables.

Note: Les plans d'action décrits ci-dessus pour les trois sociétés donnent une vue d'ensemble illustrative sur les modalités alternatives de propriété des employés qui pourraient être utilisées dans les trois sociétés choisies comme projets de démonstration par le Gouvernement. On pourrait aussi y incorporer les incitations ou initiatives supplémentaires décrites à la section 3.3.

#### 4.5 Challenges ESOP

Beaucoup de ces challenges découlent d'espérances irréalistes de la part des parties impliquées. Les dirigeants, par exemple, peuvent espérer que les employés deviendront automatiquement plus motivés et productifs, mais il se peut aussi qu'ils négligent de mettre en place des systèmes de gestion conçus pour solliciter et mettre en oeuvre des idées générées par les travailleurs. Les employés, de leur côté, peuvent penser qu'ils vont soudainement devenir riches ou qu'ils vont avoir l'opportunité de gérer l'entreprise, sans réaliser que l'accumulation de capital exige du temps et comporte des risques - et que la gestion, comme toute autre profession, exige des compétences, une formation et de l'expérience.

L'un des challenges les plus difficiles est celui de créer de nouvelles relations entre les dirigeants de la société et les dirigeants syndicaux - et entre les dirigeants syndicaux et les membres du syndicat. Les discussions devraient commencer tôt dans le processus, et comporter des discussions candides sur les coûts et les bénéfices des ESOPs ainsi que sur la nature et l'ampleur des nouveaux droits et des nouvelles responsabilités. Par exemple, est-ce que les employés devraient avoir des représentants au conseil d'administration? Est-ce que les dirigeants devraient pouvoir supprimer les emplois qui sont clairement en excédent? Dans l'ancien mode des relations, qu'est-ce qui pourrait commencer à changer afin d'améliorer la performance de la société? Et qui, parmi les dirigeants, aura le courage et la vision nécessaires pour initier ces changements et peut-être se battre pour eux?

En traitant avec leurs membres, les dirigeants syndicaux ont souvent gagné leurs positions sur la base de leur capacité de prouver aux membres qu'ils connaissent bien la lutte des classes et peuvent faire face avec succès aux dirigeants de l'entreprise. Mais quand leurs membres auront acquis un intérêt de propriété, ceci pourrait bien changer. Par exemple, les employés voudront continuer d'être certains que leurs dirigeants syndicaux peuvent affronter les chefs d'entreprise parce que les travailleurs continueront à exiger des salaires équitables et des conditions de travail sûres. Mais les travailleurs voudront aussi que leurs dirigeants puissent contribuer à la formulation d'une stratégie d'amélioration de la société qui augmente leurs dividendes et la valeur de leurs actions. Ceci exige une formation et une sophistication bien plus considérables que celles historiquement requises des dirigeants syndicaux qui devront maintenant pouvoir répondre à leurs membres en tant que travailleurs et en tant que propriétaires. Ceci pourra être une expérience difficile pour ceux qui sont habitués à encourager une atmosphère "nous contre eux" dans l'environnement de travail. Pour faire la transition, les dirigeants syndicaux devraient engager les services de professionnels de la finance et des affaires, tels que des experts-comptables, des conseillers juridiques et des banquiers d'investissement.

Les dirigeants de l'entreprise devront aussi se rendre compte à la fois des limitations et du potentiel de la propriété type ESOP. Les employés à qui on donne accès à une participation financière (via un ESOP) auront peut-être des idées sur la manière d'améliorer la performance de la société. Ils pourraient se considérer comme des actionnaires qui savent ce qui se passe "à l'intérieur" et dont les opinions devraient être prises en compte. S'il n'y a pas de système permettant de traduire ces idées en actions, le désillusionnement, le cynisme, voire même l'hostilité ressortiront et éroderont l'impact de l'ESOP sur la performance de la société. Mais si un ESOP est mis en oeuvre en conjonction avec l'introduction de systèmes de gestion modernes, l'établissement de l'ESOP pourra faire un impact durable sur la performance de la société.

Souvent, les dirigeants de société ont été éduqués et formés dans un environnement où commande et contrôle étaient les critères-clés d'une bonne gestion, en dépit d'indices révélant clairement que de telles techniques sont démodées. Un des challenges les plus importants est d'instituer un style de gestion plus participatif et interactif, un style permettant la circulation des informations de haut en bas comme de bas en haut ainsi que latéralement dans la société. Ceci peut être frustrant et demander beaucoup de temps, cependant l'expérience internationale suggère que les sociétés les plus dynamiques, les plus adaptables et qui ont le plus de succès sont celles qui réussissent à faire la transition difficile de la gestion par commande et contrôle à la gestion par engagement et entraînement. Ceux qui sont familiers avec la culture tunisienne de la gestion resteront peut-être sceptiques, mais c'est pourtant le challenge auquel les dirigeants de société tunisiens devront faire face s'ils veulent participer à une économie globale à concurrence croissante.

