



**HAL**  
open science

## **Financiarisation des entreprises et dialogue social : rapport final**

Isabelle Chambost, Christian Hoarau, Patrick Roturier, Pascal Pons,  
Emmanuel Tarrière

### ► **To cite this version:**

Isabelle Chambost, Christian Hoarau, Patrick Roturier, Pascal Pons, Emmanuel Tarrière. Financiarisation des entreprises et dialogue social : rapport final. [Rapport de recherche] IRES; CFDT. 2008. hal-03135076

**HAL Id: hal-03135076**

**<https://cnam.hal.science/hal-03135076>**

Submitted on 25 Mar 2021

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# FINANCIARISATION DES ENTREPRISES ET DIALOGUE SOCIAL

---

I. Chambost  
C. Hoarau  
P. Pons  
P. Roturier  
E. Tarrière

Rapport final  
12 novembre 2008

**I. CHAMBOST, Syndex**  
**C. HOARAU, professeur titulaire de chaire et**  
**directeur du Groupe de Recherche en Économie et Gestion (GREG)**  
**(EA n°2430) du CNAM**  
**P. PONS, Syndex**  
**P. ROTURIER, Syndex**  
**E. TARRIERE, Syndex**

**FINANCIARISATION**  
**DES ENTREPRISES ET DIALOGUE**  
**SOCIAL**

---

Rapport final  
12 novembre 2008

*Ce rapport a reçu le soutien financier de l'IRES (Institut de recherches économiques et sociales)  
et a été réalisé dans le cadre de l'Agence d'objectifs.*

## Sommaire

<b>INTRODUCTION</b> .....	<b>9</b>
La difficile évaluation des impacts de la financiarisation .....	9
Un contexte de forte mutation des entreprises .....	10
La question centrale de la gouvernance d'entreprise .....	11
<b>PARTIE 1 - UNE DYNAMIQUE FINANCIERE QUI RENFORCE LE POUVOIR ACTIONNARIAL</b> .....	<b>13</b>
<b>CHAPITRE I L'ACCELERATION ET LA COMPLEXIFICATION DU MOUVEMENT DE FINANCIARISATION</b> .....	<b>15</b>
<b>1. LA FINANCIARISATION, SES ACTEURS, LA CRISE ACTUELLE</b> .....	<b>17</b>
1.1. Les acteurs : un paysage qui s'est diversifié.....	17
1.2. Les origines de la crise financière actuelle .....	19
<b>2. LES FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT (PRIVATE EQUITY), ACTEURS MAJEURS D'UNE FINANCIARISATION « HORS MARCHES »</b> .....	<b>22</b>
2.1. La montée en puissance des fonds de Private Equity .....	22
▪ <i>Une diversification progressive des investisseurs impliqués et des investissements réalisés, grâce au recours à des véhicules financiers ad hoc</i> ....	23
▪ <i>Une expansion américaine puis mondiale, conjuguant facteurs macro-économiques et institutionnels</i> .....	25
▪ <i>Une expansion limitée ?</i> .....	27
2.2. Des montages financiers complexes impliquant de nombreux acteurs du monde de la finance.....	30
▪ <i>Une structuration reposant sur des mécanismes étudiés d'incitation et de contrôle</i> .....	30
▪ <i>La structuration d'une véritable "industrie"</i> .....	34
▪ <i>La question de la diffusion des informations par les fonds d'investissement</i> .....	37
<b>CHAPITRE II LA FRANCE DANS LE MOUVEMENT DE LA FINANCIARISATION</b> .....	<b>39</b>
<b>1. NIVEAU DE CAPITALISATION BOURSIERE : LA FRANCE A CONNU LA PLUS FORTE PROGRESSION</b> .....	<b>42</b>

<b>2.</b>	<b>L'ACCROISSEMENT DU POIDS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS .....</b>	<b>43</b>
2.1.	Le poids des actifs financiers des investisseurs institutionnels en France se rapproche de celui des pays anglo-saxons.....	43
2.2.	La croissance de la part des actions dans le portefeuille des fonds d'investissement .....	45
	▪ <i>Une croissance des fonds « orientés actions » effectuée principalement dans les années 90.....</i>	<i>46</i>
	▪ <i>L'internationalisation du portefeuille des OPVCM.....</i>	<i>46</i>
2.3.	Une profonde modification de l'actionnariat des principales sociétés cotées françaises .....	46
	▪ <i>La forte poussée des fonds américains dans la capitalisation du CAC 40.....</i>	<i>46</i>
	▪ <i>La fin de l'actionnariat individuel.....</i>	<i>47</i>
<b>3.</b>	<b>LA MONTEE DES LBO EN FRANCE .....</b>	<b>48</b>
3.1.	Une forte croissance des LBO dans la période récente qui met la France au deuxième rang européen.....	48
3.2.	Le poids croissant des LBO secondaires.....	50
3.3.	L'activité des fonds français .....	51
3.4.	Quelques données économiques et sociales sur les cibles .....	51
<b>CHAPITRE III LES LOGIQUES MANAGERIALES DE LA FINANCIARISATION ET LA PLACE ASSIGNEE AUX SALARIES .....</b>		
<b>53</b>		
<b>1.</b>	<b>REPRESENTATION CONTRACTUELLE DE L'ENTREPRISE ET ROLE DISCIPLINAIRE DE LA GOUVERNANCE.....</b>	<b>56</b>
1.1.	Le modèle financier actionnarial .....	56
1.2.	La déclinaison du modèle financier actionnarial : les conséquences pour l'entreprise « cible » des montages LBO .....	59
	▪ <i>Les objectifs recherchés.....</i>	<i>59</i>
	▪ <i>Les conséquences en termes de rendement attendu et de configuration de l'entreprise selon un profil de cible « idéal ».....</i>	<i>60</i>
	• <i>L'après LBO : l'importance des LBO secondaires .....</i>	<i>61</i>
	▪ <i>Une vision économique particulière de l'entreprise .....</i>	<i>62</i>
1.3	Le modèle des parties prenantes .....	63
<b>2.</b>	<b>VERS D'AUTRES REPRESENTATIONS DE L'ENTREPRISE ET MODES DE GOUVERNANCE</b>	<b>64</b>
2.1.	Représentation cognitive de l'entreprise et rôle de la gouvernance dans la valorisation des compétences et l'innovation.....	64

▪ Les principales approches de la vision cognitive de l'entreprise .....	64
▪ Le rôle de la gouvernance dans le processus de création de valeur « durable » .....	65
2.2. Quelle place pour les salariés dans la gouvernance de l'entreprise ? .....	66
<b>PARTIE 2 - FINANCIARISATION ET SALARIAT .....</b>	<b>67</b>
<b>CHAPITRE IINTRODUCTIF - PRESENTATION DES METHODOLOGIES MISES EN ŒUVRE .....</b>	<b>69</b>
1. PANEL ET METHODOLOGIE CONCERNANT L'APPROCHE GENERALE DE LA FINANCIARISATION : L'ENQUETE PAR ENTRETIENS .....	70
2. PANEL ET METHODOLOGIE CONCERNANT L'APPROCHE DE LA FINANCIARISATION A TRAVERS LES REMONTEES D'EXPERIENCE LBO .....	72
<b>CHAPITRE I FINANCIARISATION ET EMPLOI .....</b>	<b>73</b>
1. LES RELATIONS ENTRE FINANCE ET EMPLOI DEMEURENT ENCORE PEU EXPLOREES	75
1.1. Une articulation fréquemment opérée dans la perspective théorique de la maximisation de la valeur pour l'actionnaire .....	75
1.2. Les études liant plus directement financiarisation et emploi relèvent pour beaucoup de la communication des fonds d'investissement .....	75
2. LA COMPLEXITE DES RELATIONS LIANT LBO ET EMPLOI RESTE IGNOREE PAR BEAUCOUP D'ETUDES .....	76
2.1. Les lacunes méthodologiques de la plupart des études liant LBO et emploi limitent la portée de leurs conclusions .....	76
2.2. Liens positifs entre rachat par LBO et niveau d'emploi dans l'entreprise : quelle réalité ? .....	76
3. RELATIONS ENTRE FINANCIARISATION ET EMPLOI : DE LA NECESSITE DE PRENDRE EN COMPTE LES MULTIPLES FACTEURS ECONOMIQUES ET SOCIAUX A L'ŒUVRE .....	78
<b>CHAPITRE II - ANALYSE DES ENTRETIENS REALISES AUPRES DES REPRESENTANTS DES SALARIES .....</b>	<b>81</b>
1. LES POLITIQUES MISES EN ŒUVRE DANS LES ENTREPRISES .....	83

1.1. Neutralité, rupture ou accélération ? .....	83
1.2. Les objectifs en termes de performance .....	85
▪ « L'EBITDA est leur cheval de bataille » .....	85
▪ « Maintenant c'est une vision à trois mois » .....	86
1.3. Les politiques d'emploi et de rémunérations .....	86
▪ « On est continuellement en sous-effectif » .....	86
▪ « Les gens sont en surtension » .....	88
▪ « Ils ont annoncé la couleur : ils disent que 20 % des salaires doivent être variables » .....	89
1.4. Les modifications des configurations juridiques et hiérarchiques .....	90
▪ « On est passés d'une "boîte mère" à une "boîte sous influence" » .....	90
▪ « Le P-DG est dans un autre monde » .....	91
▪ « Avant, on avait le sentiment de faire partie d'un groupe » .....	92
<b>2. LES MODALITES DE REGULATION SOCIALE .....</b>	<b>92</b>
2.1. L'évolution des liens sociaux .....	93
▪ « La solidarité a disparu » .....	93
▪ « Une forte démotivation des salariés, en raison d'un sentiment d'injustice important ». [...] « Ils ont gommé la joie de venir travailler » .....	94
2.2 Les modalités de régulation du climat social .....	95
▪ « Il faut aller dans le sens de la hiérarchie, ne pas avoir d'idées » .....	95
▪ « Il reste le discours de B., très paternaliste, mais derrière... » .....	95
<b>3. FINANCIARISATION ET ACTION SYNDICALE .....</b>	<b>96</b>
3.1. Les moyens donnés aux actions d'anticipation et de négociation .....	97
▪ « Il n'y a pas d'information sur le LBO, ni sur la stratégie globale de l'entreprise » .....	97
▪ « Il n'y a plus aucune possibilité de dialogue social » .....	98
▪ « Ils ne respectent rien » .....	99
3.2. Les leviers d'action mobilisables .....	99
▪ Une nécessaire mobilisation autour des leviers légaux et juridiques .....	99
▪ Les « zones d'incertitude » comme sources d'action syndicale .....	100
▪ L'importance des enjeux sociétaux .....	101
<b>CHAPITRE III L'ENQUETE SUR LES MISSIONS SYNDEX SUR LBO .....</b>	<b>103</b>
<b>1. CARACTERISTIQUES DE LA BASE D'INFORMATIONS SUR LES LBO .....</b>	<b>105</b>

1.1. Des niveaux de finesse inégaux dans la connaissance des entreprises sous LBO.....	105
1.2. Un déficit d'informations qui nuit à la compréhension des enjeux pour la cible et à la capacité d'action des IRP.....	106
<b>2. CARACTERISATION DES MONTAGES LBO ET DE LA MARCHE DES ENTREPRISES AFFERENTES.....</b>	<b>108</b>
2.1. Les types de LBO .....	108
▪ <i>Une grande diversité des fonds impliqués dans les LBO du panel.....</i>	<i>108</i>
▪ <i>Les LBO trouvent, en majorité, leur origine dans la cession d'une activité par un groupe industriel.....</i>	<i>108</i>
▪ <i>Une participation très fréquente du management au capital dans le cadre d'un LBO .....</i>	<i>109</i>
▪ <i>Des LBO démarrés en majorité (62,5 %) sur la période récente (à partir de 2004) .....</i>	<i>109</i>
▪ <i>La vie des LBO a été souvent marquée par des ruptures.....</i>	<i>110</i>
2.2. Les types de cibles .....	110
▪ <i>Des LBO qui interviennent en majorité sur des entreprises arrivées à maturité. ....</i>	<i>110</i>
▪ <i>Des entreprises qui, en majorité, sont leaders sur leurs marchés.....</i>	<i>111</i>
2.3. Les types d'impacts du LBO sur les entreprises cibles .....	111
▪ <i>Des impacts qui ne sont pas à sens unique... ..</i>	<i>111</i>
▪ <i>... Ce qui est en phase avec les conclusions de quelques études récentes.....</i>	<i>112</i>
▪ <i>En guise de synthèse.....</i>	<i>114</i>
▪ <i>De la difficulté de distinguer les impacts qui relèvent spécifiquement de la mise sous LBO.....</i>	<i>114</i>
<b>CONCLUSION .....</b>	<b>115</b>
<b>1. LA FINANCIARISATION, UN HORIZON INDEPASSABLE ? .....</b>	<b>117</b>
1.1 L'impossible régulation par les marchés financiers .....	117
1.2 La financiarisation en tant que construction sociale.....	117
<b>2. UN DIALOGUE SOCIAL DESTABILISE .....</b>	<b>119</b>
2.1. Vers une configuration de l'entreprise comme rouage d'une mécanique financière exogène .....	119
2.2. Des logiques de cloisonnement et de fragmentation des collectifs.....	120
2.3. Une modification importante des repères de l'action syndicale .....	121

<b>3. FINANCIARISATION, SALARIES, DIALOGUE SOCIAL : QUELQUES REPERES POUR L'ACTION.....</b>	<b>122</b>
3.1. Du mouvement général de financiarisation à l'enjeu de l'hybridation des modèles nationaux .....	122
3.2. Financiarisation et entreprise : ni diabolisation, ni angélisme.....	122
3.3. Financiarisation et entreprise : dépasser le sentiment d'impuissance .....	123
<b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>	<b>127</b>
<b>ANNEXE .....</b>	<b>131</b>
<b>ANNEXE N°1 : DESCRIPTION DES ENTRETIENS REALISES .....</b>	<b>133</b>
<b>ANNEXE N°2 : DETAIL DU PANEL LBO .....</b>	<b>134</b>
<b>ANNEXE N°3 : QUESTIONNAIRE LBO .....</b>	<b>135</b>
• <b>NOM DE LA SOCIETE : .....</b>	<b>135</b>
• <b>STRUCTURE ACTUELLE DE L'ACTIONNARIAT .....</b>	<b>135</b>
<b>ANNEXE N°4 : TYPOLOGIE DES FONDS .....</b>	<b>140</b>

## Table des tableaux et illustrations

Tableau n°1 - Taux de rendement des fonds de Private Equity européens .....	29
Tableau n°2 - Taux de rendement des fonds de Private Equity américains .....	29
Figure n°1 - La structure d'un fond de Private Equity .....	32
Tableau n°3 - « L'industrie » des fonds de Private Equity .....	36
Tableau n°4 - Evolution du ratio « Capitalisation boursière/PIB » (en %) .....	42
Tableau n°5 - Actifs financiers des investisseurs institutionnels en % du PIB .....	43
Tableau n°6 - Croissance des actifs financiers par type d'investisseurs 1999-2006 (montant en monnaie nationale, indice en 2006, base 100 en 1999) .....	44
Tableau n°7 - Actifs financiers par catégorie d'investisseurs et par pays en 2006 ...	44
Tableau n°8 - Actifs financiers par type d'investisseurs en France (1991-1999-2006) .....	45
Tableau n°9 - Evolution de la structure des actifs financiers par catégorie d'actif et type d'investisseur en France (1999 et 2006) .....	45
Tableau n°10 - Croissance des actifs financiers par catégorie d'actif et type d'investisseur en France (indice en 2006, base 100 en 1999) .....	45
Tableau n°11 - Evolution de la structure des actifs nets des différentes catégories d'OPCVM en France .....	46
Tableau n°12 - Evolution de la structure du portefeuille des OPCVM .....	46
Tableau n°13 - Evolution de la structure de l'actionnariat du CAC40 par zone géographique .....	47
Tableau n°14 - Évolution de la structure de l'actionnariat du CAC40 par type d'investisseurs .....	47
Figure n° 3 - Les LBO en France en valeur millions d'euros et en nombre d'opérations (source CMBOR) .....	49
Tableau n° 15 - La France et les pays voisins en 2007 .....	49
Tableau n°16 - Les principaux pays européens - Nombre d'opérations .....	50
Tableau n°17- La sortie de MBO .....	50
Tableau n°18 - Le poids des LBO secondaires .....	50
Tableau n°19 - L'activité des fonds français .....	51
Tableau n°20 - Le nombre de LBO par secteur en France .....	52
Figure n°2 - Représentation de la firme, rôle de la gouvernance et place des salariés .....	66
Figure n°4 - Guide d'entretien .....	71
Figure n°5 - Taux de réponse au questionnaire LB .....	105
Figure n° 6 - Origine des LBO du panel .....	109
Figure n°7 - Répartition des LBO du panel par date .....	109
Figure n°8 - Événements survenus en cours de LBO .....	110
Figure n°9 - Les stades de développement de l'entreprise cible .....	110

Figure n°10 - Positionnement de l'entreprise cible sur ses marchés.....	111
Tableau n°21 - Politique de croissance et de développement.....	111
Tableau n°22 - changements dans l'emploi et les salaires.....	113
Tableau n° 23 -Les LBO entre création et prédation de valeur.....	114

## *Introduction*

La présente étude a pour objectif d'apprécier la nature et l'ampleur des impacts de la financiarisation des entreprises sur les salariés et leurs représentants, notamment en ce qui concerne le dialogue social et les rapports de force dans l'entreprise.

La financiarisation des entreprises a fait l'objet de très nombreux travaux (Sauviat 2002), mais les relations qu'elle entretient avec les salariés et leurs représentants restent encore largement à défricher, sous l'angle de la capacité des salariés et de leurs représentants à comprendre les logiques à l'œuvre et de la place qu'ils souhaitent y occuper. Cette étude vise donc à ouvrir plus qu'à conclure des réflexions sur cette relation.

Nous partons de l'hypothèse que les mutations qui se sont développées dans les entreprises depuis plusieurs années sont intimement liées à la montée de la financiarisation qui crée un environnement fortement structurant à la fois en termes de propriété, de périmètre, d'organisation et de gestion des entreprises.

### *La difficile évaluation des impacts de la financiarisation*

Compte tenu du caractère très général des termes questionnés dans l'étude, il est nécessaire de bien préciser ce que nous mettons derrière ces réalités polymorphes, de façon à pouvoir identifier le plus précisément possible ce qui relève d'impacts et d'enjeux propres à la financiarisation.

À cet égard, nous avons jugé utile de réserver une place significative aux formes les plus récentes de la financiarisation, à travers le développement des fonds de capital investissement (*Private Equity*) et d'une technique particulièrement développée ces dernières années en France, à savoir les LBO (*Leverage-Buy-Out*). En effet, ce type d'acteur et de technique

représente les formes les plus avancées de la financiarisation des entreprises. En poussant à l'extrême les logiques propres à la financiarisation des entreprises (service exclusif de l'actionnaire), elles mettent en évidence les tendances lourdes de ce processus. Dans ces formes les plus abouties (les plus « pures »), il est moins difficile d'opérer un lien entre les mutations ressenties et les phénomènes de financiarisation. Plusieurs éléments complémentaires peuvent également être pointés :

- le poids économique grandissant des fonds de capital investissement (*Private Equity*) comme acteur de la financiarisation se traduit non seulement par une influence directe sur les opérations qu'ils réalisent, mais aussi indirectement par la menace qu'ils représentent, incitant les entreprises cotées à modifier aussi leurs comportements ;
- l'analyse de la financiarisation à travers ce type de fonds permet également d'étendre la financiarisation à des secteurs jusque-là épargnés (PME, cliniques, banques<sup>1</sup>, et plus largement les services publics) (Aglietta, 2007) ;
- l'intervention d'un LBO, en tant que rupture identifiée dans l'entreprise, permet de séparer plus nettement un « avant » et un « après » du point de vue de la financiarisation.

### *Un contexte de forte mutation des entreprises*

Par ailleurs, la financiarisation des entreprises n'est pas sans relation avec le bouleversement de leur rôle et de leurs modes de fonctionnement. On peut le résumer brièvement ainsi dans le cas de la France.

La période fordiste a conféré à l'entreprise un rôle intégrateur dans notre pays. La recherche d'un équilibre entre les intérêts de chacun, en partie solidaires les uns des autres, se résout dans un intérêt supérieur, l'intérêt de l'entreprise. Le rapport salarial fordiste associe un degré élevé de subordination et une forte mutualisation des risques, à travers les conventions collectives et les règles de gestion interne. Dans ce modèle, que l'on pourrait qualifier aujourd'hui de « *stakeholder* », les marchés financiers sont peu développés et le capital des entreprises est souvent contrôlé par quelques actionnaires puissants, qui protègent les équipes dirigeantes des menaces de prise de contrôle. Dans ce modèle d'entreprise hiérarchisée et intégrée, les frontières de l'entreprise étaient clairement identifiées et celle-ci formait une identité économique et sociale. Il y avait alors identité entre les trois définitions possibles de l'entreprise, et donc de trois modes de délimitation de ses frontières (Freyssinet, 2005) :

- l'entreprise est une unité de production ou une organisation productive réunissant un ensemble interdépendant de moyens de production mis en oeuvre par un collectif de travail ;
- l'entreprise est un employeur, c'est-à-dire le point de jonction d'un faisceau de contrats de travail ;
- l'entreprise est un centre de décision sur un capital.

---

<sup>1</sup> Cf. la décision de la FED qui a récemment assoupli les conditions d'investissement des fonds de *Private Equity* au capital des établissements bancaires (EB). Désormais ils pourront détenir jusqu'à 33 % du capital et 15 % des droits de vote d'un EB et jusqu'à deux sièges de directeurs sans être soumis à la réglementation bancaire.

Les mutations économiques ont fait voler en éclats cette unité et cette identité et, par conséquent, ont conduit à un effacement des frontières de l'entreprise. Elles ont été accompagnées, sinon provoquées, par la diffusion internationale du modèle anglo-saxon fondé sur la maximisation de la valeur pour l'actionnaire dans des pays (USA, UK notamment) où les marchés financiers étaient très développés et le capital des entreprises atomisé. Cette diffusion a été rendue possible par la montée de la financiarisation.

Ainsi, la représentation institutionnelle de l'entreprise, liée à la période fordiste est progressivement effacée par une vision unilatérale et contractuelle de la firme, impulsée par les marchés financiers.

### *La question centrale de la gouvernance d'entreprise*

Les impacts de la financiarisation des entreprises sur les salariés et leurs représentants se lisent à travers la gouvernance d'entreprise et la gouvernance managériale (Pezet, 2008), véritables traducteurs de la financiarisation dans l'entreprise.

En effet, avec une vision de l'entreprise réduite au service de l'actionnaire, s'est diffusée une gouvernance d'entreprise selon les principes du *corporate governance* impulsés par les investisseurs institutionnels anglo-saxons. Cette gouvernance représente le complément indispensable à la politique de valeur pour l'actionnaire en orientant le comportement des dirigeants vers la satisfaction prioritaire des intérêts des actionnaires : mécanismes de contrôle notamment au niveau des conseils d'administration ; mécanismes d'incitations financières (bonus, stock-options, ...). Une telle logique tend à exclure les salariés.

Il existe néanmoins, dans les différents pays européens, des modes de gouvernance hérités qui donnent une place à d'autres acteurs, notamment aux salariés. Dans de nombreux pays européens, il est obligatoire d'inclure les travailleurs dans le système national de gouvernance d'entreprise. Ainsi, dans 12 États européens, ces derniers ont un droit statutaire et juridiquement contraignant d'être représentés dans les conseils d'administration et d'exercer une influence sur les décisions de la direction (Confédération Européenne des Syndicats, 2006).

Le développement de la notion de Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE) vient également rappeler que les entreprises, notamment les firmes transnationales, ont un rôle qui dépasse la seule production de biens et de services. Elles sont aussi des acteurs globaux qui doivent s'approprier les enjeux du développement durable et y apporter des réponses dans leur activité habituelle. Une telle logique implique une gouvernance élargie à d'autres « *stakeholders* » que les « *shareholders* ».

Il y a donc des leviers qui peuvent être mobilisés pour faire contrepoids à la financiarisation des entreprises.

Pour traiter des impacts de la financiarisation sur l'emploi, le travail et les relations sociales, nous avons centré l'étude sur la perception des acteurs syndicaux.

En effet, la diversité des situations et l'évolution constante des périmètres des entreprises rendent parfois difficile l'étude de causalités à travers des données chiffrées. Le recours à des méthodes plus qualitatives à visée compréhensive permet de donner la parole à des acteurs directement en

prise et plus particulièrement avertis des évolutions économiques et financières et de leurs impacts potentiels.

Le point de vue des syndicalistes CFDT a été abordé à travers la réalisation d'une série d'entretiens auprès de représentants des salariés en situation de dialogue social (IRP, OS). Les objectifs recherchés ont été de mettre en évidence les représentations de syndicalistes sur la financiarisation ainsi que sur ses impacts en termes d'emploi, de rémunération et de dialogue social. Plus largement, cette étude soulève la question de la gouvernance et de la place des représentants des salariés dans le nouveau contexte créé par la financiarisation croissante des entreprises.

Le point de vue des auteurs a été forgé à partir d'une revue de la littérature et des pratiques d'expertise auprès des comités d'entreprise, ainsi qu'à travers un travail de capitalisation d'une série de missions d'expertise portant sur des entreprises sous LBO. Les objectifs recherchés ont été de mieux comprendre cette nouvelle forme prise par la financiarisation et de compléter le point de vue des syndicalistes.

Cette étude se décompose en deux parties. La première partie développe la manière dont la dynamique financière renforce le pouvoir actionnarial. Le mouvement de financiarisation est ainsi étudié à travers ses différentes manifestations, tant historiques qu'actuelles, en mettant en évidence les stratégies conjointement mises en œuvre par les différents acteurs du monde financier (chapitre I). La caractérisation de ce processus en ce qui concerne l'économie française est, par la suite, plus particulièrement étudiée (chapitre II). Sa déclinaison en termes de logiques managériales permet de souligner la manière dont, en creux, elles évincent la question des dynamiques caractérisant le monde salarial (chapitre III).

La seconde partie cherche alors à analyser cette dialectique. L'étude des différents travaux réalisés sur les types de relations qu'entretiennent la financiarisation croissante des entreprises et le monde salarial en souligne les difficultés d'appréhension (chapitre I). Une étude de terrain sur la base d'entretiens réalisés auprès de délégués syndicaux et de représentants des salariés permet de saisir des dimensions difficilement quantifiables (chapitre II). Elle est complétée par une remontée d'expériences sur la base des travaux d'expertise réalisés auprès de représentants des salariés d'entreprises financées par des mécanismes de LBO (chapitre III).

# 1 Une dynamique financière qui renforce le pouvoir actionnarial

L'objectif de cette première partie de l'étude est de chercher à caractériser les manifestations récentes du processus de financiarisation à l'œuvre depuis le début des années 1980.

L'appréhension de ce phénomène à partir des différents acteurs financiers impliqués, et de leurs objectifs, permet de mettre en évidence comment ce processus s'est à fois complexifié et accéléré ces dernières années (chapitre I).

Ce processus de financiarisation s'est diversement traduit selon les économies. La progression du niveau de capitalisation boursière témoigne de l'impact de ce processus sur l'économie française qui, à ce titre, présente des particularités la rapprochant des économies anglo-saxonnes (chapitre II).

Ce processus peut être globalement caractérisé par une recherche accrue de rentabilité. Cette dernière s'est accompagnée d'une montée des risques et d'un transfert entre acteurs, tant au sein de la sphère financière, que de cette dernière vers la sphère productive, au travers des logiques managériales imposées aux entreprises (chapitre III).



*Chapitre I*

*L'accélération et  
la complexification  
du mouvement  
de financiarisation*



## 1. La financiarisation, ses acteurs, la crise actuelle

La financiarisation est généralement définie par la place croissante des activités financières par rapport à la production de biens et services. C'est un phénomène général qui dépasse largement l'entreprise. Elle renvoie à la « *domination accrue de l'industrie de la finance sur l'activité économique, des contrôleurs financiers sur le management des entreprises, des actifs financiers parmi l'ensemble des actifs, ... , de la Bourse comme marché de contrôle pour définir les stratégies corporate (M&A, ...) et des fluctuations de la bourse comme déterminant des business cycles* » (Ronald Dore, 2002).

La financiarisation croissante de l'économie s'est traduite par un découplage des dynamiques des revenus du travail et du capital, un processus à travers lequel les activités financières ont été priorisées par rapport à l'économie réelle et la production de biens de services créateurs de richesses réelles. Les rendements très élevés de l'épargne ont engendré des inégalités cumulatives entre détenteurs de patrimoines financiers et ceux qui ne disposent que des revenus de leur travail. Ces rendements s'expliquent à la fois par un affaiblissement du pouvoir de négociation des salariés (mise en compétition à l'échelle mondiale par des firmes devenues globales) et par l'augmentation de productivité du capital productif (rapide diffusion des TIC, globalisation commerciale, ...).

Les systèmes financiers ont été profondément transformés sous l'impact de la globalisation financière des trente dernières années (circulation internationale quasi libre des capitaux), orchestrée initialement par les Etats afin d'opérer le financement des déficits publics. Le développement des marchés financiers a ainsi servi de point de rencontre d'une demande de capitaux, liée au besoin de financement des déficits publics, et d'une offre, constituée par la montée en puissance des investisseurs institutionnels, collecteurs d'une épargne salariale liée au financement des retraites et de la protection sociale.

Un décloisonnement général a été opéré. Les barrières (qui étaient aussi des protections...) entre systèmes financiers nationaux, entre banques et marchés, entre marchés, ont disparu sous l'impact de la désétatisation. Ces réglementations étatiques permettaient de segmenter l'épargne, de la canaliser vers certains types d'emploi, d'en différencier ainsi les rendements. Désormais, le face à face des acteurs de la finance est organisé à travers les marchés, où sont fixées les règles du jeu, leur contrôle ainsi que les modalités de diffusion de l'information.

La part de la finance de marché s'est nettement accrue, tout en développant de nouveaux modes d'intermédiation en termes de collecte et de placement de capitaux. Certains acteurs, comme les fonds de pension, ont vu leur poids augmenter, d'autres acteurs, comme les fonds souverains, ont émergé.

### 1.1. Les acteurs : un paysage qui s'est diversifié

Les investisseurs institutionnels, que sont les organismes de placement collectif, les compagnies d'assurances et les fonds de pension, apparaissent ainsi comme des acteurs de premier plan. Gérant de façon collective des ressources qui leur sont confiées, notamment par les ménages, ils sont considérés comme à l'origine d'un nouveau régime de capitalisme qualifié

de patrimonial (Aglietta, 1998) ou d'institutionnel (Artus et Debonneuil, 1999) ou encore d'actionnarial (Williams, 2000).

Ces investisseurs institutionnels sont traditionnellement présentés à travers leurs interventions sur les marchés financiers. Leurs placements en titres de sociétés cotées sont généralement gérés par des gestionnaires de fonds (ou gérants) appartenant à des sociétés « *d'Asset management* », filiales, pour la plupart, de grands organismes financiers. Ces activités de placement et de gestion sont soumises à un encadrement réglementaire, notamment en matière prudentielle et de communication d'informations financières, en raison de la spécificité de leur clientèle (activité de gestion de l'épargne collective) et de la spécificité de leurs placements (en sociétés cotées sur les marchés financiers).

D'autres acteurs, spécialisés également dans la collecte et la gestion de capitaux, se sont développés en marge en ces réglementations : soit, comme les fonds d'arbitrage (*hedge funds*), parce qu'ils gèrent certaines catégories de capitaux et s'adressent à une clientèle censée être avertie ; soit, comme les fonds de capital investissement (*Private Equity*), parce que, bien qu'investissant les capitaux d'investisseurs institutionnels, ils les placent en général dans des sociétés non cotées. L'attractivité de ces fonds repose sur une rentabilité supposée élevée, en raison d'un recours important à l'endettement et de leur exposition en termes de risque. Si les fonds de capital investissement et les fonds d'arbitrage ont un poids financier nettement plus limité, leur expansion au cours des dernières années a contribué de façon significative à la financiarisation de l'économie, notamment à travers leur participation aux opérations de fusions-acquisitions.

Les fonds souverains ont également fait une apparition remarquable en 2007 en participant aux recapitalisations des banques américaines. Entre novembre 2007 et mi-janvier 2008, ces fonds ont mobilisé plus de 50 milliards de dollars dont 20 milliards uniquement pour la banque Citigroup. Mais face à l'ampleur des pertes des banques anglo-saxonnes, les fonds souverains sont aujourd'hui en position d'attente.

Contrôlés par des États, ces fonds détiennent des capitaux provenant soit de ressources liées aux matières premières (en particulier le pétrole), soit des excédents de balances de paiement ou des réserves de change détenues par les banques centrales (notamment la Chine). Leur encours global s'élèverait à plus de 9 500 milliards de dollars dont 5 600 milliards de réserves de change et de l'ordre de 3 000 milliards de fonds d'investissement (source: FMI)

Selon les prévisions de Morgan Stanley (2007), ce montant pourrait tripler d'ici à 2015 pour atteindre 12 000 milliards de dollars. À ce jour, l'encours des fonds souverains a un poids limité sur les marchés financiers. Il est 18 fois moins élevé que les actifs gérés par les investisseurs institutionnels (II) des pays développés. Comparé cependant aux encours d'actifs des autres acteurs de la financiarisation des économies, il n'est pas négligeable. Il représente le double du stock en valeur des parts de fonds de *private equity*<sup>2</sup> estimé à 1 500 milliards de dollars<sup>3</sup> et entre 1,5 fois le montant des actifs gérés par les *hedges funds*<sup>4</sup> (2 250 milliards de dollars<sup>5</sup>).

<sup>2</sup> Fonds de capital investissement.

<sup>3</sup> Option Finance n°984- 9 juin 2008.

<sup>4</sup> Fonds d'arbitrage (ou spéculatifs). À noter que, si leur encours est relativement modeste compte tenu de la spécificité de leurs opérations, leur poids dans les transactions quotidiennes sur les marchés financiers internationaux serait de l'ordre de 30 à 50 %.



L'ensemble des actifs gérés par les principaux acteurs de la financiarisation (investisseurs institutionnels, fonds souverains, fonds de capital investissement et fonds d'arbitrage) peut être ainsi estimé à près de 60 000 milliards de dollars, soit plus de 3 fois la valeur de la capitalisation des actions aux États-Unis (19 665 milliards de dollars à fin 2007<sup>5</sup>). Gérant des montants estimés à 53 000 milliards de dollars, les investisseurs institutionnels des pays développés demeurent des acteurs de premier plan. Mais les autres acteurs participent également à ce développement. L'étude de la crise actuelle permet ainsi de montrer comment ces différents acteurs s'articulent en modifiant les « règles » économiques théoriques, à la recherche de rémunérations durablement élevées.

## 1.2. Les origines de la crise financière actuelle

La crise financière actuelle s'inscrit dans la continuité de celles de la fin des années 1980 et du début des années deux mille. Elle est ainsi profondément révélatrice de la manière dont les différents acteurs du système financier développent des logiques de fonctionnement qui sont fondées sur la recherche d'une rentabilité sans cesse croissante et déconnectée des risques afférents, en opérant le transfert de ces derniers sur d'autres acteurs.

La crise financière mondiale, provoquée par la chute aux États-Unis, des prêts immobiliers dits *subprimes*, connaît aujourd'hui une ampleur sans précédent depuis 1929. Le plan du Trésor et de la Réserve fédérale (FED) destiné à assainir le secteur financier américain s'élève à 700 milliards de dollars auxquels il faut ajouter les 315 milliards engagés depuis le début de l'année pour éviter la faillite de Freddie Mac et Fannie Mac et l'assureur AIG. Cette socialisation des pertes devrait se traduire par un coût de plus de 2 000 dollars pour chaque américain. Ce plan, adopté après de longues négociations au Congrès, n'a pas suffi pour l'instant à enrayer la chute des marchés financiers. De surcroît, la crise financière touche de plein fouet l'Europe et l'Asie. Les États nationaux, l'Union européenne et les banques centrales sont en première ligne. Les effets de la crise financière sur l'économie réelle sont manifestes, notamment récession et restriction de crédit. Nous sommes dans une situation de déflation par la dette et il s'agit de la première crise du capitalisme mondial.

L'ensemble des conséquences de cette crise systémique n'est pas totalement estimé à ce jour. On peut néanmoins constater qu'au-delà de ses caractéristiques propres, elle a des ressorts similaires aux crises précédentes. On se limitera ici aux mécanismes mis en lumière par Charles Kindleberger (2004) et Hyman Minsky (1991). À partir de leurs travaux, on peut distinguer sept phases :

- la première phase est le déclic historique. Il s'agit, dans la crise actuelle, de la baisse des taux d'intérêt intervenue en 2001 aux États-Unis. Pour relancer l'économie américaine après l'éclatement de la bulle Internet et le traumatisme lié aux attentats du 11 septembre 2001, la FED a baissé de façon massive ses taux d'intérêt à un niveau de 1 %. Il en est résulté une augmentation massive des liquidités sous forme de crédits. Conjugué aux excédents commerciaux et à un fort taux d'épargne dans les pays émergents,

<sup>5</sup> Source : SG European Equity&Cross Asset Strategy,CFTC. Le Forum de la stabilité financière estime le montant de l'encours des *hedge funds* à 1 500 milliards de dollars.