Un autre challenge important est que la valeur des actions peut monter ou descendre, souvent sans explication rationnelle et en dépit des meilleurs efforts des travailleurs. De plus, l'investissement ESOP représente un investissement non diversifié, peut-être même très peu liquide. Les travailleurs qui n'aiment pas les risques pourront s'inquiéter de la nature de ce qui

sera peut-être leur première opportunité d'être propriétaires d'un actif investi. A l'avenir, les dirigeants tunisiens voudront peut-être exiger que les employés reçoivent une option de diversification pour les montants laissés à long terme dans un ESOP. D'un autre côté, les parties doivent reconnaître qu'à moins que la société n'ait un marché pour ses actions, créer la liquidité des actions pourrait mettre de nouvelles charges sur le dos de la société et faire tomber la valeur de toutes les actions. Les travailleurs devront se rendre compte que cet investissement est un investissement à propos duquel leurs efforts peuvent avoir une influence substantielle sur la valeur des actions et que leurs efforts soutenus et dédiés représentent la meilleure assurance pour l'investissement.

De nombreux challenges culturels et uniquement tunisiens se présenteront lors de l'adaptation de ce concept international à la Tunisie. Par exemple, certains travailleurs penseront que chacun devrait recevoir la même quantité d'actions dans l'ESOP. Pourtant une stratégie-clé d'attraction et de rétention des employés hautement qualifiés (y compris les employés à la gestion et ceux qui ont d'autres spécialités) est de les motiver en leur offrant la chance de devenir propriétaires d'une part du futur succès de leur entreprise. Les niveaux de salaires sont typiquement considérés comme indices de la valeur contribué par un employé à la société. C'est pourquoi les directives ESOP permettent que les actions d'ESOP soient réparties entre les employés sur la base de leurs salaires respectifs ou sur la base du salaire et de la durée de service. Une telle approche possède une logique inhérente, mais cette logique peut exiger une période d'éducation. Des arrangements supplémentaires de participation peuvent être appropriés pour attirer, retenir et récompenser des dirigeants compétents ou d'autres employés excellents.

Le challenge le plus important est peut-être l'éducation et la communication. Les Tunisiens (comme les autres gens) ne sont pas éduqués à être propriétaires. Au mieux, ils sont éduqués à être travailleurs. Les opportunités de propriété ont traditionnellement été limitées aux effets personnels comprenant peut-être une automobile ou une maison. La propriété de valeurs mobilières n'est pas répandue, de nombreux Tunisiens n'ayant qu'une très vague idée de ce que sont les valeurs mobilières. La meilleure manière de faire face à ce challenge est d'offrir une opportunité de devenir propriétaire et de combiner cette opportunité avec une initiative d'éducation nationale à long terme et une initiative à court terme établie comme partie du processus de privatisation du Gouvernement et comme effort soutenu dans les sociétés ESOP.

Les ESOP qui vieillissent présentent plusieurs challenges uniques qu'il faut prévoir. Par exemple, une fois la tranche initiale d'actions acquise, payée et allouée aux comptes ESOP des employés, qu'arrivera-t-il à l'ESOP? Est-ce que l'ESOP achètera d'autres actions? Comment introduira-t-on les nouveaux employés dans le plan? Est-ce que les actions allouées seront disponibles pour diversification (par exemple, au lieu de distribution)? Que fera-t-on pour changer la culture des lieux de travail? Les structures de gestion de la société changeront-elles? L'expérience internationale suggère que ces challenges et les autres sont le mieux résolus dans le cadre d'un processus de collaboration comprenant toutes les parties impliquées.

## ANNEXE 1

### OPERATIONS ESOP: EXPLICATION DES DIRECTIVES SUGGEREES

Cette section donne une vue d'ensemble illustrative des directives suggérées qui pourraient être adaptées pour assurer que les ESOPs sont mis en oeuvre avec des standards appropriés d'équité. Cette section se divise en trois catégories de sujets principaux: (1) les impératifs de participation, (2) les impératifs de limitation et (3) les impératifs de distribution. Les directives ESOP devraient aussi inclure certains critères de qualification en vertu desquels les ESOPs qui n'observent pas les impératifs perdront leurs exonérations fiscales basées sur les employés et basées sur l'employeur. Les impératifs de qualification recommandés sont indiqués à la fin de cette section.

A moins qu'il n'en soit indiqué autrement, il est recommandé que des impératifs semblables à ceux-ci soient incorporés dans les directives ESOP, pour servir à la fois de guide d'établissement des ESOPs dans les trois sociétés sélectionnées et de guide indiquant au Gouvernement si un ESOP est mis en oeuvre et géré de manière à refléter la politique de privatisation désirée.

#### **Impératifs de participation**

**Eligibilité à participer.** Chaque employé travaillant au moins à mi-temps et ayant été employé par la société pendant au moins un an devrait être éligible à participer au plan.

**Participation au plan.** Un ESOP ne devrait pas être considéré comme pouvant bénéficier des initiatives de politique offertes par CAREPP à moins que 50% au moins des employés éligibles à participer au plan ne bénéficient du plan.

**Participation volontaire.** La participation à un plan ne devrait pas être une condition d'emploi pour ceux qui sont employés dans une société lorsque le plan est établi. Les déductions du salaire de l'employé ne devraient pas commencer avant que la société n'ait remis à l'employé une description sommaire du plan.

**Termes semblables.** Un ESOP devrait exiger que tous les employés éligibles aient le droit de participer au plan à des termes semblables. Le plan peut faire une distinction entre les participants en ce qui concerne l'allocation d'actions ESOP sur la base de leurs compensations ou de la durée de service ou des deux. Toute discrimination en faveur des employés à bas salaire devrait être ignorée.

#### **Impératifs de limitation**

**Limitations d'allocations.** Les contributions et autres additions à un compte de participant pour l'année (i.e., comprenant les contributions mais non les dividendes) ne devraient pas dépasser 10% de la compensation annuelle du participant. Le plan devrait contenir des dispositions

1

assurant qu'aucune allocation d'actif du plan n'est faite au bénéfice de tout participant détenant plus de 5% du capital-actions de la société.<sup>1</sup>

Formule d'allocation. La formule d'allocation du plan ne devrait pas discriminer entre les participants autrement que sur la base de la durée de service ou de la compensation relative ou de leur combinaison. La formule d'allocation devrait être telle que son application ne charge pas excessivement le plan.

Chargement excessif. Un plan devrait être considéré comme "très chargé" si (a) la valeur d'un compte ESOP de participant dépasse 10% de la valeur totale de tous les comptes ESOP, (b) plus de 80% de la valeur de l'actif d'un plan est allouée à des participants représentant 20% de tous les participants les plus payés ou (c) l'allocation des actions ESOP résulte en tout participant recevant au cours de l'année moins de 10% du nombre d'actions ESOP allouées au cours de cette année à tout autre participant.

### Impératifs de distribution

Distributions et Options de distribution. Les distributions à un participant devraient commencer au plus tard 90 jours suivant la terminaison d'emploi du participant à moins qu'il ne soit réembauché par la société avant la fin de cette période. Un participant devrait avoir le droit de demander que l'actif de son compte lui soit remis sous forme d'actions de la société.

Prime comportant le droit de livrer. Les actions doivent avoir une prime comportant le droit de livrer si elles ne sont pas négociées publiquement lorsqu'elles sont distribuées.<sup>2</sup> Cette option doit pouvoir être exercée au cours d'une période de 15 mois au minimum commençant à la date de distribution du titre par l'ESOP. Le paiement concernant l'option peut être sous forme de paiements périodiques au cours d'une période ne dépassant pas trois ans à condition qu'un intérêt raisonnable soit payé sur le solde restant.

Droit de premier refus d'ESOP. Une société peut soumettre les actions à un droit de premier refus en faveur de la société ou de l'ESOP. Le prix et les termes de ce droit de premier refus ne devraient pas être moins favorables que ceux offerts par un acheteur de bonne foi qui présente une offre écrite d'achat des actions.

---

<sup>1</sup> Ce seuil de 5% pourrait être trop élevé pour les sociétés ayant beaucoup d'employés et trop bas pour celles qui en ont peu. Dans le cas de sociétés ayant moins de 100 employés, il est suggéré de substituer 10% à 5%.

<sup>2</sup> Il est recommandé que cette prime soit exigée de toute société ESOP sauf celles cotées sur le Premier Marché. Voir section 2.1 ("L'Environnement légal") pour considérer certains règlements de la Bourse qu'il faudra adapter pour que ces directives de distribution puissent être applicables (la Bourse exige notamment une reconnaissance de vente pour les sociétés non cotées et interdit les restrictions sur la vente).

Option d'appel. Une société dont les statuts comportent une déclaration qu'elle deviendra et restera substantiellement propriété des employés devrait avoir le droit d'exiger que les employés vendent les actions distribuées à la société.