<sup>6</sup> Source : World Federation of Exchanges.

cet accroissement s'est traduit par un excès de liquidités au niveau mondial ;

- la deuxième étape est la hausse des prix. Cette abondance de liquidités a entraîné un déséquilibre offre-demande à l'origine d'une hausse des prix des actifs (immobilier, actions,...)
- la troisième étape est celle du développement de l'innovation financière, en particulier de la titrisation. Celle-ci consiste à transformer des prêts bancaires illiquides en titres négociables sur les marchés financiers. Généralement, la banque détentrice à l'origine des prêts bancaires les vend à une entité ou véhicule spécifique (*special purpose vehicle* ou SPV) qui finance cet achat en émettant des titres sur les marchés. Les investisseurs qui acquièrent ces titres perçoivent en contrepartie les revenus issus des prêts bancaires. La titrisation permet ainsi de transférer le risque de crédit, ce qui peut les inciter à en prendre davantage, autrement dit diminuer leur aversion au risque. Les principaux acteurs financiers qui ont investi par le biais de la titrisation dans les marchés du crédit (immobilier, automobile, consommation....) ont été aux États-Unis les banques d'affaires, les *hedge funds* (fonds spéculatifs), qui ne font pas l'objet d'un encadrement réglementaire comme les banques de détail, mais également les assureurs, les fonds de pension, FCP,...
- Les quatre dernières étapes sont celles :
  - de l'emballement (hausse des prix des actifs et spéculation croissante) ;
  - de l'écart entre complexité croissante des instruments financiers et élargissement des acheteurs de ces produits à des non-spécialistes ;
  - de l'inquiétude née du début de la baisse des prix des actifs et de la recherche de sortie de la part des acteurs initiés ;
  - enfin de la répulsion ou du rejet.

Avec la faillite des *subprimes*, les investisseurs sont détenteurs de titres qui ne trouvent pas preneurs. La titrisation n'a pas concerné uniquement les crédits immobiliers à risque américains. Tous les types de crédit (automobile, consommation, etc.) qui ont été titrisés sont concernés, soit un marché 10 fois supérieur à celui des *subprimes* (1 500 milliards de dollars).

Les banques les plus fragiles sont les banques d'affaires, d'ailleurs celles qui ont été les plus actives sur les marchés financiers, car ces banques ne sont pas adossées à des activités de banques de détail qui procurent des ressources par le biais des dépôts. Ceux-ci permettent de lever des fonds à court terme.

Les banques d'affaires doivent se financer par fonds propres ou émettre des certificats de dépôt. Or, les établissements financiers qui les refinançaient ont refusé de leur prêter des fonds, soit parce qu'ils n'avaient plus confiance dans la capacité de remboursement de ces banques, soit ils les conservaient pour eux. Ce qui explique la faillite de Lehman Brothers, le rachat de Bear Stearns par JP Morgan Chase et de Merrill Lynch par la Bank of America, la transformation en banque commerciale de Morgan Stanley et de Goldman Sachs.

La crise aura pour effet de faire disparaître les banques d'affaires aux États-Unis, un modèle qui avait fait de Wall Street la première place financière mondiale.



Enfin, l'interdiction temporaire par les régulateurs britanniques et américains de spéculation à la baisse sur les valeurs financières (vente à découvert) devrait réduire une des activités rentables des *hedge funds*.

Au total, si cette crise a ses caractéristiques propres, au-delà, elle a des caractéristiques communes avec les crises du passé : l'accès facile aux crédits, l'augmentation de la dette, la recherche de rendements élevés et une prise de risque toujours plus élevée, une augmentation du prix des actifs et l'introduction d'innovations pas toujours maîtrisées (Reinhart et Rogoff, 2008). Un des paradoxes de cette crise a été qu'à son origine la liquidité a disparu du marché interbancaire, alors que la liquidité macroéconomique globale continuait à croître.

On peut ajouter que cette crise est le résultat de la déréglementation des activités financières qui a été initiée dans les années 1970 aux États-Unis et les années 1980 en France. Cette déréglementation a notamment favorisé le développement des banques d'affaires et des *hedge funds* ainsi que les innovations financières, en particulier la titrisation.

En théorie, celle-ci est supposée améliorer l'efficacité du système financier par la dissémination du risque. Mais en pratique l'établissement financier qui transfère ses risques devient moins averse au risque. Il devient moins rigoureux dans le contrôle et le suivi des risques. Ce qui se traduit par une augmentation de la quantité de crédits dans le système financier, une dégradation de la qualité moyenne, une insuffisance de fonds propres à titre de garantie, et une augmentation du risque pris par l'acquéreur du titre (Artus, Betbèze, De Boissieu, Capelle-Blancard, 2008)

Une des solutions en théorie pour limiter le comportement opportuniste de l'établissement cédant consiste à scinder le portefeuille de prêts en plusieurs tranches de risque inégal, le cédant devant conserver la tranche la plus risquée. En pratique, la multiplication des produits de transfert de risque (notamment « *Credit default swaps* » ou CDS) conduit à une opacité dont le résultat est qu'on ne sait plus « qui supporte quoi ». Bien souvent les banques ont échangé des portefeuilles de prêts qui recelaient des risques de défaillance bien supérieurs à ce qui était affiché. D'où l'enchaînement de provisions pour dépréciations d'actifs qui ont pour conséquence de laminer les résultats et d'éroder les fonds propres des banques.

La détérioration des bilans a été également accélérée par la contrainte des normes comptables internationales (IFRS) qui imposent d'appliquer la règle de la « *fair value* » (valeur de marché ou valeur de modèle en l'absence de marché), qui empêche de lisser dans le temps les plus ou moins-values latentes des titres détenus jusqu'à leur échéance.

Si les normes comptables ne sont pas à l'origine de la crise financière, elles ont cependant un impact sur le comportement des établissements financiers et les autres acteurs des marchés financiers. La règle de la « *fair value* » induit une « pro-cyclicité » qui diminue la solidité apparente des bilans bancaires en phase basse et les renforce d'autant en phase haute. Dans le cas des instruments financiers peu liquides ou qui n'ont plus de marché, comme cela a été le cas avec des produits de titrisation complexes, les établissements financiers ont recours à la valorisation interne de modèle. L'application du « *mark to model* » diminue la comparabilité des états financiers bancaires ou des assureurs car chaque établissement a son modèle dont le détail n'est pas communiqué à la concurrence. De surcroît, l'utilisation de modèles donne aux dirigeants une grande latitude pour en déterminer les éléments clés tels que le taux d'actualisation et les flux financiers futurs. Cette situation conduit à accroître la méfiance entre établissements financiers, notamment des

banques commerciales vis-à-vis des banques d'affaires. Cette méfiance explique le paradoxe de la disparition de la liquidité interbancaire alors que dans l'économie la liquidité continuait à augmenter.

L'intervention massive du Trésor pour sauver le secteur financier américain, la disparition de principales banques d'affaires des États-Unis, et la demande de régulation de la finance mondiale afin de gérer un risque systémique (notamment contrôle des *hedge funds*, des agences de notation, mise en quarantaine des centres *offshore*,...) sont le résultat de trente années de dérégulation.

La libéralisation et la déréglementation des marchés des capitaux ont ainsi conduit à une reconfiguration des modes de financement des économies, portée par l'émergence continue de nouveaux acteurs, comme en témoigne la créativité financière en termes de fonds, et par l'évolution du positionnement des acteurs traditionnels comme les organismes bancaires et financiers.

La mise en perspective historique du développement des fonds de capital investissement (*private equity*) nous permettra d'analyser ces phénomènes d'interactions entre acteurs financiers ainsi que la manière dont, derrière une façade « publique », se jouent des jeux plus « privés ».

## 2. Les fonds de capital investissement (*private equity*), acteurs majeurs d'une financiarisation « hors marchés »

Les opérations de *Private Equity* sont définies en opposition aux opérations réalisées sur les marchés financiers réglementés, ces dernières étant définies comme « *public* » selon le sens anglo-saxon du terme. Apparues progressivement aux États-Unis, après la seconde guerre mondiale, les opérations de *Private Equity* se sont développées à la faveur de contextes macro-économiques mais également d'évolutions institutionnelles et législatives, en enregistrant une profonde modification de la nature, tant des investisseurs impliqués que des investissements réalisés (2.1).

Les groupes de *Private Equity* disposent, à ce jour, d'un poids certain. Présentés comme des acteurs à la fois "ultimes" et controversés de la finance, ils se distinguent par la complexité de leurs montages financiers impliquant, par là même, de nombreux autres acteurs du monde financier (2.2). Nouveau pas vers une gouvernance d'entreprise totalement dédiée aux actionnaires, les pratiques des fonds d'investissement induisent une opacité forte sur les entreprises qui sont dans leur portefeuille, ce qui pose la question de la diffusion d'information vers les parties prenantes (2.3).

### 2.1. La montée en puissance des fonds de *Private Equity*

Développés aux États-Unis et spécialisés, à l'origine, dans le financement de l'innovation, les groupes américains de *Private Equity* ont rapidement acquis une taille internationale grâce à leur maîtrise des innovations financières qu'ils ont progressivement diffusées. Le développement de l'acquisition de sociétés françaises par les fonds de *Private Equity* témoigne de l'implantation, sur le territoire hexagonal, de groupes anglo-saxons mais également du développement d'acteurs locaux.



- **Une diversification progressive des investisseurs impliqués et des investissements réalisés, grâce au recours à des véhicules financiers *ad hoc***

Les *Private Equity* se sont développés aux États-Unis en marge de toute la législation encadrant les activités d'investissements financiers. Dans cette économie, financée par les marchés financiers, la très grande partie des opérations réalisées sur les titres se réalise (encore) essentiellement dans un cadre « *public* », en étant soumises à une réglementation, dont le *Security Act* de 1933 représente le texte fondateur. Destinée à protéger les investisseurs après l'effondrement du marché boursier de 1929, cette loi se donne comme objectifs la mise à disposition des investisseurs de toute l'information financière nécessaire et l'interdiction de toute fraude sur les opérations de titres. Les *Private Equity* se sont régulièrement assurés de ne pas entrer dans son champ d'application.

Jusque dans les années soixante, les investissements en *Private Equity* représentent essentiellement des prises de participation directes, par les institutions financières, les grandes sociétés industrielles ou les grandes familles (Rockefeller, Whitney..), dans les sociétés innovantes et risquées. La création en 1958 de sociétés intermédiaires, dénommées *Small Business Investment Companies*, destinées à organiser une gestion "professionnelle" des sociétés d'innovation, représente une première tentative de financement indirect qui se révèle infructueuse. C'est essentiellement à partir des années soixante-dix qu'apparaissent progressivement des organisations financières *ad hoc*, qui deviendront, avec le temps, de plus en plus sophistiquées. Les investissements s'effectuent au moyen de structures financières créées à cet effet, ayant vocation à gérer un portefeuille regroupant les titres de diverses sociétés, et qui échappent tant à la réglementation des sociétés cotées, qu'à celle qui régit les activités bancaires et d'assurance. Cette évolution permet de professionnaliser l'activité et de recourir à des modes de rémunérations spécifiques, comme les stocks-options (Fenn et alii 1995).

Ces fonds vont progressivement financer leur acquisition de titres des sociétés cibles en recourant massivement à l'endettement, selon la technique financière de *Leveraged Buy Out* (LBO). Mise en œuvre dans les années soixante par Kohlberg, Kravis et Roberts, alors banquiers d'affaires à la Bear Stearns<sup>7</sup>, cette "innovation" est à l'origine de la création, en 1976, de l'un des principaux groupes actuels de *Private Equity*, K.K.R. (Cheffins et Armour, 2007).

Le recours au LBO ne constitue cependant qu'un des outils mis en œuvre dans ces montages financiers, qui se caractérisent par une sophistication tendant à s'exonérer des obligations, tant d'information et de contrôle, que d'imposition.

<sup>7</sup> Banque d'investissement dont les très grandes difficultés financières rencontrées début 2008 ont donné lieu à une intervention très discutée de la part de la FED.

### La logique financière des montages LBO

*Le recours à une telle structure financière assure la prise de contrôle d'une société en minimisant grandement les apports des actionnaires, tout en recherchant une rémunération maximale de ces derniers. La société est ainsi essentiellement financée au travers d'un endettement composé de plusieurs strates de dettes, d'un degré croissant de risques et de rentabilité supposée. En 2005, le pourcentage d'investissement effectif en capital, réalisé par les fonds de Private Equity anglo-saxons, estimé est entre 20 % et 25 % le reste étant financé par endettement (Cheffins B. et Armour J., 2007).*

*Ce fort pourcentage d'endettement permet également, d'après la théorie financière, de discipliner les dirigeants en contribuant à aligner leur intérêt sur celui des actionnaires. L'intéressement des managers est ainsi constitué par un certain pourcentage de la plus-value finale ainsi que par la réalisation du business plan. Ce dernier est construit autour du remboursement de la dette à un horizon déterminé en vue de la sortie du LBO, ce qui contribue à accentuer la pression sur les résultats et les actifs.*

*Ces montages financiers allient ainsi, selon les canons de la théorie financière orthodoxe, un contrôle optimal des dirigeants par les actionnaires et une rentabilité maximale (Jensen et Meckling, 1976).*



- **Une expansion américaine puis mondiale, conjuguant facteurs macro-économiques et institutionnels**

Dans les années soixante-dix, l'investissement en Private Equity demeure cependant peu développé, en raison notamment de l'impossibilité d'y recourir, pour les fonds de pension, principaux investisseurs institutionnels sur le marché financier américain. Régis par les concepts de "*prudent man*" fortement ancrés dans la législation anglo-saxonne relative aux trusts, ces fonds se heurtent à l'interdiction d'investir dans certaines catégories de titres légalement circonscrites. En 1974, le Congrès vote la loi ERISA<sup>8</sup>, afin de protéger les salariés des fortes fluctuations enregistrées depuis 1968 par les marchés financiers américains, et introduit une nouvelle norme de comportement prudentiel, celle du "*prudent expert*".

Cette loi, mais surtout sa traduction par le "Department of Labor" en 1979, introduisent un glissement interprétatif, d'une évaluation du comportement des gestionnaires fondée sur des catégories d'investissements, à une évaluation fondée sur le respect de procédures<sup>9</sup> (Montagne, 2000). Les théories financières apportent alors les outils attendus de mesure "objective" du risque ainsi que les procédures opérationnelles "adéquates" de diversification du portefeuille (Whitley, 1986). Les fonds de pension peuvent désormais investir dans de nouvelles catégories de titres. Un lobbying efficace a permis de combattre le risque d'être enregistrés en tant que "conseillers en investissement" et de devoir se conformer à l'*Investment Adviser Act* (1940), tant pour les managers des sociétés intermédiaires, que pour les investisseurs eux-mêmes. Les *private Equity* arguent alors du fait qu'ils travaillent pour le compte d'investisseurs professionnels censés être plus avertis que des investisseurs particuliers afin de s'exonérer des obligations de transparence afférentes (Cheffins B. et Armour J., 2007). À ces évolutions législatives se conjugue, au début des années 1980, un allègement de la pression fiscale grâce au vote, en 1981, de l'*Economy Recovery Tax Act*. Le taux d'imposition des revenus sur les titres est réduit et la taxation des stock-options reportée dans le temps (Fenn et alii, 1995).

L'expansion des *Private Equity* se réalise à partir du début des années 1980, grâce à l'arrivée d'investisseurs institutionnels attirés, sous couvert de diversification, par une espérance de rendements plus élevés que ceux des marchés financiers. Ce développement induit rapidement une intensification de la concurrence entre les groupes de *Private Equity* et une augmentation des prises de risque. Les leviers d'endettement sont de plus en plus élevés et la qualité de l'endettement de plus en plus faible, en raison de la progression du recours à des "obligations à haut rendement", plus connues sous l'appellation de *junk bonds* en raison des forts risques associés. Après le faste des années 1980, le début des années 1990 se révèle difficile, en raison de la récession économique et du resserrement du marché du crédit. À ce titre, certaines analyses soulignent notamment l'impact du renforcement de la législation sur la détention des *junk bonds*, institué en 1989 par le FIRREA<sup>10</sup>, en réponse aux différents scandales financiers qui entachent également l'image des groupes de *Private Equity*. Entre 1989 et 1992, la valeur des transactions réalisées par LBO est divisée par 10 (Cheffins B. et Armour J. 2007).

<sup>8</sup> Employee Retirement Income Security Act.

<sup>9</sup> ERISA, section 404 (a) (1) (c) : "Choose from a broad range of investment alternatives (...) each of which has materially different risk and return characteristics, Diversify investments within and among investment alternatives..."

<sup>10</sup> Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act.

Cette période contrastée se traduit cependant par une forte expansion, puisque les fonds investis aux États-Unis en *Private Equity* augmentent de 4,7 milliards USD en 1980 à 100,4 milliards USD en 1994 (Fenn et alii 1995).

Elle se traduit également par une profonde modification de la composition du portefeuille de sociétés gérées ainsi que des modalités d'investissement. Avec l'arrivée d'investisseurs institutionnels, la nature des sociétés financées par *Private Equity* évolue. Les sociétés innovantes qui pesaient 64 % des fonds engagés en 1980, n'en représentent plus que 30 % en 1994. Sur le montant total de 100,4 milliards USD, 70,4 milliards de dollars sont en effet engagés dans des sociétés plus "matures", appartenant à des secteurs divers (chimie, énergie, santé, métallurgie, média), devenues souvent "privées" après avoir été cotées (Fenn et alii 1995). Les investisseurs institutionnels réalisent par ailleurs leurs investissements de manière indirecte, développant le recours à des structures financières intermédiaires plutôt qu'à des prises de participations directes. En 1980, les sociétés intermédiaires contribuent à gérer 2 milliards USD contre 2,7 milliards en participations directes. En 1994, elles gèrent 81,6 milliards USD contre 18,8 milliards USD en participations directes (Fenn et alii 1995). Cette évolution se révèle, par la suite, structurelle.

Durant la seconde moitié des années 1990, les *Private Equity* renouent avec le financement des sociétés innovantes, en investissant massivement dans les sociétés technologiques, tout en utilisant les leviers de l'endettement pour l'acquisition des sociétés de télécommunication. Le début des années deux mille se révèle évidemment difficile.

À partir de 2003, les fonds de *Private Equity* redeviennent des placements recherchés par les investisseurs institutionnels. La valorisation d'activités de "l'ancienne économie", cédées par les grands groupes dans le cadre de leur politique de recentrage, et le vote en 2002 de la loi Sarbanes-Oxley, renforçant les obligations des sociétés cotées, font espérer des rendements supérieurs des *Private Equity* à ceux délivrés par les marchés financiers. Mais c'est en fait le couplage de politiques monétaires favorables et d'innovations financières qui amorce une nouvelle expansion. Les groupes de *Private Equity* bénéficient très largement du développement du marché du crédit, en grande partie hors réseaux bancaires, et du faible coût associé (OCDE, 2007).

Les années 2005 et 2007 apparaissent comme des années record, tant pour les fonds engagés par les *Private Equity* que pour les montants investis par affaire réalisée<sup>11</sup>. Ces années témoignent d'une forte percée en Europe. Sur cette zone, les groupes de *Private Equity* ont en effet respectivement collecté en 2005, 2006 et 2007, 72 milliards d'euros, 112 milliards d'euros et 79 milliards d'euros. Sur la période 1997-2004, le montant annuel moyen ne s'élevait qu'à 30 milliards d'euros, et ce, compte tenu des pics spéculatifs de 2000 et 2001 (EVCA, 2007). Le développement européen est lié au développement international de groupes de *Private Equity* d'origine américaine, ayant fait de la Grande-Bretagne leur port d'attache, ainsi qu'à l'apparition d'acteurs locaux (FSA, 2007). En 2007 les fonds d'origine anglaise représentaient 52,4 % des fonds levés en Europe, contre 8,8 % pour les fonds français et 7,2 % pour les fonds allemands.