Marché interne. Un ESOP peut prévoir la création d'un marché en actions ESOP allouées.

Taxes sur acquisition et distribution d'actions. Aucun impôt sur le revenu ne devrait être exigible des participants pour l'acquisition d'actions en leur lieu et place par le plan ou pour paiement au plan de dividendes ou de dividendes utilisés pour rembourser la dette ESOP. Après distribution des actions à un participant ou à un représentant de celui-ci, le revenu imposable du participant devrait être 100% de la valeur dans les trois premières années suivant la date d'allocation des actions, 75% de la valeur la quatrième année après l'allocation, 50% de la valeur la cinquième année après l'allocation et 25% de la valeur la sixième année après l'allocation.<sup>3</sup> Toute distribution d'actions ayant lieu plus de six ans après la date de l'allocation devrait être libre d'impôts. Les actions distribuées pour cause de retraite, de décès ou de terminaison involontaire en cas d'excédent devraient être exemptées d'impôts.

### Impératifs de qualification ESOP

Impératifs de qualification ESOP. Pour qualifier comme ESOP, le plan doit observer les impératifs prescrits. Un ESOP qui observe ces impératifs devrait recevoir le statut d'exempt d'impôt.<sup>4</sup>

Actions ESOP. Les actions détenues par l'ESOP devraient être limitées aux valeurs de la société qui se classent au moins également avec la meilleure classe d'actions ordinaires avec droit de vote de la société et ne sont pas sujettes à des restrictions autres que celles attachées à toutes les actions de la même classe.

Les participants devraient être autorisés à autoriser le vote des actions allouées. Les votes des actions non allouées et non autorisées devraient être exercés dans la même proportion que les votes des actions allouées.

Plan écrit. Les termes du plan devraient être consignés par écrit, en identifiant la société parraine et avec des dispositions identifiant les participants et offrant un compte individuel à chacun. Le plan devrait être désigné dans le document comme étant un ESOP et devrait être conçu principalement pour l'investissement en valeurs mobilières de l'employeur.

---

<sup>3</sup> La portion attribuable aux paiements provenant du revenu de l'employé après imposition serait recouvrée libre d'impôts. Il est suggéré que de tels paiements soient considérés comme recouverts en premier.

<sup>4</sup> Un ESOP peut fonctionner comme dépositaire intermédiaire en association avec une banque ou une firme de courtage.

Interdiction de certains arrangements. Un ESOP ne peut s'engager à acheter des valeurs à un actionnaire particulier à une époque indéfinie déterminée par l'occurrence d'un événement particulier.

Plan établi avant la date limite: Date des contributions. Pour qu'un plan puisse être qualifié à bénéficier de toute exonération fiscale reliée à l'employeur, l'ESOP devrait être établi avant la date d'enregistrement de la déclaration fiscale de l'employeur.

Pas de transfert ou de cession des bénéfices. La réglementation ESOP devrait inclure des dispositions en vertu desquelles les bénéfices fournis par un ESOP ne peuvent pas être transférés ou cédés sauf dans la mesure où (a) les actions acquises avec un prêt ESOP peuvent être nanties à titre de sécurité pour ce prêt et (b) les actions allouées peuvent être nanties pour l'achat d'une résidence principale.

Fusion, consolidation ou transfert. Un ESOP devrait contenir des dispositions énonçant qu'en cas de fusion, de consolidation ou de transfert d'actif ou de passif à un autre plan, chaque participant recevra des bénéfices égaux à ceux qui existaient avant la transaction.

Utilisation des revenus du prêt. Les revenus d'un prêt fait pour l'acquisition d'actions de l'employeur doivent être utilisés en temps raisonnable après leur collecte et uniquement dans le but d'acheter des actions. Le taux d'intérêt d'un prêt ne doit pas dépasser un taux raisonnable. Les actions acquises avec un prêt ESOP doivent être libérées pour allocation aux comptes individuels des participants au fur et à mesure que le principal du prêt est remboursé à condition que l'amortissement du principal du prêt ne soit pas moins rapide que l'amortissement sur le terme du prêt.

Evaluation. Sauf dans le cas où les actions détenues par l'ESOP sont cotées sur le Premier Marché, les actions devraient être évaluées au moins annuellement par un évaluateur indépendant et qualifié, l'évaluation étant utilisée à toute fin nécessaire au fonctionnement du plan.

Communication aux employés. L'employeur devrait fournir aux employés-participants une description sommaire du plan, comportant des détails suffisants pour qu'une personne normale puisse comprendre le fonctionnement du plan, notamment les conséquences fiscales individuelles pour l'employé. Cette description devrait être fournie aux employés avant qu'on ne leur demande des fonds de participation au plan.

## ANNEXE 2

### L'AVENIR DES ESOPS EN TUNISIE

L'intérêt du Gouvernement pour les ESOPs est un symptôme d'un problème plus large: la tendance des techniques traditionnelles de financement de société à concentrer la propriété et le revenu dans les mains de quelques personnes (ou du Gouvernement).<sup>1</sup> Aucune de ces alternatives ne peut faire avancer le but de solidarité sociale. Il est donc recommandé que le Gouvernement considère: (1) les moyens d'élargir l'applicabilité de l'ESOP au delà du domaine limité de la privatisation et (2) les moyens d'adapter le concept ESOP à l'élargissement de la propriété plus généralement à l'intérieur de la population tunisienne (i.e., au delà de ceux qui sont employés par des sociétés privatisables). Il faudrait aussi considérer comment le financement ESOP peut être adapté au renforcement de secteurs rattachés (par exemple, les institutions financières).

Le reste de cette section offre une vue d'ensemble sur les initiatives potentielles d'élargissement de la propriété ainsi que des recommandations pour la mise en valeur de l'applicabilité de l'ESOP comme technique de financement de la privatisation et comme technique de traitement de préoccupations plus générales du Gouvernement concernant la participation économique. Une analyse supplémentaire serait requise pour la recommandation de composantes spécifiques d'une initiative d'élargissement de la propriété appropriée à la Tunisie.

Les exemples suivants illustrent de telles composantes:

Les ESOPs pour le financement de nouvel actif. L'initiative pourrait permettre aux ESOPs d'être utilisés pour financer du nouvel actif (i.e., en utilisant les ESOPs pour acquérir des valeurs nouvellement émises ou des valeurs de trésorerie de la société). Ceci pourrait offrir une méthode à incitations fiscales d'expansion simultanée de la capacité productrice privée et de la propriété d'actif privée.

Options actions pour employés. Encourager les sociétés à offrir des options actions à une large base de leurs employés.<sup>2</sup> Ces options pourraient être structurées (et encouragées) de nombreuses façons.

Incitations ESOP accessibles aux sociétés privées. Les allègements fiscaux liés aux ESOPs pourraient être rendus plus généralement accessibles. Par exemple, en encourageant les ESOPs dans des sociétés déjà privées, le Gouvernement offrirait à ces sociétés un moyen selon lequel les actionnaires actuels et futurs de sociétés non cotées pourraient utiliser l'ESOP comme marché pour tout ou partie de leurs actions (l'usage le plus commun des ESOPs aux Etats-Unis et dans

---

<sup>1</sup> Voir la section 2.5.

<sup>2</sup> Pepsico a récemment offert des options actions à plus de 145,000 de ses employés dans le monde.

le Royaume Uni). La présence d'un tel "mécanisme de sortie" pourrait aussi aider à attirer les capitaux d'investisseurs étrangers et nationaux qui pourraient par ailleurs se préoccuper de la liquidité de leurs investissements tunisiens. Utilisé de cette manière, l'ESOP est également un excellent outil de succession des affaires, permettant par exemple aux membres d'une famille prenant leur retraite de vendre leur intérêt à un ESOP. De plus, cette application ESOP pourrait offrir un moyen d'équilibrer le besoin en investissements étrangers avec l'aversion politique envers le contrôle et la propriété étrangère à long terme - en offrant aux investisseurs étrangers un moyen (et une incitation) é transformer ce capital étranger en propriété nationale; en offrant un moyen avec allègement fiscal de réduire ou de se débarrasser de cet intérêt. De plus, encourager ce marché ESOP pour actions détenues par des étrangers offre une manière de conserver des gains de monnaie étrangère (i.e., en transférant en propriété nationale les actions que les propriétaires étrangers pourraient autrement détenir à perpétuité).

Les ESOPs comme acheteurs d'unités séparées d'une société. La séparation d'une unité d'une société peut être un moyen attrayant de privatiser des composantes viables d'une entreprise qui est propriété de l'état et comporte des composantes non viables. Bien que cette approche présente certains problèmes (des évaluations séparées sont nécessaires, l'allocation des dettes doit être considérée, etc.), ces problèmes pourraient être résolus dans le but d'accélérer le processus de privatisation et de renforcer le fonctionnement des composantes viables de l'entreprise.