Cette seconde phase d'expansion renforce les caractéristiques précédemment soulignées des financements par *Private Equity*. Quels que soient les pays, la part relative du financement des sociétés innovantes

<sup>11</sup>Cf. la transaction réalisée sur le groupe Danish Telecom Company (TDC) pour 12,9 milliards d'euros.



demeure très nettement inférieure à l'utilisation de montages financiers, de plus en plus complexes, destinée à l'acquisition de sociétés établies (Financial Service Authority, 2006). Les opérations par LBO représentent les trois quarts des fonds investis par les groupes de *Private Equity* en Europe en 2006 et 2007 (EVCA, 2007) et 82 % des montants investis en France en 2007 (AFIC, 2007). Sur les mêmes périodes, l'investissement dans les sociétés innovantes, tout stade de développement compris, représente entre 13 % et 15 % en Europe et 15 % en France (EVCA et AFIC, 2007).

#### ▪ Une expansion limitée ?

Jusqu'à la récente crise financière mondiale, les *Private Equity* ont donc bénéficié des conditions d'une forte expansion (notamment une abondance des liquidités). La valeur de leurs parts est ainsi estimée en 2008 à 1 500 milliards de dollars au niveau mondial (cf. supra). L'expansion de ces acteurs de premier plan de la finance contemporaine (OCDE, 2007) a-t-elle, cependant, vocation à perdurer ? (Cheffins B. et Armour J., 2007<sup>12</sup>).

Cette question suscite deux catégories de réponse. La première porte sur le maintien des conditions économiques favorables, la seconde sur les critiques engendrées par ces fonds et la remise en cause de leur légitimité.

La détérioration actuelle du marché de la dette suscite en effet des questionnements, tant sur les ressources dont peuvent disposer les groupes de *Private Equity*, notamment en termes d'adossement aux fonds souverains, qu'en raison des risques liés aux montages réalisés et à leur titrisation par les organismes bancaires (FSA, 2007).

Leur pérennité suppose également l'existence de sociétés cibles supposées attractives à court terme. Cette attractivité a été notamment obtenue et est actuellement entretenue en se positionnant en acteur "contrariant" des marchés financiers, en bénéficiant de mouvements d'actionnariat sur des secteurs jusqu'alors protégés, comme les secteurs public ou parapublic, ainsi qu'en investissant de nouveaux pays, comme l'Allemagne, la France, l'Italie ou le Japon.

Dans les stratégies mises en œuvre par les fonds LBO, on peut en effet distinguer deux périodes :

Dans un premier temps, les fonds ont mis en œuvre des stratégies simples et brutales :

- acquisition de cibles pour la qualité et la stabilité de leur flux net de trésorerie, utilisé pour rembourser la dette d'acquisition. Ce type de stratégie n'a pas totalement disparu (Cf. Eutelsat et TDF) ;
- prise de contrôle de conglomérats, où la somme de la valeur des parties est supérieure à celle de l'ensemble, et cession par appartement (ou vente à la découpe) dont les produits sont utilisés pour rembourser la dette d'acquisition.

Aujourd'hui, les fonds sont contraints de mettre en œuvre des stratégies économiques et non seulement financières afin de générer de la création de valeur, par exemple par l'innovation produit ou service, le développement à l'international, ou par la croissance externe qui peut être agressive dans le but d'accélérer la concentration d'un secteur et d'établir une situation d'oligopole.

<sup>12</sup>cf. l'intitulé de leur article "The Eclipse of Private Equity" en réponse au célèbre article de Jensen (1989) prophétisant "The Eclipse of the Public Corporation".

Ces stratégies demandent du temps pour créer de la valeur et, de fait, modifient l'horizon temporel des investisseurs. Enfin, face aux difficultés rencontrées par les fonds LBO au rachat de sociétés cotées, notamment à procéder au retrait de la cote des entreprises cibles, ils sont contraints d'évoluer sur un horizon temporel plus long que précédemment, soit en restant investisseurs minoritaires activiste face au management et/ou en procédant à des prises de participation conservées dans le temps en vue d'une prise de contrôle ou d'un rachat moins onéreux.

Leur développement est également éminemment dépendant de leur environnement réglementaire et notamment fiscal, tant en ce qui concerne la déductibilité des intérêts de la dette que la taxation des différents revenus financiers réalisés. La localisation dans des pays à "fiscalité privilégiée" a permis jusqu'alors de contourner des législations nationales jugées trop contraignantes (OCDE, 2007).

Or, l'accroissement de leur poids, et donc de leur visibilité (toute relative), provoque des mises en cause de leur légitimité par diverses catégories d'acteurs, susceptibles de provoquer un renforcement du cadre réglementaire, jusqu'alors quasiment inexistant.

Les autorités de régulation s'interrogent sur les impacts, en termes de liquidité des marchés financiers, des sorties de cote de sociétés importantes qu'ils opèrent (FSA, 2007). Des inquiétudes sont également soulevées sur un éventuel risque systémique découlant d'un recours massif à l'endettement et au transfert de risque par titrisation (AMF 2007).

S'ajoutent des questionnements sur la manière dont ces groupes "rendent compte" de leur activité. La communication d'informations, notamment sur leur activité et véritables performances est, en effet, jugée nettement insuffisante (rapport du Comité Walker qui propose dans ce domaine une autorégulation du Private Equity (PE) ; cf. infra).

Les performances des fonds de PE, notamment de LBO, sont mal connues et font l'objet de débats. Les investisseurs – et nombre de chercheurs – se heurtent à la difficulté d'évaluation des rendements effectifs (Cumming D. et Walz U., 2007). Selon les conclusions du rapport du CAE sur « *Le Private Equity et le capitalisme français* » (op.cit), le PE (non coté) ne surperforme pas significativement les places boursières. « *En revanche, les fonds des premiers déciles dégagent des performances supérieures à la sphère cotée. La taille des véhicules et l'expérience des équipes sont des facteurs particulièrement discriminants* »<sup>13</sup>

Les données publiées en 2007 par l'ECVA mettent en lumière la rentabilité supérieure des fonds LBO en Europe au sein des fonds de PE. La rentabilité moyenne annuelle de ceux-ci s'est élevée à 10,3 % sur 10 ans et celle des fonds LBO à 13,6 %<sup>14</sup> (tableau 1).

<sup>13</sup> Selon les déclarations de J-H Lorenzi (un des trois auteurs du rapport du CAE), lors de la conférence LBO organisée par les Echos, Capital Finance et l'Afic le 27 mai 2008.

<sup>14</sup> La rentabilité est calculée après prélèvement des frais de gestion et de la part des plus-values réalisées par les fonds qui est attribuée aux gestionnaires (*carried interest*).



Tableau n°1 – Taux de rendement des fonds de Private Equity européens

En %	3 ans	5 ans	10 ans
Capital Risque	8,7	0,5	5,5
LBO	13,2	7,2	13,6
<b>Total Private Equity</b>	<b>11,0</b>	<b>4,3</b>	<b>10,3</b>
Source:EVCA			

Aux États-Unis, la situation est inverse : les fonds LBO ont une rentabilité très inférieure au capital-risque et à l'ensemble du PE, mais toutefois supérieure au Nasdaq et au S&P (tableau 2).

Tableau n°2 -Taux de rendement des fonds de Private Equity américains

En %	3 ans	5 ans	10 ans
Capital Risque	9,4	-1,0	20,5
LBO	15,6	9,2	8,8
<b>Total Private Equity</b>	<b>13,2</b>	<b>5,9</b>	<b>11,2</b>
<b>Nasdaq</b>	<b>7,8</b>	<b>8,7</b>	<b>7,1</b>
<b>S&amp;P</b>	<b>9,9</b>	<b>5,2</b>	<b>7,5</b>

Source:NVCA

Au-delà de la question du montant des revenus qu'ils tirent de leurs activités, se pose la question de leur répartition<sup>15</sup> et des conséquences en termes d'emploi et de pérennité des sociétés acquises. L'impact social, difficilement évaluable (cf. ci-après), est souvent considéré comme négatif<sup>16</sup>.

Des critiques insistent également sur les conséquences sociétales de leur pénétration de secteurs procurant des services publics, comme la santé (TUAC, 2007). Disposant de monopole naturel, leur conférant des niveaux de marge stables et élevés, les sociétés de ces secteurs constituent des cibles privilégiées pour les fonds de *Private Equity*. Les perspectives court-termistes de ces derniers, en raison du service de la dette, obèrent alors les logiques d'investissement à long terme nécessaires aux activités de services publics pour être en mesure de fournir des services de qualité (Aglietta, 2007).

La structuration des *Private Equity* repose ainsi sur une complexité de montages financiers. Si cette structuration présente un risque de fragilité potentielle aux changements de législation ou d'environnement

<sup>15</sup> Le rapport du CAE recommande de ne maintenir la taxation favorable de la part des plus-values perçues par les gérants de fonds que sous réserve d'une répartition plus équitable de celles-ci, notamment en faveur des salariés de l'entreprises sous capital investissement.

<sup>16</sup> Cf. le rapport du CAE sur « *Le Private Equity et le capitalisme français* » (mai 2008) p.105 « pour pouvoir prospérer, le capital-investissement doit s'attacher à être mieux accepté socialement et surtout, il doit le faire mieux qu'il ne le fait aujourd'hui ».

économique, elle met en jeu et, par là même, profite à de très nombreux acteurs.

## *2.2. Des montages financiers complexes impliquant de nombreux acteurs du monde de la finance*

La structuration désormais répandue des Private Equity permet d'articuler des besoins et des ressources de financement relativement hétérogènes. Cette articulation s'opère grâce à des montages financiers, qui se caractérisent par une chaîne de délégation, tant de gestion que de conseils, reposant sur des mécanismes étudiés de contrôle et d'incitation. Si pendant longtemps les montages complexes étaient réservés aux grands groupes (et donc aux grandes opérations), ils apparaissent de plus en plus utilisés par des groupes de taille plus modeste (FSA, 2007).

- *Une structuration reposant sur des mécanismes étudiés d'incitation et de contrôle*

Cette structuration se décompose en deux catégories de relations, fondées sur les mêmes leviers. La première caractérise les rapports entre les investisseurs (apporteurs de capitaux) et les managers de fonds de *Private Equity* (apporteurs de compétences). La seconde caractérise les rapports entre ces managers et les dirigeants des sociétés cibles acquises par les fonds.

### *Une homogénéité de fonctionnement malgré une apparente diversité des cibles*

Le fonctionnement des *Private Equity* s'impose à toutes les sociétés financées même si ces dernières se caractérisent par une apparente diversité. Elles regroupent en effet aussi bien les sociétés innovantes présentant un risque relatif à leur potentiel de développement, à différents stades de développement, des sociétés plus matures, appartenant à des secteurs traditionnels, dont les actionnaires souvent familiaux désirent financer la transmission ou le développement, des sociétés issues de cessions d'activités de grands groupes ayant opéré, selon les principes de la finance, un recentrage de leur activité, que des sociétés délaissées par les marchés financiers car ne répondant pas aux "thèmes" portés par les investisseurs de l'époque.

Leur trait commun réside dans leur difficulté à bénéficier des financements "traditionnels". Le financement par *Private Equity* est, en effet, le plus coûteux. Cette difficulté est souvent "objectivée" et présentée comme inhérente au profil de risque de ces sociétés (risque trop élevé, difficile à appréhender...). On peut, à ce titre, s'interroger sur la construction sociale de ces profils de risques, c'est-à-dire sur la manière dont les acteurs, tant prêteurs qu'investisseurs, définissent leurs critères de catégorisation et donc d'exclusion des modes de financement traditionnels et orientent, par voie de fait, vers un financement par *Private Equity*. L'activité des fonds est souvent présentée segmentée par département, en soulignant les différences censées exister entre ceux chargés du financement des sociétés innovantes et ceux finançant par un recours important à l'endettement. Or, comme nous les verrons par la suite, ces départements appartiennent à une structure spécifique et commune de fonctionnement, tendant à homogénéiser les contraintes pesant sur les sociétés cibles en termes de définition de la performance, des modalités de son obtention, de son utilisation et des horizons de gestion.



### *Une structuration des relations entre les investisseurs, apporteurs de capitaux, et les gestionnaires, apporteurs de compétences*

Les investisseurs présentent également une relative hétérogénéité. Certains sont attirés par les rendements supposés. D'autres, comme les organismes bancaires, escomptent également des économies d'échelle avec leurs autres activités (cf. ci-après). En 1994, les investisseurs institutionnels représentent une large part des sommes investies dans les *Private Equity* américains, avec en premier lieu les fonds de pension, tant publics (22,5 %) que des grandes sociétés américaines (19,7 %). Participent également par ordre décroissant, les fondations (11,4 %, en particulier des universités américaines), les holdings des organismes bancaires (11 %), les grandes familles (10,3 %), les sociétés d'assurances (7,2 %) (Fenn et alii 1995).

Quelques années plus tard, en 2007, les investisseurs sur le marché européen présentent la même diversité puisque la répartition des sommes engagées s'opère entre les fonds de pension (18 %), les banques (11,8 %), les compagnies d'assurances (8,3 %), les fonds de fonds (11,2 %), les marchés de capitaux (7,6 %), les agences gouvernementales (5,4 %), les gestionnaires de fonds (4,5 %), les grands groupes (2,5 %), les institutions académiques, les investisseurs individuels, les fondations (la catégorie "autres" représentant 22,8 %). La typologie des investisseurs participant à la levée des fonds en France apparaît plus atypique en raison de la faible présence des fonds de pension, soit notamment les compagnies d'assurances (21 %), les personnes physiques (18 %), les fonds de fonds (17 %), les organismes bancaires (17 %) et les caisses de retraite (16 %) <sup>17</sup>.

Les apports et les investissements sont régis entre les parties concernées au travers de contrats spécifiques (ou *partnership*). Cette structuration comprend des éléments généraux, développés ci-dessous. Elle se décline ensuite selon les particularités juridiques et fiscales des pays d'accueil, par l'ajout notamment de structures juridiques intermédiaires destinées à répondre aux obligations locales, tout en optimisant l'imposition des revenus des différents acteurs.

Les investisseurs (ou *limited partners*) apportent à une structure intermédiaire (*Private Equity fund*) les montants financiers nécessaires à l'acquisition de portefeuilles de sociétés dans un cadre de *limited partnership* <sup>18</sup>. Cette "structure", ou ce "contrat", sans personnalité juridique, représente un ensemble de droits et d'obligations. Elle peut concerner plusieurs portefeuilles, regroupant eux-mêmes plusieurs sociétés. Les sommes apportées sont bloquées sur une période donnée, généralement dix ans avec quelques extensions possibles, période à l'issue de laquelle les investisseurs doivent pouvoir récupérer leur mise, sous forme de trésorerie ou de titres. Durant la première partie de la période (3 à 5 ans), les capitaux sont investis puis gérés et progressivement liquidés dans la seconde période. Les investisseurs peuvent opérer eux-même une diversification de leurs fonds de *Private Equity* ou investir au travers "de fonds de fonds".

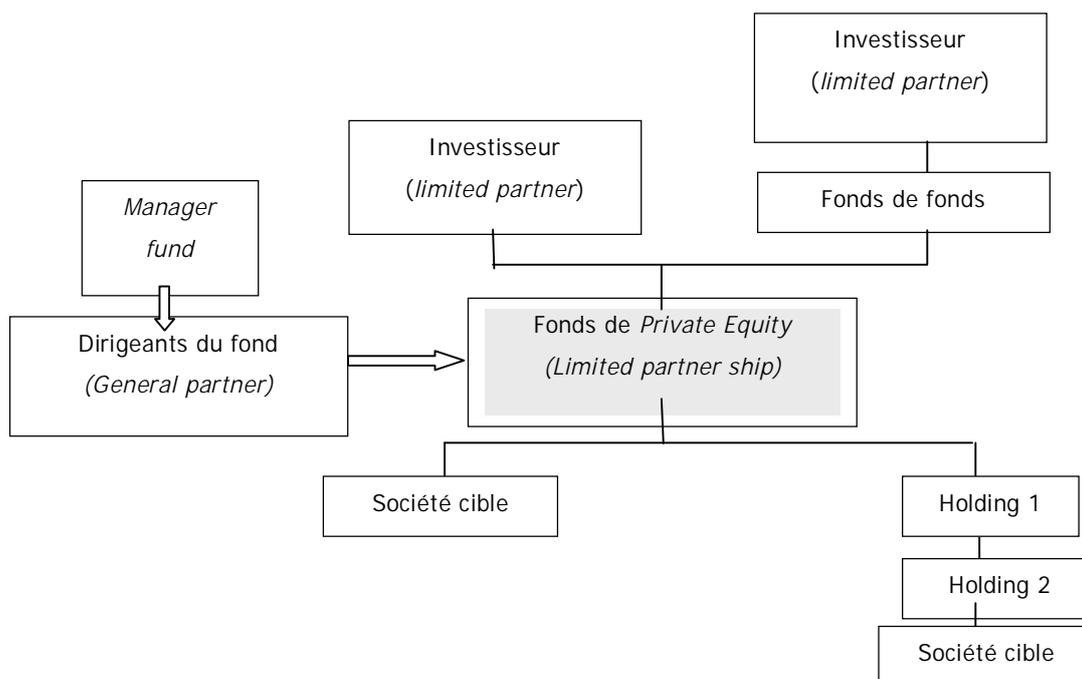
Les fonds sont gérés par une société dirigeante, comprenant divers managers associés, appartenant à un groupe de *Private Equity* (tel que Carlyle, Kohlberg, Kravis, Roberts, Blackstone), qui s'engage, dans un

<sup>17</sup> Ces pourcentages ne prennent pas en compte les sociétés détenues par des fonds étrangers.

<sup>18</sup> Structure particulière dans le sens où elle n'a pas de personnalité juridique en tant que telle.

cadre de *General Partner*, à augmenter la valeur des sociétés acquises. Les dirigeants peuvent être d'anciens dirigeants de groupes industriels (ou de services) ou d'anciens responsables de banques d'affaires. Ils sont notamment chargés de trouver et de négocier les investissements potentiels, de configurer les portefeuilles, de gérer les sociétés cibles et, *in fine*, de revendre les titres. Le *General Partner* ne détient qu'un très faible pourcentage des fonds.

Figure n°1 : La structure d'un fond de Private Equity



En raison de l'illiquidité des sommes apportées et du risque associé, des mécanismes de contrôle des *General Partners* par les investisseurs sont mis en place, fondés sur des formes particulières de rémunération ainsi que sur le respect de certaines règles d'investissement.

La rémunération des *General partners* se compose, pour une première partie, de diverses redevances annuelles. La principale redevance a trait aux activités de conseils et de management. Le pourcentage peut être fixe, entre 1 % et 2 % des sommes engagées dans les fonds ou parfois uniquement des sommes investies dans les sociétés, afin d'en accélérer l'utilisation. Ce pourcentage peut également diminuer au cours du temps, en liaison avec la liquidation supposée progressive du fonds, pour éventuellement se révéler nul en cas d'extension de la durée de vie. La seconde version oblige ainsi le *General Partner* à réaliser le plus rapidement possible le portefeuille. Elle peut s'accompagner d'une redevance, généralement faible, liée au suivi du processus de transformation de la cible, et d'une redevance de transactions, entre 0,5 % et 1 % des sommes obtenues, destinée à couvrir en partie les coûts engagés (OCDE 2007).

La seconde partie de la rémunération est constituée d'une part (environ 20 %) des gains dégagés par l'ensemble du fonds ("*carried interest*") et non fractionnée par investissement. Le *General Partner* est ainsi incité à concentrer ses efforts sur tous les investissements et non uniquement sur les plus rentables. Ses intérêts sont ainsi alignés sur ceux des investisseurs. Par ailleurs, cette rémunération n'est souvent versée qu'après vérification

de l'atteinte effective d'un certain rendement, lors de la liquidation du fonds. Elle est alors souvent calculée sur la base des sommes obtenues après réalisation des titres, non à partir d'une valeur de marché "théorique".

Ces rémunérations sont censées également couvrir les dépenses inhérentes au fonctionnement des fonds. L'absence d'information à ce sujet rend cependant difficile l'appréciation de la rémunération nette. En raison du rythme de vie des fonds et des rémunérations associées, les dirigeants de fonds gèrent leurs différents fonds en "décalé". Ils sont ainsi incités à créer de nouveaux fonds tous les trois à cinq ans.

Les investisseurs peuvent également demander au *General Partner* de respecter certaines règles, destinées à limiter les prises de risque excessives, comme une certaine diversification des investissements réalisés par le fonds ou une définition préalable des investissements possibles (comme, par exemple, l'interdiction d'investir dans les autres fonds gérés par le même G.P.).

En raison des enjeux, les choix réciproques entre *Limited Partners* et *General Partners* se révèlent cruciaux. Le retrait brutal de certains investisseurs institutionnels peut remettre en cause l'équilibre des sociétés de *Private Equity* et la non-atteinte des performances par les *General Partners* peut affecter les investisseurs en raison du blocage de leur fonds. Les mécanismes de construction de réputation jouent un grand rôle en raison notamment de la difficulté à apprécier, *ex ante*, les performances des *General Partners*. En cas de réussite, les couples tendent à se reformer sur d'autres fonds.

Aux différents mécanismes régissant les opérations de sélection, d'évaluation, de contrôle et de réalisation des fonds de *Private Equity*, se conjuguent ceux régissant les rapports entre les sociétés "cibles" et les gestionnaires de fonds. Ce type de financement se révélant relativement coûteux et contraignant pour la société cible qui y recourt, il est intéressant d'analyser comment ce type de financement peut être présenté comme attractif.

### *Les relations entre les gestionnaires de fonds et les dirigeants des sociétés cibles*

L'alignement des intérêts des dirigeants des sociétés cibles sur ceux des gestionnaires de fonds s'effectue également par le biais des incitations et des contrôles. À la différence des rapports précédemment décrits, la rémunération des dirigeants des sociétés cibles repose sur la forte plus-value escomptée sur leurs titres lors de la revente de la société. Le gestionnaire de fonds contrôle la société par sa présence au conseil d'administration, ses droits de vote et son contrôle des sources de financement.

L'intéressement des dirigeants des sociétés cibles à la réussite des opérations est rendu nécessaire, soit par leur rôle initiateur dans la prise de participation, soit pour conserver leurs compétences dans l'entreprise. Il comporte souvent des clauses de réajustement, fonction des performances des dirigeants. Le gestionnaire de fonds conserve généralement la maîtrise de la situation et la capacité de révoquer les dirigeants.

- *La structuration d'une véritable "industrie"*

La structuration des fonds par chaîne de délégation implique en fait une large catégorie d'acteurs avertis du monde de la finance, associés aux différents moments clés de la vie des fonds, comme leur constitution, leur fonctionnement ou l'organisation de la sortie des investissements.

*Les différents acteurs de l'endettement, variables selon le degré d'innovation financière*

Les banques, en tant qu'apporteurs de dettes, peuvent intervenir à différents niveaux. L'effet de levier est traditionnellement recherché au niveau de la société cible. Mais il peut également être mis en œuvre au niveau du fonds de *Private Equity* avec l'accord des investisseurs, voire au niveau de fonds de fonds, à hauteur de 10 % à 20 % (FSA, 2007).

Au niveau des sociétés cibles, la répartition entre capital et endettement varie selon le type d'investissement, le contexte macro-économique, les innovations financières. Si l'investissement dans les sociétés innovantes de premier âge est pratiquement uniquement réalisé par apports de capital, les autres types d'investissement comportent toujours un pourcentage d'endettement, dans la composition évolue. À un premier stade, l'endettement est uniquement senior, rémunéré par intérêts et annuellement remboursable. À un second stade, est adjoint un endettement junior, dont le remboursement est subordonné au remboursement de la dette senior et dont la rémunération est donc supérieure à celle de la dette senior (souvent sous forme d'obligations convertibles en actions). Un troisième stade peut intégrer des financements plus exotiques et innovants. Chaque catégorie de dettes peut donner lieu à une localisation dans une holding spécifique, en ajustant les garanties au niveau du risque porté. La dette senior est alors localisée dans la holding détenant la société opérationnelle, la dette junior dans la holding au-dessus et le capital investi dans la holding supérieure.

Selon l'importance des montants prêtés, les organismes bancaires conservent, ou non, à leur bilan les dettes octroyées. Lors de la réalisation d'opérations portant sur des petites ou des moyennes sociétés, les prêts sont généralement octroyés par les banques commerciales dont les revenus sont traditionnellement assurés par les intérêts versés. Les banques conservent donc ces prêts à leur bilan. Lors de montages importants, réalisés alors par les banques d'investissement, les dettes sont revendues à des différents acteurs, fonds d'arbitrage (*hedge funds*), compagnies d'assurance ou autres banques d'investissement, voire intégrées dans des produits financiers structurés de type *Collateralized Debt Obligations*<sup>19</sup> (CDO). Ces produits sont tristement devenus célèbres avec la crise des *subprimes*.

*L'importance des conseils lors de la constitution des fonds en raison des forts coûts informationnels*

Le nombre réduit des personnes intervenant dans la gestion des fonds et les coûts de collecte et d'analyse de l'information induits par ces montages financiers ont conduit au développement du rôle des conseillers. Ces derniers facilitent la recherche de sociétés cibles pour les fonds ainsi que la mise en relation entre les fonds et les investisseurs. Ces activités

<sup>19</sup> Structure de titrisation d'actifs financiers mises en place par les organismes financiers à destination d'investisseurs.



rémunérées de conseils en fourniture d'informations leur permettent également de valoriser leur activité principale, tout en soulevant la rituelle question des conflits d'intérêt.

Lors de la recherche des cibles, les *General partners* s'appuient sur les relations développées en premier lieu avec les banquiers d'affaires et les analystes financiers, en second lieu avec les banques commerciales, spécialisées selon la taille des affaires réalisées, voire les sociétés d'audit. À titre d'exemple, en 1993, JP Morgan avait réalisé 24 affaires d'un montant global de 651 millions de dollars et CS FirstBoston, 10 affaires d'un montant global de 1,3 milliard de dollars (Fenn et alii, 1995).

Grâce à leur activité originelle, ces acteurs sont en effet susceptibles de repérer d'éventuelles affaires, de procéder à leur évaluation et de rédiger des rapports diffusés auprès de différents fonds. Cette diffusion peut emprunter les mêmes circuits que ceux utilisés par les analystes financiers pour les sociétés cotées, donnant lieu à des présentations sous forme de "road shows" réunissant différents investisseurs et représentants de sociétés de *Private Equity*. Contrairement aux activités réalisées sur les marchés financiers, les rémunérations, sont en général versées après appréciation de la qualité des conseils, à l'issue d'une période de trois à cinq ans. Elles peuvent représenter jusqu'à 5 % à 6 % des sommes mises en jeu (Fenn G. et alii 1995).

Ces "activités accessoires" permettent également à ces conseillers d'obtenir un retour pour leurs activités principales, jouant ainsi sur les économies d'échelle. Les banquiers d'affaires et les analystes financiers escomptent des introductions en Bourse ultérieures de la société cible, les banques commerciales, l'octroi de prêts, les auditeurs, la conduite des due diligences lors des acquisitions (FSA, 2007). Pour les sociétés de plus petites tailles, le même schéma se décline, impliquant des acteurs plus spécialisés sur les moyennes capitalisations et, plus largement, les professions du chiffre.

La réunion de fonds importants au niveau des *Limited Partnership* peut également être facilitée par le recours à des intermédiaires chargés de trouver certains investisseurs, en particulier les fonds de pension. La rentabilité de ce type de conseil a notamment conduit certaines banques d'affaires à créer un département spécialisé en la matière.

Les investisseurs peuvent également avoir recours à des conseillers, chargés d'auditer les retours attendus proposés par les fonds, la formation du portefeuille et d'évaluer la teneur des contrats, en particulier les modes de rémunération.

### *La gestion des sorties : le développement de "marchés secondaires"*

Le développement de "marchés secondaires" permet de résoudre les problèmes d'illiquidité à deux niveaux. Le premier niveau concerne les droits détenus par les investisseurs dans les fonds de *Private Equity* ; le second niveau concerne les titres détenus par les fonds dans les sociétés cibles.

Les investisseurs peuvent ainsi vendre, avec l'accord des *General Partners*, les pourcentages qu'ils détiennent dans un ou plusieurs fonds, sans attendre la liquidation de ce dernier. Jusqu'alors plutôt discrétionnaire, ce marché s'est profondément étoffé ces dernières années en affichant une nouvelle vocation. Auparavant considéré comme un marché de vente d'affaires dépréciées, il permet maintenant à de nouveaux acteurs moins avertis, d'investir dans des fonds déjà constitués et en état de fonctionnement (FSA, 2007). Segmenté selon la taille des affaires, ce marché est animé par les banques d'investissements ainsi que par des

sociétés spécialisées, entourées de divers agents assurant les mises en relation.

La vente des titres des sociétés détenues lors de la liquidation des fonds constitue une autre étape clé. Si, pour les petites sociétés, la revente aux dirigeants peut être une voie recherchée, la revente à d'autres fonds de Private Equity est souvent opérée.

Les Private Equity recouvrent donc une structuration complexe et difficilement cernable. Les problèmes de conflits d'intérêt entre investisseurs et gestionnaires, posés tant par la littérature financière académique (Cummings et Walz, 2007) que par les organismes de régulation (FSA 2007), dépassent bien évidemment les rapports entre ces deux catégories d'acteurs et posent plus largement la question de l'opacité de ces modes de fonctionnement. Cette structuration se révèle également évolutive. Le développement des marchés secondaires illustre comment les phénomènes de raccourcissement d'horizon de gestion peuvent s'amplifier et l'incorporation des dettes dans des produits structurés témoigne des transferts « discrets » de risques qui peuvent s'opérer.

Tableau n°3 « L'industrie » des fonds de Private Equity

Acteurs impliqués	Création du fonds	Vie du fonds	Liquidation ou reconfiguration
General Partners	À l'origine de la création	Gestion du fonds	Responsable de la « liquidation » du fond
Banques commerciales	Repérage des cibles Octroi de prêts seniors et juniors aux cibles		
Banques d'investissement	Repérage des cibles (analystes financiers-courtage) Evaluation des cibles (analystes financiers corporate) Recherche de <i>limited partners</i>		Animation du marché des LBO secondaires
Investisseurs	Apports de capitaux en tant que <i>Limited partners</i>  Octroi de dettes juniors Acquisition de produits financiers structurés intégrant prêts LBO		
Auditeurs et conseillers	Evaluation des due-diligences Evaluation des retours attendus des fonds de PE		

Plus globalement, l'analyse de ces montages montre également comment s'imbriquent, par la mobilisation des mêmes acteurs, les activités marchés et hors marchés. L'activité d'octroi de prêt par des banques commerciales apparaît comme la face apparente d'un iceberg dont la face plus immergée



regroupe les investisseurs institutionnels mais également les banques d'investissement, sous leurs divers différents rôles de conseil.

- **La question de la diffusion des informations par les fonds d'investissement**

#### *A) Les contradictions de la financiarisation poussée à l'extrême*

L'objectif central des opérations du *private equity* étant d'aligner les intérêts des dirigeants des sociétés cibles sur ceux des actionnaires et des gérants des fonds, elles sont plébiscitées par les tenants de la gouvernance actionnariale, comme étant une solution supérieure à celle du public equity. « *La gouvernance des LBO est supérieure à celle des autres formes d'organisation d'entreprise parce qu'elle fixe des objectifs ambitieux aux dirigeants, lesquels sont étroitement et fréquemment encadrés, conseillés, contrôlés, et que par ailleurs tout le système est orienté vers la performance financière dans un laps de temps bien défini, notamment par des incitations financières très fortes à tous les étages de la structure du capital-investissement* » (Jacquillat, in Gachant et alii, 2008).

Cette évolution de la gouvernance d'entreprise sous l'impact du *private equity* se fait au prix d'un accroissement très significatif de l'asymétrie d'information au profit du monde financier, et contribue à l'opacité des portefeuilles sous *private equity*. Une question essentielle est donc posée quant aux obligations de diffusion de l'information applicables aux sociétés non cotées et aux fonds d'investissement. Actuellement le développement du *private equity* se traduit par une réduction des obligations de reporting pour les nombreuses sociétés cotées qui passent sous contrôle des fonds d'investissement (un des avantages reconnu par les fonds d'investissement est qu'ils échappent à l'obligation de reporting). Ainsi le changement de structure actionnariale supprime les obligations d'information publique, ce qui est anormal. D'une part le *business model* spécifique du *private equity*, l'expansion de cette industrie et la taille croissante des entreprises cibles nécessiteraient un débat public et transparent. D'autre part les normes de communication des entreprises devraient être définies en fonction de leur impact économique et social plutôt qu'en fonction de la structure actionnariale ou juridique de l'entreprise. En quelque sorte la substance devrait primer sur la forme (ce qui est un des principes structurants des normes comptables internationales – IFRS ...). La question est d'autant plus importante qu'il y a un risque d'alignement par le bas de la diffusion d'information, y compris pour les sociétés cotées. Certains auteurs n'hésitent pas à inciter les sociétés cotées à s'inspirer des règles de gouvernance des LBO, notamment concernant « les rémunérations incitatives des dirigeants, la structure de l'actionnariat, la structure financière et la communication des sociétés cotées avec le marché financier » (Jacquillat, in Gachant et alii, 2008). Sur le dernier point, l'argument utilisé est que les sociétés sous LBO peuvent prendre des décisions à long terme, sans se soucier de l'impact de telles décisions sur les résultats comptables à court terme. On observera ici que le simple fait de n'être pas coté est une protection suffisante qui n'a pas besoin d'être confortée par l'absence de communication (notamment interne)...

#### *B) Les pistes proposées pour améliorer la communication publique des fonds d'investissement et des sociétés sous LBO*

Le débat porte aujourd'hui sur la nécessité éventuelle d'imposer des normes de communication aux sociétés non cotées. Les associations de *Private Equity* s'efforcent d'éviter de nouvelles réglementations en

proposant l'adoption de codes de conduite à leurs membres. Le problème des codes de conduite est leur caractère volontaire et donc l'incertitude sur la qualité des informations publiées et l'hétérogénéité des situations.

Le rapport Walker<sup>20</sup> présente un certain nombre de propositions de contenu à inclure dans le rapport annuel des sociétés sous LBO. Il s'agit de s'appuyer sur la réalité économique de l'entreprise plutôt que sur sa structure légale ainsi que sur les dispositions en vigueur pour les sociétés cotées.

Parmi les principales améliorations de la communication (proposées pour la Grande Bretagne, mais à vocation plus générale), on peut noter :

- l'affichage du rapport annuel et des états financiers sur le site Web de la société dans les quatre mois suivant la fin de l'année (au lieu des 9 mois actuellement prévus par le droit des sociétés) ;
- l'inclusion, dans le rapport de détails sur la composition du conseil d'administration, en indiquant de façon séparée les dirigeants de la société, les administrateurs exerçant des fonctions de direction de l'associé-gérant ou du fonds et les administrateurs que l'on a fait venir de l'extérieur ;
- la communication financière doit couvrir la gestion du bilan, y compris les liens renvoyant aux états financiers afin de décrire le niveau, la structure et la conditionnalité de la dette : l'information sur la dette est particulièrement importante car elle est une caractéristique essentielle du financement des entreprises sous LBO : généralement élevée et complexe, en grande partie composée d'emprunts *in fine* et dont les intérêts sont remboursables à l'échéance. Les flux de trésorerie disponibles ne livreront donc, à eux seuls, guère de renseignements sur l'endettement.

Il est également envisagé une communication plus large pour les associés-gérants eux-mêmes :

- indication de l'équipe dirigeante de la société de gestion, désignant les plus hauts responsables de l'équipe de l'associé-gérant ou du groupe conseillant l'associé-gérant ;
- description de la philosophie sous-tendant leur démarche vis-à-vis des salariés et des conditions de travail dans les entreprises figurant dans leur portefeuille, ainsi que vis-à-vis du règlement des conflits d'intérêt susceptibles de se faire jour et vis-à-vis de la responsabilité sociale de l'entreprise ;
- une indication générale sur les antécédents de leurs fonds en matière de performance assortie d'une analyse permettant de donner une idée de la part de l'amélioration de la valeur obtenue sur les portefeuilles, les flux générés par le montage financier, la croissance des coefficients de capitalisation des résultats sur le marché et dans le secteur et provenant de leur gestion stratégique et opérationnelle de l'entreprise ;
- une caractérisation des commanditaires de leurs fonds.

---

<sup>20</sup> Guidelines for disclosure and transparency in private equity, novembre 2007.



*Chapitre II* | *La France dans le mouvement  
de la financiarisation*



La réforme des marchés des capitaux des années 1980 s'est traduite par un développement du rôle de la Bourse dans le financement de l'économie et l'internationalisation de la place financière de Paris. À la fin de cette décennie, le marché boursier français s'ouvrait par étapes aux investisseurs français et le nombre d'entreprises cotées augmentait rapidement.

Parallèlement, l'État s'est désengagé progressivement des grandes entreprises, qui avaient été nationalisées en 1981, par la constitution de « noyaux durs » ou « participations croisées » entre banques, sociétés d'assurances et entreprises industrielles. Ce système de « participations croisées » a été une caractéristique du capitalisme français des années 1990.

Dans le même temps, ces entreprises ont développé des stratégies globales dont la mise en œuvre impliquait un recentrage sur les métiers de base et des politiques financières adaptées à l'obtention des ressources nécessaires. Celles-ci ont été dégagées par la cession de participations ou d'activités considérées comme non stratégiques et le dénouement des participations croisées.

Ce mouvement a facilité la montée en puissance des fonds d'investissement étrangers, principalement d'origine anglo-saxonne, dans le capital des grandes entreprises cotées françaises. Ainsi, dès la fin des années 1990, plusieurs entreprises du CAC 40 étaient détenues à plus de 40 % par des investisseurs institutionnels non-résidents.

Cette transformation du capitalisme français a été rapide et brutale, passant d'une « économie de cœur financier » à une « économie de marché financier » dans laquelle l'actionnaire est un acteur majeur, en particulier les fonds d'investissement (Morin, 1998). Les développements suivants font le point sur l'évolution de la financiarisation sur ces dix dernières années.

Nous retiendrons trois critères couramment employés dans la mesure la financiarisation pour apprécier l'évolution de la financiarisation de l'économie française comparée à celle des principales économies de l'OCDE sur la période 1995-2006 :

- le niveau de capitalisation boursière ;
- le poids des investisseurs institutionnels et leur influence sur les marchés financiers ;
- le développement des fonds de *Private equity* LBO.