Support financier. Le Gouvernement pourrait rechercher du support financier pour les privatisations ESOP auprès de l'International Finance Corporation, une filiale d'investissement de la Banque Mondiale, notamment utiliser leur capacité d'actif pour supporter le financement de la dette ESOP et utiliser les ESOPs à la fois comme mécanisme de sortie de cet investissement d'actif et comme support des structures de capital conçues pour transférer en propriété tunisienne tout ou partie des intérêts des investisseurs étrangers.<sup>3</sup>

Programme de subvention couplée. Le Gouvernement pourrait demander à une ou plusieurs organisations donatrices (comme la Banque Mondiale ou USAID) des fonds de facilitation d'un programme de subvention destiné à aider des études de faisabilité reliées aux ESOPs. Ces fonds pourraient se convertir en un prêt de 10 ans sans intérêt remboursé par la société dans les cas où une transaction ESOP/privatisation a lieu. Ce programme de subvention couplée pourrait être structuré sur la base couplage avec l'employeur et élargi de manière à permettre que les fonds soient utilisés à la fois pour des études de faisabilité et pour des frais de mise en oeuvre.

Warrants.<sup>4</sup> Les warrants peuvent offrir un mécanisme de partage des bénéfices du succès potentiel de sociétés privatisées avec ceux qui ne sont pas directement employés par ces sociétés

---

<sup>3</sup> Le rôle principal d'IFC est de catalyser des rentrées supplémentaires de capital à risque provenant d'investisseurs locaux et étrangers prêts à offrir des services techniques et de gestion nécessaires. Récemment, l'IFC s'est concentrée sur la réalisation de transactions modèles de privatisation.

<sup>4</sup> Un warrant est un type de garantie qui permet au bénéficiaire d'acheter un montant proportionnel de valeurs d'une société à un prix spécifié pendant une période d'années ou pendant une période indéterminée.

- ceux qui ont un intérêt dans les sociétés par opposition à ceux qui sont actionnaires - comme ceux qui offrent des services communautaires importants tels que l'éducation, la sécurité, la protection contre l'incendie, le traitement de l'eau et les services d'épuration, etc. Par exemple, l'entité de privatisation (ou son agent) pourrait prendre des warrants dans les sociétés privatisées et dédier les revenus au financement d'habitations ou de pensions pour ces détenteurs d'intérêt, ou au financement de projets conçus pour supporter des efforts de réforme économique (tels que des projets d'infrastructure), ou pour apporter des capitaux aux banques qui acceptent de supporter des prêts ESOP pour d'autres privatisations, etc. Les ESOP parrainés par des sociétés pourraient offrir un marché potentiel pour les actions lorsque ces warrants sont exercés. Cette approche fournit une méthode de participation sociale plus large aux privatisations.<sup>5</sup>

Capitalisation bancaire. Le Gouvernement pourrait grouper des billets ESOP, des contrats de vente par paiements échelonnés et des accords de location-achat dans des portefeuilles de manière à étaler les risques. Ces portefeuilles pourraient devenir une contribution en capital à une banque (ou une composante bancaire). En contrepartie, la banque pourrait accepter de dédier une portion de la capacité de prêt résultante au soutien du financement ESOP et accepter d'accomplir les tâches administratives qui accompagnent de tels contrats et accords.

Attribution d'actions à un ESOP. Le Gouvernement pourrait considérer l'attribution d'une modeste tranche d'actions à des employés via un ESOP. Cette attribution fournirait une méthode d'alignement des intérêts économiques des employés sur les objectifs de performance à long terme de la société. Bien que cette tranche d'actions puisse être vendue aux employés via financement ESOP remboursé par les gains futurs de la société, le Gouvernement pourrait considérer l'abandon d'un montant modeste de ce revenu (ce qui soulagerait la société) et faire une attribution d'actions afin d'accélérer la privatisation et d'élargir la participation. Le revenu ainsi abandonné pourrait possiblement être récupéré par l'accélération de la privatisation, ce qui soulagerait le Gouvernement de la nécessité de continuer des subventions tout en accroissant les rentrées fiscales provenant de sociétés privatisées par des moyens susceptibles d'améliorer la performance de la société en assurant que les employés obtiennent un intérêt de propriété important.

Campagne de promotion. Mettre en oeuvre une campagne de promotion pour éduquer les Tunisiens sur la propriété du capital et pour aider les sociétés ESOP à communiquer avec leurs employés sur une base régulière.

Au delà des ESOPs. La technique de privatisation ESOP pourrait être combinée avec un financement de type ESOP plus large pour aider à créer la propriété non seulement de ceux qui sont directement employés par l'entreprise mais aussi de ceux qui sont employés par des sociétés avec lesquelles l'entreprise a des relations économiques importantes (comme les fournisseurs et les clients) par le moyen de plans apparentés d'acquisition de propriété de valeurs

---

<sup>5</sup> Par exemple, en contrepartie d'une garantie d'emprunt gouvernementale de 1.2 milliards de dollars US accordée à la société Chrysler Corporation, cette société a fourni des warrants au Gouvernement des Etats-Unis qui valaient initialement 6 dollars par action et ont été vendus par la suite à 72 dollars par action.

mobilières, les "RESOPs". De même, le concept de financement ESOP pourrait être adapté à la création de propriété pour les clients des sociétés offrant certains services publics (tels que le gaz et l'électricité) par le moyen de plans communauté/consommateurs, les "CSOPs".

Les RESOPs. Le plan apparenté d'acquisition de propriété de valeurs mobilières (RESOP) fournit une technique selon laquelle les employés de sociétés apparentées peuvent acquérir des actions d'une société qui n'est pas leur employeur. Ceci peut faciliter un type de système de propriété intégrée verticalement avec le potentiel: (1) de faire un impact positif sur la qualité des produits (i.e., en créant des employés-proprétaires motivés à chaque étape du processus de production) et (2) d'inclure comme propriétaires les personnes qui auraient par ailleurs été exclues, ce qui permet notamment à des propriétaires de micro-entreprises (comme des petits fermiers et des employés d'entreprises plus petites, plus volatiles mais souvent plus dynamiques) de participer à la propriété d'entreprises plus grandes, mieux établies et (ce qui est important) qui apportent davantage de valeur ajoutée.<sup>6</sup>

Ce même concept pourrait être appliqué à des entreprises apparentées plus importantes, comme l'inclusion des employés de sociétés de transport maritime dans la propriété d'une compagnie de chemin de fer ou l'inclusion des employés de sociétés de transport dans la propriété d'une société d'extraction de ressources naturelles, etc. Cette approche pourrait aussi permettre aux employés d'une société de diversifier leur intérêt de propriété en détenant des actions de la société de leur employeur et d'une autre société séparée mais apparentée. Faciliter le négoce interne des actions parmi les employés de sociétés apparentées pourrait aussi stimuler l'objectif. De telles structures de propriété pourraient aussi contribuer à la viabilité de l'entreprise et à la rendre plus compétitive en encourageant des structures de capital qui reflètent l'environnement logistique, financier et psychologique dans lequel les sociétés fonctionnent.<sup>7</sup>

Les CSOPs. Au fur et à mesure que la Tunisie continue sa transition, elle pourrait considérer le transfert à la propriété privée de tout ou partie de certains services publics qui sont propriété de l'état (comme le gaz et l'électricité). En considérant la manière de structurer cette

---

<sup>6</sup> Par exemple, une grande laiterie de Casablanca a vendu 40% de ses actions aux employés et à ses petits fournisseurs de lait qui ne sont pas des employés. Les actions ont été achetées à la société avec les fonds d'un emprunt bancaire négocié par la société et garanti par les actions, les fournisseurs payant leurs actions au moyen de retenues en lait faites par la société sur le lait livré. Les actions ont été libérées au fur et à mesure qu'elles ont été payées au moyen de ce système de "déductions lait". Cette combinaison ESOP/RESOP a permis à de petits fermiers d'acquérir un intérêt de propriété dans la société de marketing et de traitement du lait plus grande et plus stable - là où se trouve la composante valeur ajoutée de la production laitière. Un arrangement similaire a été observé à la Jamaïque où une société de traitement de volaille a un système de propriété d'actions détenues par les employés ainsi que par les éleveurs contractuels et les transporteurs contractuels. A l'heure actuelle, un projet de législation jamaïcaine est conçu pour encourager de tels "plans apparentés d'acquisition de propriété de valeurs mobilières de l'entreprise" (RESOPs).

<sup>7</sup> Voir *Capital Choices - Changing the Way America Invests in Industry* (1992) - un rapport de recherche présenté au Council on Competitiveness et placé sous l'égide de la Harvard Business School dans laquelle l'auteur du rapport, Michael Porter, professeur à Harvard, enseigne que "La propriété devrait être élargie de manière à inclure les directeurs, les gérants, les employés, et même les clients et les fournisseurs."

privatisation (ou privatisation partielle), les dirigeants gouvernementaux devront reconnaître que les clients de la société doivent payer pour les services qui comprennent les frais de service de la dette, les frais d'expansion, de préservation de l'environnement, et la génération (c'est à dire le coût) d'un rendement équitable pour tous les autres investisseurs privés (i.e., un rendement suffisant pour les encourager à continuer leur investissement dans cette société plutôt que dans une autre). En tant que source unique d'un tel revenu social pour ceux qui offrent un tel service public, le soutien des consommateurs maintient à la fois la valeur des actions de la société et finance l'expansion de nouveau capital pour tous les investisseurs - généralement à des taux établis par un organisme gouvernemental.