L'évolution de ces indicateurs montre que l'économie française, comparée à celles des autres pays de l'Europe continentale et du Japon, est celle qui se rapproche le plus des économies anglo-saxonnes, en particulier l'économie britannique. On ne peut toutefois déduire de ce constat, tiré à partir de trois critères de financiarisation des économies, l'existence d'une convergence de la France vers le modèle de capitalisme anglo-saxon.

## 1. Niveau de capitalisation boursière : la France a connu la plus forte progression

Tableau n°4 – Evolution du ratio « Capitalisation boursière/PIB » (en %)

Pays	1995	1999	2002	2003	2004	2005	2006
Royaume-Uni	98	195	114	148	132	139	162
Etats-Unis	78	181	106	134	140	137	147
France	35	104	68	93	78	128	109
Japon	81	100	52	74	77	101	106
Allemagne	28	68	35	54	44	44	56

Source: d'après les données de la World Federation of Exchanges et des autorités nationales des marchés financiers

Les niveaux de capitalisation boursière sont depuis longtemps plus élevés aux États-Unis et au Royaume-Uni par rapport aux autres pays de l'OCDE, notamment ceux de l'Europe continentale et du Japon. Le ratio de capitalisation boursière/PIB s'élevait en 2006 à 162 % au Royaume-Uni et à 147 % aux États-Unis contre 109 % en France, 106 % au Japon et 56 % en Allemagne<sup>21</sup>.

Ce ratio augmente dans tous les pays de notre échantillon entre 1995 et 2006 (tableau 4). Mais sur cette période, la progression la plus forte est celle enregistrée par la France. Le poids de la capitalisation boursière par rapport au PIB y a été multiplié par 3 (109 % en 2006 contre 35 % en 1995). Dans le même temps, celui de l'Allemagne a été multiplié par 2 (56 % contre 28 %).

Dans les pays où le niveau de capitalisation était plus élevé en 1995, la progression a été moins spectaculaire qu'en France. Le ratio de capitalisation boursière/PIB est passé aux États-Unis de 78 % à 147 % en 2006, de 98 % à 162 % au Royaume-Uni et de 81 % à 106 % au Japon.

Si les écarts entre les pays anglo-saxons et les pays d'Europe continentale demeurent importants, on constate que l'écart de la France s'est resserré alors que celui de l'Allemagne s'est creusé. Le niveau de capitalisation français est légèrement supérieur à celui du Japon.

<sup>21</sup> Capitalisation boursière et PIB exprimés en dollars US.



## 2. L'accroissement du poids des investisseurs institutionnels <sup>22</sup>

### 2.1. Le poids des actifs financiers des investisseurs institutionnels en France se rapproche de celui des pays anglo-saxons

Tableau n°5 – Actifs financiers des investisseurs institutionnels en % du PIB

Pays	1991	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Royaume-Uni	117	225	210	192	165	175	181	207	nd
Etats-Unis	126	195	185	177	163	182	188	190	200
<b>France</b>	<b>56</b>	<b>123</b>	<b>131</b>	<b>130</b>	<b>124</b>	<b>132</b>	<b>148</b>	<b>161</b>	<b>174</b>
Japon	74	119	108	111	114	122	129	150	nd
Allemagne	34	97	99	99	97	105	107	116	119
Italie	21	96	94	91	84	90	91	96	98
Espagne	18	63	59	57	56	59	61	64	nd

Source: d'après les données de la base OECD-Stat.2008

En France, le total des actifs financiers atteint 174 % du PIB en 2006 (contre 123 % en 1999 et 56 % en 1991). La France demeure ainsi au troisième rang derrière les pays anglo-saxons, loin devant les autres pays européens (tableau 5).

Pour les États-Unis en 2006 et le Royaume-Uni en 2005, le total des actifs financiers représente plus de 200 % du PIB. Ces taux, qui sont du même ordre que ceux constatés dès 1995, sont plus élevés que dans les pays de l'Europe continentale et le Japon.

Ce resserrement de l'écart entre la France et les pays anglo-saxons renvoie à une croissance particulièrement forte du montant des actifs financiers des II en France entre 1999 et 2006. À fin 2006, il s'élevait à 3 415 millions d'euros (contre 1 884 millions en 1999).

<sup>22</sup> Précisions méthodologiques sur la nature et le mode de collecte des données :

La publication de l'annuaire statistique de l'OCDE sur les investisseurs institutionnels a été suspendue en 2003. La nouvelle base de données électronique vise à mieux intégrer les données sur les II dans le cadre du Système de Comptabilité Nationale (SCN93). Elles proviennent des Instituts nationaux statistiques ou des Banques Centrales.

Pour chaque pays de l'OCDE, les montants sont reportés par secteur institutionnel : les fonds d'investissement, les sociétés d'assurances et les fonds de pension, les autres formes d'épargne institutionnelle. Au sein de chaque secteur, il existe une ventilation plus fine par type d'investisseurs, mais les données ne sont pas systématiquement consolidées.

Au sein des fonds d'investissement, on distingue les sociétés d'investissement à capital variable, ventilées en fonds commun de placement sur le marché monétaire et autres fonds communs de placement, et les sociétés d'investissement à capital fixe, dont les fonds de placement immobilier.

Au sein des sociétés d'assurance et des fonds de pension, on distingue les sociétés d'assurances ventilées en sociétés d'assurance vie et sociétés d'assurance non vie, et les fonds de pension autonomes.

Les actifs financiers inclus dans la base de données sont : les actions et autres participations, titres autres qu'actions (pour l'essentiel, il s'agit d'obligations), crédits, monnaie et dépôts, autres actifs financiers.

Tableau n°6 -Croissance des actifs financiers par type d'investisseurs 1999-2006 (montant en monnaie nationale, indice en 2006, base 100 en 1999)

Type d'investisseur	R-U*	Etats-Uni	France	Japon*	Allemagn	Italie*	Espagne
Fonds d'investissement	152	160	196	143	137	70	128
Sociétés d'assurance	122	153	178	118	144	223	193
Fonds de pension	119	126	0	134	149	241	232
Autres	0	585	0	114	0	148	0
<b>Total</b>	<b>125</b>	<b>146</b>	<b>186</b>	<b>127</b>	<b>142</b>	<b>133</b>	<b>158</b>
*période 1999-2005							
Source: d'après les données de la base OECD-Stat.2008							

La structure de la répartition des actifs financiers par type d'investisseurs et par pays reste marquée par les différences institutionnelles nationales, notamment le mode de financement des retraites (tableau 7).

Tableau n°7 – Actifs financiers par catégorie d'investisseurs et par pays en 2006

Pays	Fonds d'investissement	Sociétés d'assurance	Fonds de pension	Autres	Total
Royaume-Uni	17	47	37	0	100
Etats-Unis	38	23	37	2	100
<b>France</b>	<b>48</b>	<b>52</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>100</b>
Japon	46	35	16	4	100
Allemagne	38	52	9	0	100
Italie	22	38	2	38	100
Espagne	48	39	13	0	100
Source: d'après les données de la base OECD-Stat.2008					

On note qu'en Allemagne, les fonds de pension représentent une part croissante du financement de l'économie. Cette évolution est due pour l'essentiel aux avantages fiscaux consentis à l'épargne salariale placée dans ces fonds. La part des fonds de pension dans le total des actifs financiers des II a plus que doublé entre 1999 et 2006 : 9 % contre 4 %.

Par exemple, l'encours géré par les fonds de pension autonomes représentait aux États-Unis, en 2006, 74 % du PIB et 37 % des actifs financiers des II. Les taux pour le Royaume-Uni en 2005 sont du même ordre de grandeur : 76 % du PIB et 36 % des actifs financiers des II (contre respectivement 84 % et 37 % en 1999).

Dans les pays à système de retraite par répartition comme la France ou l'Allemagne, l'épargne des ménages est principalement investie en assurance-vie ou en fonds commun de placement, notamment en OPCVM. En 2006, l'encours géré par les fonds d'investissement représentait, en France, 48 % du total des actifs financiers des II et celui des sociétés d'assurances 52 % (contre respectivement 46 % et 54 % en 1999) (tableau 4). Sur une période plus longue (1991-2006), on constate également peu de modifications structurelles dans la répartition des actifs financiers par type d'investisseurs (tableau n°8).

Tableau n°8 Actifs financiers par type d'investisseurs en France (1991-1999-2006)

En %	Fonds d'investissement	Sociétés d'assurance	Fonds de pension	Autres	Total
1991	46	54	0	0	100
1999	45	55	0	0	100
2006	48	52	0	0	100

Source: d'après les données de la base OECD-Stat.2008

## 2.2. La croissance de la part des actions dans le portefeuille des fonds d'investissement

La structure du portefeuille des actifs financiers des II est révélatrice de l'influence qu'ils peuvent exercer. En particulier, la taille des investisseurs en actions joue un rôle déterminant dans la possibilité de maintenir la propriété domestique des entreprises.

Sur la période sous revue, on constate pour la France une augmentation de la part des actions dans le portefeuille des fonds d'investissement (50 % en 2006 contre 42 % en 1999) et une stabilité dans celui des sociétés d'assurances autour de 42 %-43 % du total de leurs actifs financiers (tableaux 9 et 10).

Tableau n°9- Evolution de la structure des actifs financiers par catégorie d'actif et type d'investisseur en France (1999 et 2006)

En %-	Actions	Titres autre qu'actions	Numéraires	Crédits	Autres	Total
<b>Fonds d'investissement</b>						
1999	42	48	6	0	4	100
2006	50	43	5	0	2	100
<b>Sociétés d'assurance</b>						
1999	42	48	2	5	3	100
2006	43	49	2	3	4	100

Source: d'après les données de la base OECD-Stat.2008

Tableau n°10- Croissance des actifs financiers par catégorie d'actif et type d'investisseur en France (indice en 2006, base 100 en 1999)

	Actions	Titres autre qu'actions	Numéraires	Crédits	Autres	Total
<b>Fonds d'investissement</b>	237	173	164	131	101	196
<b>Sociétés d'assurance</b>	181	182	170	93	245	178

Source: d'après les données de la base OECD-Stat.2008

Dans le contexte de la chute des marchés financiers en 2007, les II ont accru la part des obligations d'État. Cette évolution devrait se maintenir en 2008 selon près des 2/3 des II (source : Multiratings).

L'encours des actifs nets des OPCVM représente plus de 80 % des actifs financiers des fonds d'investissement. À plus de 50 %, cet encours était investi dans des fonds « orientés actions ». Leur montant s'élevait à 636 milliards d'euros à fin 2007, ce qui représente 51 % du total des actifs nets (contre 46,6 % en 2001 et 14,9 % en 1990).

- *Une croissance des fonds « orientés actions » effectuée principalement dans les années 90*

C'est au cours des années 1990 que les OPCVM ont été investis dans des fonds orientés actions plutôt qu'en obligations ou en liquidités. La part des seules actions est actuellement de 25 % du total de leurs actifs nets contre 10,8 % en 1990. La part des obligations est de 13,6 % à fin 2007 (contre 14,8 % en 2006 et plus de 17 % en 2001 et 1990). La part de ces dernières dans le total de l'encours des actifs nets est passée de près de 68 % en 1990 à 30,7 % en 2001 et 29,8 % en 2007 (tableau n°11).

Tableau n°11- Evolution de la structure des actifs nets des différentes catégories d'OPCVM en France

En %	1990	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007*
<b>Actions</b>	<b>10,8</b>	<b>21,6</b>	<b>16,3</b>	<b>17,6</b>	<b>18,7</b>	<b>22,8</b>	<b>25,3</b>	<b>25,4</b>	<b>31,6</b>
Diversifiés	4,1	25,0	23,3	23,5	22,4	22,8	22,8	23,0	28,7
Fonds alternatifs	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	1,4	1,8	2,6	3,3
<b>Sous-total des fonds orientés actions</b>	<b>14,9</b>	<b>46,6</b>	<b>39,6</b>	<b>41,1</b>	<b>42,2</b>	<b>47,0</b>	<b>49,9</b>	<b>51,0</b>	<b>63,6</b>
<b>Obligations</b>	<b>17,3</b>	<b>17,8</b>	<b>19,0</b>	<b>18,7</b>	<b>19,4</b>	<b>16,3</b>	<b>14,8</b>	<b>13,6</b>	<b>16,9</b>
Garantis-Fonds à formule	0,0	4,9	6,1	6,9	5,9	5,6	5,3	5,6	7,0
Monétaires	67,8	30,7	35,3	33,3	32,5	31,1	30,0	29,8	37,2
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>124,7</b>							

\*en Mds €  
Source: d'après les données de l'AMF.

- *L'internationalisation du portefeuille des OPCVM*

L'analyse de l'encours investi en actions confirme que les OPCVM ont procédé à une diversification internationale de leur portefeuille. Ce qui a réduit de plus de moitié la part des actions françaises, qui est passée de 39,4 % du total des actions en 2001 à 16,8 % en 2007. Cette réorientation des placements a bénéficié aux actions des autres pays de la zone euro (43,4 % en 2007 contre 18,8 % en 2001) alors que la part des actions internationales est demeurée dans une fourchette de 35 % à 40 % au cours des dernières années (tableau n°12).

Tableau n°12- Evolution de la structure du portefeuille des OPCVM

En %	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007*
<b>Actions françaises</b>	<b>39,4</b>	<b>34,7</b>	<b>30,1</b>	<b>27,5</b>	<b>22,9</b>	<b>20,4</b>	<b>16,8</b>	<b>5,3</b>
Actions des pays de la CEE et de la zone Euro	18,8	25,0	58,3	37,9	41,0	40,7	43,4	137
Actions internationales	41,8	40,3	11,5	34,7	36,0	39,0	39,9	127
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>316</b>						

\*en Mds €  
Source: d'après les données de l'AMF.

### *2.3. Une profonde modification de l'actionariat des principales sociétés cotées françaises*

- *La forte poussée des fonds américains dans la capitalisation du CAC 40*

L'origine géographique des actionnaires indique que plus de 43 % du capital du CAC 40 sont détenus par des investisseurs non résidents (contre 34,6 % à fin 2003)<sup>23</sup>. La part domestique est passée de 65,4 % en 2003 à 56,7 % en 2007. Le maintien de la propriété domestique est en lien avec la taille des investisseurs. Plus celle-ci est élevée, plus la part des non-résidents est faible. À titre de comparaison, aux États-Unis, la part des non-résidents dans le capital des sociétés cotées est de 19 %. Au Japon, elle est de 12 % et au Royaume-Uni elle est de l'ordre de 31 %.

On note une montée en puissance des actionnaires d'Amérique du Nord (14 % en 2007 contre 2,8 % en 2003). Le croisement des données sur le type d'investisseurs et leur origine géographique laisse penser que la part

<sup>23</sup> La part des non-résidents varie selon les sources mais elle est dans une fourchette de 43 % à 50 %.

des fonds de pension et des fonds d'investissement nord-américains dans la capitalisation du CAC 40 a augmenté au cours des dernières années (tableau n°13).

Tableau n°13- Evolution de la structure de l'actionnariat du CAC40 par zone géographique

En % de la valeur totale de l'indice CAC 40	2003*	2007**
<b>France</b>	<b>65,4</b>	<b>56,7</b>
Allemagne	10,7	8,9
Royaume-Uni	3,0	5,5
Amérique du Nord	2,8	13,4
Reste de l'Europe	12,9	14,0
Reste du monde	5,2	1,5
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
* au 31 décembre		
** au 24 avril 2007		
Source: d'après Thomson Financial		

#### ▪ La fin de l'actionnariat individuel

Entre 2003 et 2007, on a assisté à une concentration de l'actionnariat des sociétés du CAC 40 autour des investisseurs institutionnels et des fonds d'investissement. À fin avril 2007, les premiers détenaient 22,9 % de la capitalisation du CAC 40 (contre 13,6 % à fin 2003) et les seconds 47,6 % (contre 36,8 % à fin 2003) Corrélativement, la part des actionnaires individuels a chuté de 13,4 % à fin 2003 à 3,2 % à fin avril 2007. Celle des actionnaires dits stratégiques a diminué de plus de 9 points (26,3 % contre 35,7 % à fin 2003) (tableau n°14).

Tableau n°14- Évolution de la structure de l'actionnariat du CAC40 par type d'investisseurs

En % de la valeur totale de l'indice CAC 40	2003*	2007**
Actionnaires individuels	13,9	3,2
<b>Investisseurs institutionnels</b>	<b>13,6</b>	<b>22,9</b>
<b>Fonds d'investissement</b>	<b>36,8</b>	<b>47,6</b>
Actionnaires stratégiques (y compris salariés)	35,7	26,3
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
* au 31 décembre, la capitalisation s'élève à 287,6 milliards d'euros		
** au 24 avril 2007, la capitalisation atteint 729,8 milliards d'euros		
Source: d'après de Thomson Financial		

### 3. La montée des LBO en France

Les données disponibles concernant les LBO sont disparates. Il n'existe pas de statistiques officielles des LBO. Les données disponibles sont éparpillées et difficiles à croiser car les sources, les points de vue et la définition même du LBO diffèrent. Nous utilisons ici principalement deux sources :

- le document *European Management Buy-outs* édité annuellement par le *Centre for Management Buy-out Research* (CMBOR) fondé en 1986 à l'Ecole de commerce de l'université de Nottingham par *Barclays Private Equity Limited* et *Deloitte* qui a construit depuis 1993 une base de données sur les LBO en Europe ;
- les données publiées par l'*Association Française des Investisseurs en capital* (AFIC) dont l'objet est d'assurer la promotion du « Capital Investissement », données qui portent principalement sur l'activité des investisseurs français.

Par ailleurs, les données disponibles se rapportent aux préoccupations de ceux qui les constituent. Elles sont principalement financières et concernent le nombre d'opérations ou d'entreprises concernées, les capitaux mobilisés, le rendement des investissements. Très peu d'études abordent l'impact économique et social des LBO.

#### ***3.1. Une forte croissance des LBO dans la période récente qui met la France au deuxième rang européen***

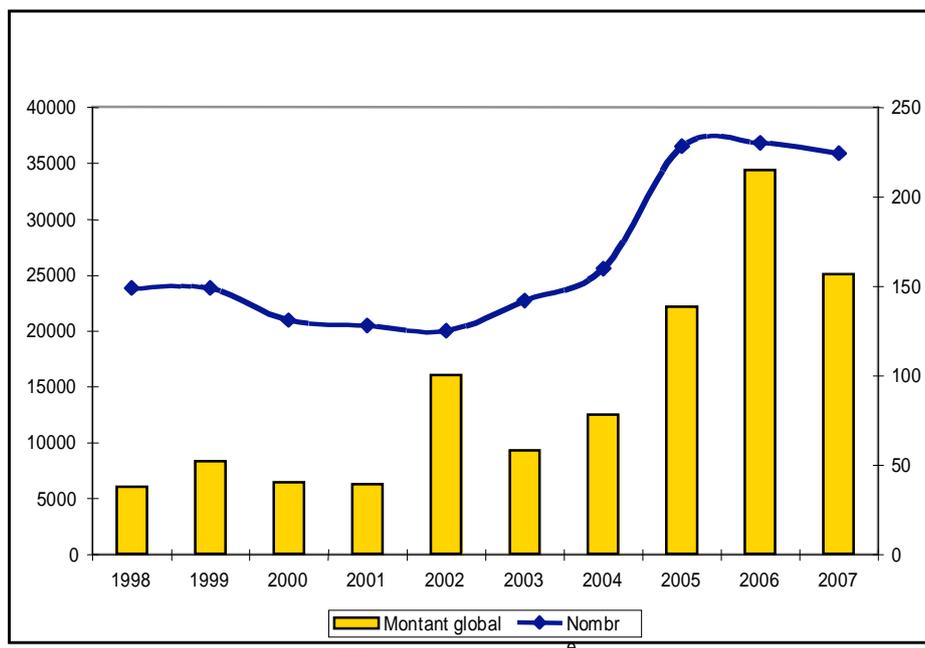
Selon les chiffres du CMBOR, le nombre annuel de LBO réalisés en France est resté stable, aux alentours de 150, de 1997 à 2004. Puis il a augmenté de moitié en 2005, pour se stabiliser à nouveau autour de 225.