Sur les marchés financiers, la valeur d'une société est fonction des mouvements de trésorerie qu'elle peut générer dans le temps. La valeur actuelle escomptée de ces mouvements de trésorerie prévus approche la valeur de l'entreprise et le prix que les investisseurs voudront bien payer pour ses actions. Dans le cas d'une société de service public, la seule source de mouvements de trésorerie est représentée par les factures payées par les clients. Le concept CSOP suggère donc que ces clients devraient avoir une opportunité de voir une partie de leurs paiements en liquide appliquée à financer une propriété en capital pour eux-mêmes plutôt qu'uniquement pour des investisseurs souvent absents. Lorsqu'une société de service public a un monopole ou un quasi-monopole (le cas courant), la raison d'être pour l'inclusion d'un ESOP est renforcée.

Plans généraux d'acquisition de propriété de valeurs mobilières ("GSOPs"). Des techniques semblables d'auto-financement de type ESOP peuvent aussi être utilisées pour élargir la propriété plus généralement. Un tel mécanisme est le plan de propriété d'actions général qui est similaire en de nombreux points aux plans de privatisation avec "bons d'achat".<sup>8</sup> Dans une version du concept GSOP, une société est autorisée à fonctionner exemptée d'impôts à condition qu'elle respecte les principes de fonctionnement ESOP (i.e., participation sur large base, limitation individuelle et incitation à des distributions de gains qui créent des revenus étendus basés sur le capital).

Par exemple, les Etats-Unis ont passé une législation GSOP en 1978 autorisant "les sociétés à propriété généralisée d'actions" et accordant le statut exempté d'impôts à toute société qui:

1. comprend à titre d'actionnaire chaque citoyen de l'état d'incorporation,
2. limite la propriété individuelle à 10 actions, et
3. paie 90% de ses gains avant imposition aux actionnaires sur une base actuellement taxable.

---

<sup>8</sup> Alors que les systèmes de privatisation avec bons d'achat offrent aux citoyens un moyen d'investir dans des sociétés diverses (soit directement, soit par des fonds type mutuels), le concept GSOP permet à un grand nombre de citoyens d'acheter des actions d'une société unique, bien qu'un GSOP puisse aussi être adopté pour plusieurs sociétés. Les privatisations avec bons d'achat permettent typiquement aux citoyens d'acheter des actions pour une somme nominale alors que les GSOPs prévoient que les actions seront payées dans le temps en grande partie avec les gains de la société.

Une approche similaire pourrait être adaptée, par exemple, pour susciter la propriété sur base large d'une société faisant l'extraction de ressources naturelles<sup>9</sup> ou d'une société de service public ou de toute autre activité génératrice de revenu. La portée de l'inclusion peut ne pas être nationale; elle peut être régionale, locale ou même basée sur une communauté (p.ex. propriété privée à base large, orientée sur la communauté, d'un parc local industriel ou commercial). Un GSOP pourrait aussi être combiné avec un ESOP ou avec toute autre technique de financement de type ESOP (p.ex. RESOPs ou CSOPs).

---

<sup>9</sup> La législation américaine GSOP a été conçue à l'origine pour permettre aux citoyens de l'Alaska d'acquérir l'intérêt de British Petroleum Pipeline, Inc dans la TransAlaska Pipeline Service Corporation, en le payant avec les dividendes futurs. Bien qu'il n'ait jamais été mis en oeuvre (pour des raisons de politique d'état), le plan était considéré comme financièrement faisable. Une approche similaire pourrait être adaptée de manière à susciter la participation large des citoyens à la propriété des droits de forage ou de mine sur terrains publics (par exemple, avec le GSOP percevant un droit et une société obtenant les droits d'extraction - peut-être avec un ESOP ou un RESOP).

### ANNEXE 3

### CONTACTS

#### Organisation

USAID/Washington	Mme Sandra Goshgarian
USAID/Tunis	M. Richard Rousseau
USAID/Tunis	M. Rachid Nafti
Ministère de l'Economie Nationale	M. Tahar Ennaifar
Bureau du Premier Ministre	M. Bechir Essid
Ministère des Finances	M. Abdellatif Chaabane
Marché des Valeurs de Tunis	M. Chedly Rais
Banque Internationale Arabe de Tunisie	M. Hedi Habibi
Tunis Air	M. Youssef Ammar
La Céramique Tunisienne	M. Younes Ferchiou
Autotractor	M. Faycal Jaouadi
Conseiller local	M. Mohamed Moncef Barouni