Après un sommet de 35 G€ en 2006, le montant global ne représente que 25 G€ en 2007, pour un nombre équivalent d'opérations. Le montant moyen chute de 150 M€ à 112 M€.

Si l'on compare les deux dernières périodes triennales (2005-07 par rapport à 2004-02), le nombre d'opérations a augmenté en moyenne de 60 %, le montant moyen de 31 % et le montant global de 115 %.



Figure n° 3 Les LBO en France en valeur millions d'euros et en nombre d'opérations (source CMBOR)



En Europe, le marché du LBO est estimé en 2007 à 172 milliards d'euros pour 1 436 opérations.

Le Royaume-Uni est de très loin le pays européen le plus concerné, avec 47 % des opérations, soit trois fois plus que le marché français, qui reste d'assez loin le second pays européen pour le nombre de LBO.

Tableau n° 15 : La France et les pays voisins en 2007

France et pays voisins en 2007

	Opérations	Montant global (M€)	Montant moyen
France	224	25147	112
Royaume-Uni	638	66861	105
Benelux	140	13980	100
Allemagne	135	26530	197
Suisse	27	2363	88
Italie	51	7783	153
Espagne	51	6752	132

Source : CMBOR

La France arrive en deuxième position mais loin derrière le R-U avec un marché de 25,1 milliards d'euros pour 224 opérations (valeur moyenne de 112 millions d'euros)<sup>24</sup>. La valeur des opérations de LBO représente 1,3 %

<sup>24</sup> En l'absence de statistiques officielles, plusieurs organismes aux méthodologies différentes publient des données qui ne se recoupent pas totalement. Ainsi, selon le baromètre LBO net, le nombre d'opérations a triplé entre 1998 et 2007, et au cours de cette dernière année, il aurait été de 271 en progression de 4 % par rapport à 2006. Le baromètre LBO net, lancé en 1997, est fondé sur une enquête menée auprès de 550 personnes dont 270 actives dans 80 fonds d'investissement (y compris les fonds étrangers opérant en France), 80 avocats et 200 banquiers (source : Capital Finance, n°883, 21 avril 2008).

du PIB en 2007 (1,8 % en 2006) contre 3,3 % au R-U (2 % en 2006) et 3 % aux États-Unis (en 2006), et environ 1 % en Allemagne. La France représente 14,6 % du marché européen en valeur et 15,6 % en nombre d'opérations.

Si l'on fait exception du Royaume-Uni, les principaux pays européens ont connu une croissance des LBO comparable à la France, sauf les pays latins, Espagne et Italie.

Tableau n°16 : Les principaux pays européens - Nombre d'opérations

Principaux pays européens - Nombre d'opérations	2003	2004	2005	2006	2007
	Royaume-Uni	715	709	694	683
France	142	160	228	230	224
Benelux	97	115	117	125	140
Allemagne	104	114	127	163	135
Italie	44	44	46	54	51
Espagne	52	33	50	54	51
Suède	24	38	40	43	49
Danemark	12	14	30	26	49

Source : CMBOR

### 3.2. Le poids croissant des LBO secondaires

Les statistiques du CMBOR montrent qu'environ 7 LBO français sur 10 aboutissent à un nouveau LBO (LBO secondaire, voire tertiaire ou quaternaire).

Tableau n°17 - La sortie de MBO

Sortie de MBO	2004	2005	2006	2007
Vente à une entreprise	18	13	18	21
Bourse	2	3	3	3
Nouveau LBO	21	42	58	53
<b>Total</b>	<b>41</b>	<b>58</b>	<b>79</b>	<b>77</b>
% de nouveau LBO	51%	72%	73%	69%

Source : CMBOR

Le montant des LBO secondaires, qui intègrent les plus-values des premiers, est beaucoup plus élevé. Ainsi les 48 LBO secondaires recensés en France en 2007 représentent 21 % des opérations, mais 53 % du montant global, avec un montant moyen de 277 M€, quatre fois supérieur au montant moyen des autres opérations.

Tableau n°18 - Le poids des LBO secondaires

	2003	2004	2005	2006	2007
En nombre	16%	14%	18%	25%	21%
En valeur	42%	23%	25%	41%	53%

Montant moyen	2003	2004	2005	2006	2007
LBO primaire	45	70	89	118	67
LBO secondaire	173	134	138	246	277

Source : CMBOR

Parmi les 10 principales opérations européennes en valeur réalisées en 2007, deux sont des LBO secondaires français : la société Vivarte achetée 687 M€ en 2004 et revendue à un autre fonds LBO en 2007 pour 3500 M€ et Elis/HoldelisGroup vendu 2280 M€ après avoir été acheté en 2002 pour 1500 €.

### 3.3. L'activité des fonds français

Selon les chiffres diffusés par l'AFIC, l'activité internationale des fonds français augmenterait plus vite que le marché des LBO, avec des investissements (il s'agit des investissements des fonds, et non pas du montant des opérations) en hausse de 65 % en 2 ans.

Tableau n°19 : L'activité des fonds français

Activité des fonds français	2005	2006	2007
Investissements dans LBO (M€)	6287	8075	10340
Nombre d'entreprises cibles	319	362	462
Investissement moyen (M€)	19,7	22,3	22,4

Source : AFIC

Les LBO représentent plus de 80 % des investissements des fonds adhérents à l'AFIC (10,3 G€ sur un total de 12,6 G€).

Le nombre d'entreprise concernées par le capital investissement s'établissait à environ 4 850 en 2006 et concernait environ 1,5 million de salariés, soit moitié plus que deux ans auparavant.

Les fonds levés en 2007 atteignent presque 10 G€, soit presque autant qu'en 2006. Ils proviennent à 56 % de sources françaises, 31 % d'autres pays européens et 14 % du reste du monde. Par type d'investisseurs, les fonds proviennent à concurrence de 21 % de sociétés d'assurance et mutuelles, 18 % de personnes physiques, 17 % de structures de fonds, 17 % de banques et 16 % de fonds ou caisse de retraite.

### 3.4. Quelques données économiques et sociales sur les cibles

Les principales données disponibles sont sujettes à caution, puisqu'il s'agit des communications de l'AFIC qui visent explicitement à établir l'utilité sociale du « Capital Investissement ». On peut cependant en retenir les informations suivantes.

Le nombre de salariés employés en France des entreprises dans lesquelles a investi le « Capital Investissement » était estimé en 2003 à un peu plus d'un million et à 1,5 million en 2005, soit près d'un salarié sur 10 et une croissance de 50 % en deux ans.

Le nombre d'entreprises concernées par les opérations de LBO en France était estimé à 3 700 en 2003 et à 4 852 en 2006. En 2005, 55 % des entreprises concernées avaient moins de 100 salariés, 28 % entre 100 et 500 salariés et 17 % plus de 500 salariés (représentant 80 % des salariés concernés).

Selon l'AFIC, le « Capital Investissement » intervient « de manière équilibrée » dans tous les secteurs de l'économie, avec une légère

surreprésentation pour l'industrie. Cette affirmation n'est pas contredite par les données du CMBOR.

L'industrie, le secteur TMT (Technologie-Média-Télécommunication) et les services à l'entreprise sont particulièrement bien représentés.

Tableau n°20 : Le nombre de LBO par secteur en France

	2005	2006	2007
Industrie	75	77	71
TMT	24	23	33
Services à l'entreprise	29	27	29
Bâtiment	8	13	14
Distribution	11	17	13
Alimentation	14	12	10
Santé	7	10	10
Autres	60	51	44
<b>Total</b>	<b>228</b>	<b>230</b>	<b>224</b>

Source : CMBOR



*Chapitre III*

*Les logiques managériales de  
la financiarisation et la place  
assignée aux salariés*



L'impact de la financiarisation de l'économie française sur les stratégies d'entreprise n'est pas univoque mais en interaction avec la globalisation. Toutefois, on a assisté à partir des années 1990 à une diffusion d'un management par la valeur pour l'actionnaire et à une évolution corrélative des modes de gouvernance.

La gouvernance d'entreprise fait généralement référence aux relations entre la direction d'une entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et d'autres parties prenantes. Elle détermine également la structure par laquelle sont définis les objectifs d'une entreprise, ainsi que les moyens de les atteindre et d'assurer une surveillance des résultats obtenus<sup>25</sup>.

Cette définition pose la question de la régulation du comportement des dirigeants. Dans cette perspective, la gouvernance peut être également définie comme l'ensemble des mécanismes ou dispositifs organisationnels et institutionnels constitutifs des règles du jeu managérial, lesquelles déterminent la conduite et les pouvoirs des dirigeants ainsi que leur espace discrétionnaire.

La nécessité de définir un système de régulation du comportement des dirigeants est liée au démembrement de la propriété, autrement dit de la dissociation entre les apporteurs de capitaux à risque et ceux qui assurent la direction de l'entreprise. Phénomène ancien, il a été particulièrement significatif au début du XX<sup>e</sup> siècle avec l'apparition de grandes entreprises cotées à actionnariat diffus et dirigées par des managers professionnels ne détenant pas une fraction importante du capital.

Dans ces entreprises, il existe une séparation des fonctions et des pouvoirs autrefois assurée par l'entrepreneur ou dirigeant-proprétaire : décision, appropriation du profit et assomption du risque résiduel, contrôle (Bearle et Means, 1932). Cette dissociation implique de définir les règles de comportement des dirigeants professionnels vis-à-vis des actionnaires mais également vis-à-vis des autres parties prenantes, en particulier des salariés.

Constitutives de systèmes de gouvernance, ces règles du jeu dépendent en partie du contexte juridique, économique et social des entreprises même si l'on a pu constater une diffusion internationale du modèle anglo-saxon sous la pression des investisseurs institutionnels.

Les buts fixés à l'ensemble des dispositifs qui les accompagnent reposent également de façon explicite ou implicite sur des représentations différentes de la firme associées à des modèles de création et/ou répartition de la valeur.

D'une manière générale, l'objectif assigné à la gouvernance d'entreprise est d'accroître l'efficacité de la firme en lui permettant de créer davantage de valeur. La plupart des théories de la gouvernance d'entreprise adoptent ce critère.

Toutefois, les modèles de création et/ou répartition de la valeur et les visions de la firme, sous-jacentes à ces théories ainsi que les conceptions de l'efficacité qui y sont associées sont différents. On distingue pour l'essentiel deux paradigmes de la gouvernance<sup>26</sup> : l'approche disciplinaire et l'approche cognitive.

<sup>25</sup> D'après les Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE (2004).

<sup>26</sup> Les développements relatifs à ce chapitre s'appuient en partie sur les synthèses les plus récentes des théories de la gouvernance, en particulier celles de G. Charreaux (2006) et de C. Hoarau (2008).

Au sein de ces représentations de la firme et des approches de la gouvernance, la place assignée de façon explicite ou implicite aux salariés est plus ou moins favorable.

## 1. Représentation contractuelle de l'entreprise et rôle disciplinaire de la gouvernance

L'approche disciplinaire de la gouvernance est fondée sur une représentation de l'entreprise comme un nœud de contrats et dans laquelle la création de valeur, maximisée à un moment donné, dépend de la résolution des conflits liés à l'asymétrie informationnelle entre les acteurs. Au sein de cette approche, deux visions s'opposent : le modèle financier actionnarial et le modèle des parties prenantes.

### 1.1. Le modèle financier actionnarial

Le soubassement conceptuel du modèle financier actionnarial de la gouvernance d'entreprise est issu de la théorie économique néo-classique et de la théorie de l'agence formalisée notamment par Jensen et Meckling (1976).

La firme est définie comme un nœud de contrats duquel prédomine la relation d'agence entre les dirigeants (agent ou mandataire) et les actionnaires (principal ou mandant).

Les hypothèses explicites ou implicites et les caractéristiques principales de ce modèle de gouvernance sont les suivantes :

- seuls les actionnaires sont considérés comme propriétaires de l'entreprise (conception juridique de la propriété) et donc créanciers résiduels, c'est-à-dire qu'ils ont un droit exclusif à l'appropriation du profit mais doivent en théorie assumer le risque de faillite et de perte de valeur de leurs capitaux ;
- l'objectif fixé à l'entreprise, et donc à ses dirigeants, est la maximisation de la richesse des actionnaires ou valeur actionnariale ;
- rationnels d'un point de vue économique, les individus sont également opportunistes et ils maximisent leur fonction d'utilité personnelle ;
- il existe entre les dirigeants et les actionnaires une asymétrie informationnelle en défaveur de ceux-ci.

Dans ce cadre, des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants apparaissent lorsque ces derniers sont tentés de prendre des décisions motivées par leur intérêt personnel au détriment de celui des actionnaires dont l'investissement n'est plus protégé.

D'où le rôle disciplinaire des dispositifs classiques de la gouvernance afin de sécuriser l'investissement des actionnaires. Il s'agit d'obliger les dirigeants, au moyen de l'incitation, de la surveillance et de la sanction, à agir dans le sens de l'intérêt des actionnaires, autrement dit à maximiser la valeur boursière, mesure de l'efficacité de la firme.



Dans cette logique, le management par la valeur financière (MVF), et les indicateurs de création de valeur utilisés, repose sur trois séries d'hypothèses (Hoarau et Teller, 2001) :

- l'hypothèse de gestion déléguée par ligne hiérarchique (décomposition en centres de responsabilité) ;
- l'articulation court terme-long terme à partir du processus formel, plan budget contrôle ;
- l'hypothèse culturelle de la gestion par des contrats d'objectifs basés sur des indicateurs financiers supposés être pertinents.

Cette vision est cohérente avec l'idée que l'on peut décliner les objectifs stratégiques de haut en bas en utilisant des indicateurs financiers du type taux de rendement des capitaux employés ou des actifs (ROCE ou ROA) à condition d'en corriger les effets pervers par le mécanisme de l'imputation du coût moyen pondéré des capitaux investis (capitaux propres+ dettes financières nettes).

Le MVF apparaît alors comme le dénominateur commun de la planification stratégique et financière, de la politique d'acquisition et de désinvestissement, et de la politique d'incitation. Les dirigeants et les salariés seront incités à maximiser la valeur à partir de mécanismes de primes ou de bonus liés à l'enrichissement des actionnaires.

Les pratiques observées dans les entreprises montrent que l'éventail des options stratégiques va de la conception minimaliste qui fait du MVF un vecteur de communication à une conception maximaliste qui en fait le dogme de base. Dans le premier cas, l'entreprise met en place des indicateurs de création de valeur et s'en sert, essentiellement comme vecteur de communication vis-à-vis des marchés financiers. Dans le second cas, l'entreprise déploie, en interne, des indicateurs qui s'imposent comme des normes rigides dont l'objectif est d'encadrer les décisions des acteurs et de rémunérer les managers sur la base du respect des règles financières imposées. Ces deux attitudes montrent un risque de dérive lié à la focalisation sur le court terme qui peut conduire une entreprise à sous-investir de façon systématique et à se priver ainsi d'avantages compétitifs réels et durables.

Parmi les leviers de la création de la valeur actionnés par les dirigeants d'entreprises ayant fait le choix du management par la valeur financière, on peut en distinguer quatre :

- la rationalisation des coûts, destinée à accroître la productivité ;
- le recentrage stratégique sur les opportunités de croissance interne et externe créatrices de valeur ;
- la mise sous tension de l'organisation et du personnel par un pilotage par le coût du capital ;
- l'optimisation financière.

Le MVF rencontre de nombreuses limites parmi lesquelles nous indiquons brièvement les deux principales en lien avec la thématique de notre rapport<sup>27</sup> :

- La focalisation sur le court terme. Le recours systématique au coût de capital conduit à étalonner les performances internes des entreprises sur des indicateurs externes volatils déterminés sur des marchés financiers dont l'horizon temporel est plus court que celui

<sup>27</sup> Pour les limites d'ordre théorique du MVF liées au coût du capital et donc au fonctionnement des marchés financiers, voir Hoarau et Teller, op.cit.

de l'industrie. Ainsi, un pilotage de l'entreprise fondé uniquement sur la maximisation de la création de valeur pour l'actionnaire risque de freiner la croissance et de favoriser le court terme au détriment d'une vision stratégique à long terme, de l'innovation, de nouveaux marchés ou produits, de la valorisation du capital humain. Les études montrent que les entreprises multi-centenaires ont valorisé conjointement capital humain et capital financier (Hoarau et Teller, op.cit) ;

- Le transfert du risque supporté par l'actionnaire vers les salariés. Le rapport de force entre actionnaires-dirigeants et salariés s'est déplacé au cours des vingt dernières années en faveur des actionnaires. Les contraintes de rentabilité qu'ils imposent ou qui sont internalisées par les managers conduisent ces derniers en cas de fluctuations cycliques à réduire les coûts, en premier lieu l'emploi et les salaires. La réduction du risque supporté par l'actionnaire (la volatilité des résultats et des rendements) passe par son transfert sur les acteurs les plus faibles en particulier sur les salariés ou les sous-traitants qui ne sont pas en position de force. C'est dans ce contexte que se sont développés des ajustements de plus en plus rapides de l'emploi, une recherche accrue de la flexibilité sous toutes ses formes ou de la souplesse, des pratiques croissantes de rémunérations variables.

Au-delà des limites du MVF, le modèle financier actionnarial de la gouvernance a été critiqué sur plusieurs points, notamment :

- il n'y a pas systématiquement homogénéité d'intérêt entre les différentes catégories d'actionnaires, en particulier en présence de conflits entre des majoritaires, disposant de bloc de contrôle, et les minoritaires. Dans cette perspective réaliste, compte tenu de l'évolution du capitalisme, marquée par une concentration du capital des grandes entreprises, le modèle financier de la gouvernance est orienté vers les problèmes posés par les conflits entre actionnaires dominants et l'actionnariat minoritaire diffus et dominé ;
- le statut de créancier résiduel de l'actionnaire apparaît théorique pour au moins trois raisons fondamentales :
  - d'abord, la limitation de la responsabilité des actionnaires dans les sociétés de capitaux ;
  - ensuite, comme nous l'avons déjà vu, la généralisation d'un management par la valeur financière qui, de fait, attribue à l'actionnaire, assuré d'obtenir la rémunération minimale, un statut de créancier privilégié qui en outre capte la création de valeur ;
  - enfin, la liquidité qui devient une fonction primordiale des marchés financiers favorise la mobilité du capital à l'échelle internationale alors que la mobilité sur le marché du travail est moins forte et de surcroît souvent réduite à l'espace national, à l'exception des cadres dirigeants ;
- la relation entre l'efficacité des mécanismes disciplinaires du modèle actionnarial de la gouvernance et la performance boursière n'est pas systématiquement robuste comme semblent le montrer les résultats contrastés des études empiriques (Becht et al, 2002) ;
- le modèle financier actionnarial d'origine anglo-saxonne n'est pas universel, même si l'on peut constater sa diffusion à travers le



monde, et ne permet pas d'expliquer la structure et le fonctionnement des systèmes de gouvernance non anglo-saxons ;  
Ces différentes limites ont conduit à élargir l'approche disciplinaire de la gouvernance à d'autres parties prenantes de l'entreprise.

## 1.2. La déclinaison du modèle financier actionnarial : les conséquences pour l'entreprise « cible » des montages LBO

Les montages LBO représentent l'archétype théorique de l'approche disciplinaire de la gouvernance selon la forme du modèle actionnarial. L'alignement des dirigeants est obtenu grâce à la structure financière, le poids de l'endettement jouant un rôle disciplinaire, ainsi que grâce au système de rémunérations mis en place, qui incite les dirigeants à agir dans le sens d'une augmentation de la valeur financière. L'étude de sa déclinaison effective permet de prendre la mesure de la manière dont un modèle financier peut contraindre la vision économique de l'entreprise.

### ▪ Les objectifs recherchés

Le terme LBO (*Leverage Buy Out* ou « achat avec effet de levier ») décrit les deux composantes de l'opération conjuguant :

- l'achat d'une entreprise avec un fort endettement. Le levier, constitué par le rapport de la dette aux capitaux apportés, s'élève souvent entre 2 et 3, l'endettement représentant souvent plus de 70 % de la valeur de l'entreprise ;
- le dégagement d'une rentabilité financière pour l'actionnaire. Cet objectif se concrétise, dans les faits, par la réalisation d'une forte plus value patrimoniale, qui peut être d'autant mieux obtenue que le remboursement de la dette a été opéré grâce aux profits dégagés par l'entreprise.

*Soit une entreprise achetée pour 6 M€, ayant une capacité de résultat de 1 M€ par an. Cette entreprise est acquise moyennant un apport en capital de 1 M€ conjugué à un emprunt de 5 M€ (soit un levier de 5), remboursé, intérêts compris pour 7 M€. Au bout de 7 ans, l'actionnaire devient pleinement propriétaire. Si l'entreprise peut être revendue pour 6 M€, il aura multiplié sa mise par 6.*

L'enjeu est ainsi de réaliser une plus-value importante à court et moyen terme, avec un investissement en capital minimal, en maximisant les flux de trésorerie dégagés par l'entreprise à court terme.

Économiquement parlant, l'entreprise s'achète elle-même tout en demeurant la propriété de ses actionnaires. Juridiquement, il est cependant nécessaire de dissocier l'entité juridique porteuse de la dette de celle représentée par l'entreprise. L'entreprise est ainsi acquise au travers d'une société holding destinée à devenir seul propriétaire de l'entreprise cible (ou à en détenir au moins 95 % afin de permettre l'intégration fiscale).

Les fonds apportés se décomposent en trois niveaux :

- la dette senior, constituée par le financement bancaire classique, bénéficiant de garanties spécifiques (priorité de remboursement, subordination du versement de dividendes au remboursement de la dette...). Le montant de ce financement, souvent exprimé en

multiple de l'excédent brut d'exploitation de la cible, et ses conditions dépendant des relations entre le fonds d'investissement et les banques partenaires ;

- La dette junior, c'est-à-dire les financements complémentaires dont le remboursement est subordonné à celui de la dette senior composée elle-même :
  - d'obligations à hauts rendements (taux d'intérêt élevés), souscrites par les organismes bancaires mais souvent, dans les faits, principalement par l'investisseur à qui elles apportent un revenu supplémentaire ;
  - d'obligations convertibles en actions ou à bon de souscription d'actions, qui ouvrent la possibilité de modifier l'équilibre du capital de la holding, selon le déroulement de l'opération. Les dirigeants associés peuvent ainsi être intéressés ou sanctionnés.

le capital de la holding, détenu majoritairement par le ou les investisseurs, mais auquel participent également les banques et, assez souvent, une partie de l'encadrement de l'entreprise.

Au fur et à mesure des successions de LBO, les montages peuvent se sophistiquer et se complexifier.

▪ *Les conséquences en termes de rendement attendu et de configuration de l'entreprise selon un profil de cible « idéal »*

La première conséquence, qui résulte de l'endettement, est d'imposer à la cible un objectif de rendement minimal, suffisant pour permettre à la société holding de rembourser la dette contractée pour son acquisition.

Ce processus, inhérent à tout endettement, présente dans les montages LBO une spécificité certaine liée à l'importance de l'endettement. Par ailleurs les contraintes en termes de remboursement ne sont pas liées aux retours des investissements économiquement réalisés, mais déterminées en fonction du retour attendu de l'investisseur. En cas de rendement insuffisant, l'investisseur peut décider de puiser dans les réserves ou de vendre des actifs.

La seconde conséquence est d'orienter le dégagement de résultats en fonction des objectifs de revente afin d'augmenter d'autant plus la valeur de revente. La vente s'effectuant après le remboursement de la dette, l'investisseur peut ainsi multiplier sa mise en capital par 3 (endettement initial à 65 %) ou par 10 (endettement initial à 90 %). Lorsque l'investisseur a également joué le rôle de prêteur, ces revenus s'ajoutent aux éventuels produits financiers tirés du paiement des intérêts de l'endettement junior.

L'objectif primordial de l'investisseur est donc d'améliorer à court terme l'EBE ou l'EBITDA de l'entreprise cible pour la revendre rapidement avec la plus-value maximale. Cet objectif de création de valeur pour l'actionnaire prime sur la logique de développement à moyen ou long terme et, bien sûr, sur la pérennité de l'emploi.

Les conséquences pour les cibles sont souvent :

- une réduction des coûts (chasse aux dépenses inutiles, réduction des frais fixes...) ;



- une forte flexibilité de l'emploi (recours à la sous-traitance, à l'intérim, aux Plans de Sauvegarde de l'Emploi, éventuellement suivis d'embauches... ) ;
- une forte pression sur le personnel *via* les objectifs individuels ;
- une réduction de la R&D et de l'investissement ;
- un financement par emprunt, la CAF étant prioritairement affectée au remboursement de la dette de la holding ;
- la vente des actifs jugés inutiles.

Par ailleurs, puisque l'investisseur ne dispose pas, le plus souvent, de compétences gérer l'entreprise, il veille en général à s'attacher tout ou partie de l'encadrement par des rémunérations spécifiques ou en l'intéressant à l'opération.

Le profil type des cibles est alors le suivant :

- une forte visibilité à moyen terme...
  - une position forte sur des marchés stables;
  - un positionnement sur des secteurs à technologie stabilisée ;
  - une faible cyclicité ;
  - des perspectives de croissance aux aléas maîtrisés ;
- ... d'une profitabilité et d'une capacité de dégagement de flux nets de trésorerie récurrents, suffisants pour assurer le service de la dette ;
  - de faibles coûts fixes (sauf si leur réduction semble aisée) ;
  - un besoin en fonds de roulement limité ;
  - un faible endettement ;
  - la réalisation des principaux investissements ;
  - éventuellement l'existence d'actifs non stratégiques cessibles.

L'anti-profil serait une entreprise ayant besoin de capitaux importants pour des résultats à moyen ou long terme. Les fonds LBO n'investissent pas dans les entreprises, mais seulement dans leur acquisition.

#### • *L'après LBO : l'importance des LBO secondaires*

La fin du LBO (vente de la holding) intervient en moyenne entre 4 et 5 ans après l'achat, c'est-à-dire le plus souvent avant le remboursement complet de la dette.

En théorie, il y a trois modes de sortie possibles :

- l'entrée en Bourse (rare) ;
- la vente à une entreprise ;
- la mise en place d'un nouveau LBO, dit secondaire (ou tertiaire...).

Les statistiques dont nous disposons pour la période 2005-2007 indiquent que 71 % des LBO se sont terminés par un nouveau LBO, 24 % par la vente à une autre entreprise et 4,2 % par une entrée en Bourse.

La faible proportion de vente à d'autres entreprises peut s'expliquer pour deux raisons :

- la perte de perspectives de développement de l'entreprise pendant sa période LBO (absence de projet à long terme, réduction de la R&D et des investissements) ;
- le coût trop élevé réclamé par les fonds d'investissement spécialisés dans le LBO.

On a en effet assisté, ces dernières années, à une sorte de bulle spéculative spécifique aux LBO. Ainsi, le ratio moyen d'estimation de la valeur d'une entreprise est passé de 6 à 7 fois l'EBITDA au début des années 2000, à 10 ou 12 fois en 2007. Les fonds spécialisés peuvent aussi avoir intérêt à se racheter mutuellement les entreprises pour « maintenir la liquidité » du marché.

La majorité des LBO débouche donc sur la mise en place de LBO secondaires, voire tertiaires...

Mettre en place un LBO secondaire passe par la création d'une nouvelle société holding, propriétaire de la première société holding. Cela suppose également de nouvelles exigences de rentabilité pour rembourser une dette d'acquisition généralement plus importante que la première puisque la valeur d'achat a été augmentée. Comme les gisements d'économies les plus visibles ont été utilisés lors de la première opération, la stratégie passe souvent par le développement externe.

#### ▪ *Une vision économique particulière de l'entreprise*

Du point de vue des fonds spécialisés LBO, l'entreprise tend à devenir un objet de spéculation destiné à être vendu tous les 5 ans, en finançant elle-même les acheteurs successifs.

Les bénéficiaires sont les banques (financements à répétition), les dirigeants associés (enrichissement individuel parfois très important), les dirigeants des fonds d'investissement, les professionnels qui imaginent les montages et les fonds d'investissement.

Cela peut avoir lieu au détriment du développement durable des entreprises (absence de perspectives à long terme) et de l'emploi (personnel considéré comme une variable d'ajustement). La création de valeur pour l'actionnaire peut s'accompagner alors d'une destruction de valeur pour les salariés et pour l'environnement territorial de l'entreprise.

En principe, le garde-fou consiste dans l'obligation pour le fonds LBO de maintenir l'entreprise en état d'être revendue. Mais l'existence d'une bulle spéculative sur ce marché rend ce garde-fou très fragile. Par ailleurs on ne peut que s'interroger sur les impacts de la crise actuelle, ses conséquences en termes d'octroi de financement, voire d'éclatement de la bulle spéculative. Selon l'assureur crédit COFACE, sur les 1 600 entreprises sous LBO en France, 900 sont actuellement dans une « zone de haute surveillance ».

Les règles économiques et financières des différentes modalités de financement des entreprises se trouvent ainsi modifiées par la financiarisation. Les logiques de financement se révèlent plus complexes mais également plus difficilement saisissables.

La partition entre des titres en capital, disposant d'une rémunération non prévisible car dépendant des résultats des entreprises, et des titres de créances, disposant d'une rémunération stable, indépendante des résultats, est remise en cause. Les actionnaires, et plus largement les investisseurs, axent leurs exigences sur des rémunérations tant élevées que stables, en



cherchant à s'assurer une place prioritaire dans la répartition des richesses créées par l'entreprise.

À cette recherche de rentabilité se conjugue une volonté de réduction, voire de transfert des risques entre acteurs financiers mais également *in fine* sur la sphère productive. Le pilotage de l'entreprise selon les principes de création de valeur suppose la connaissance *a priori* d'une performance, d'autant plus difficile à mettre en œuvre en période d'instabilité. Le raccourcissement des horizons de gestion apparaît alors comme la condition impérative de réalisation des exigences de performance.

### 1.3 Le modèle des parties prenantes

Le modèle partenarial de la gouvernance est en théorie une généralisation de la théorie de l'agence aux parties constitutives du nœud de contrats<sup>28</sup>. À la différence du modèle précédent, l'hypothèse du statut de créancier résiduel exclusif de l'actionnaire est remise en cause, de même que la conception légale de la propriété est abandonnée. La qualité de propriétaire est attribuée à l'ensemble des parties prenantes contractuelles.

Les questions du partage de la création de valeur et de l'influence de la répartition de cette rente organisationnelle sur sa production deviennent centrales. L'incitation à contribuer à la création de valeur de chacune des parties prenantes dépend de la part reçue au-delà de la rémunération d'opportunité.

Dans le modèle partenarial, la finalité de la gouvernance demeure d'ordre disciplinaire. Celui-ci ne porte plus uniquement sur les dirigeants mais sur l'ensemble des parties prenantes au partage de la rente organisationnelle. Il s'agit de réguler leurs comportements afin d'éviter les conflits de répartition qui sont à l'origine de perte d'efficacité.

On peut aussi considérer que la gouvernance a pour but de protéger ou sécuriser l'investissement en capital humain (par exemple la valorisation des connaissances produites par les salariés ou les compétences managériales) qui occupe une place centrale dans une économie de la connaissance et du savoir.

Si l'on retient, au-delà de l'efficacité mesurée par la création de valeur, comme critère de finalité de la gouvernance le risque encouru du fait des activités de l'entreprise et des décisions de ses dirigeants, le périmètre des parties prenantes doit être élargi au-delà des parties contractuelles de la théorie de l'agence. Dans cette perspective, les parties prenantes sont multiples et diverses, ce qui rend d'autant plus complexe le système de gouvernance. Le réalisme incite alors à combiner les dispositifs classiques de la gouvernance avec les outils de la responsabilité sociale et sociétale de l'entreprise.

La gouvernance comme instrument de résolution des conflits, aussi bien dans le modèle financier actionnarial que dans celui des parties prenantes, repose sur une vision contractuelle de l'entreprise et une conception statique de l'efficacité où l'essentiel est d'organiser la répartition de la rente afin de maximiser la valeur à un moment donné.

---

<sup>28</sup> Ce point peut être discuté mais, dans la perspective du rôle disciplinaire de la gouvernance, la conception sous-jacente de la firme repose sur une vision « contractualiste » élargie.

## 2. Vers d'autres représentations de l'entreprise et modes de gouvernance

### 2.1. Représentation cognitive de l'entreprise et rôle de la gouvernance dans la valorisation des compétences et l'innovation

L'approche cognitive de la gouvernance est sous-tendue par une représentation de la firme comme un ensemble cohérent dont l'efficacité dépend des compétences et de l'innovation, et de façon plus générale de sa capacité à produire de la connaissance et ainsi de la création de valeur de façon durable. La conception de l'efficacité est dynamique, ce qui compte c'est le processus de création de valeur durable et non sa maximisation à un moment donné.

#### ▪ Les principales approches de la vision cognitive de l'entreprise

Les approches cognitives de l'organisation considèrent l'entreprise tout à la fois comme un lieu de décision et d'apprentissage et comme un système de compétences.

On peut distinguer de façon schématique trois approches principales (Charreaux, 2006) : le courant comportemental, la théorie économique évolutionniste et l'approche stratégique fondée sur les ressources et les compétences fondamentales.

L'approche comportementale<sup>29</sup> représente l'entreprise de façon réaliste comme une coalition politique d'individus et/ou de groupes aux intérêts divers en situation de coopération ou de conflits mais aussi comme un lieu d'apprentissage organisationnel.

Dans le courant économique évolutionniste, l'entreprise est définie comme un ensemble dynamique de compétences (Nelson et Winter, 1982), c'est-à-dire de connaissances acquises par l'apprentissage collectif et accumulées dans des routines organisationnelles. Sa finalité n'est pas le profit mais sa volonté de pérennité. L'aptitude de la firme à survivre et à s'adapter dépend de ses capacités d'innovation et d'apprentissage. Dans la tradition de Schumpeter, l'approche développée par Nelson et Winter privilégie la concurrence fondée sur l'innovation.

Enfin dans l'approche stratégique par les ressources et les compétences fondamentales (Prahalad et Hamel), l'entreprise est définie comme un ensemble de pôles de compétences organisationnelles et/ou technologiques. Celles-ci reflètent son savoir-faire organisationnel et son capital de connaissances qui sont susceptibles d'être déployées afin de constituer une offre aux fonctionnalités uniques sur le marché. La compétitivité de l'entreprise dépend de ses compétences fondamentales.

Ces trois courants de l'approche cognitive de l'entreprise sont en rupture avec le modèle économique néo-classique. Ils rejettent l'hypothèse de rationalité utilitariste fondée sur le calcul de maximisation et adoptent la notion de la rationalité procédurale dans l'analyse du comportement organisationnel et de la prise de décision.

<sup>29</sup> Voir notamment les travaux précurseurs de H.A. Simon (1945, J.G March et H.A. Simon (1958) R.M. Cyert et J.G March (1963).



Ils se distinguent également des approches disciplinaires de la gouvernance par leur conception sous-jacente de la création-répartition de la valeur (dynamique *versus* statique) et par l'abandon corrélatif de la notion d'équilibre au profit de celle de processus. Dans leur représentation de la firme, la dynamique du projet productif occupe une place centrale tant du point de vue de l'innovation que de la coordination.

- **Le rôle de la gouvernance dans le processus de création de valeur « durable »**

Le rôle de la gouvernance, dans le cadre de l'approche cognitive, est de favoriser l'identification et l'exploitation des opportunités de croissance créatrice de valeur « durable ».

Dans cette perspective, la gouvernance et ses dispositifs peuvent être évalués au regard de leur influence sur les différentes dimensions cognitives du processus de création de valeur. À titre d'exemple de critère d'évaluation, on citera l'apport de compétences, de connaissances, d'expertise et d'expérience des administrateurs dans la sélection des investissements et les choix de financement au regard d'une conception dynamique de l'efficacité (Aoki, 2001, Charreaux, 2002).

La gouvernance est également source de gain cognitif ou de compétence lorsque les parties prenantes impliquées ont une capacité à conseiller les dirigeants et à leur permettre l'accès aux ressources critiques pour le succès de l'organisation.

Une étude sur la gouvernance d'entreprises publiques, soumises à une tutelle technique et en relation avec des collectivités territoriales, montre que les parties prenantes (ou leurs représentants) interviennent directement, et de façon informelle, auprès des dirigeants pour leur permettre d'accéder à plusieurs catégories homogènes de ressources : le capital financier, le capital politique et le capital humain (Boulet, 2007).

La réussite du projet productif dépend de l'accès aux ressources financières mais également des compétences provenant des connaissances apportées ou construites par les différentes parties prenantes, en particulier les salariés.

Les différences de compétences entre les parties prenantes et le dirigeant peuvent être à l'origine de conflits cognitifs associés par exemple à la vision du développement stratégique et aux choix de compétences à maîtriser. Ces conflits, qui ont également une dimension comportementale, peuvent être résolus par un mécanisme de gouvernance cognitive tel que le processus d'alignement des schémas mentaux des parties prenantes et du dirigeant.

Ce processus permet de faire émerger des représentations partagées mais il peut toutefois se traduire par une perte de la diversité nécessaire à la capacité d'innovation et d'adaptation de l'entreprise.

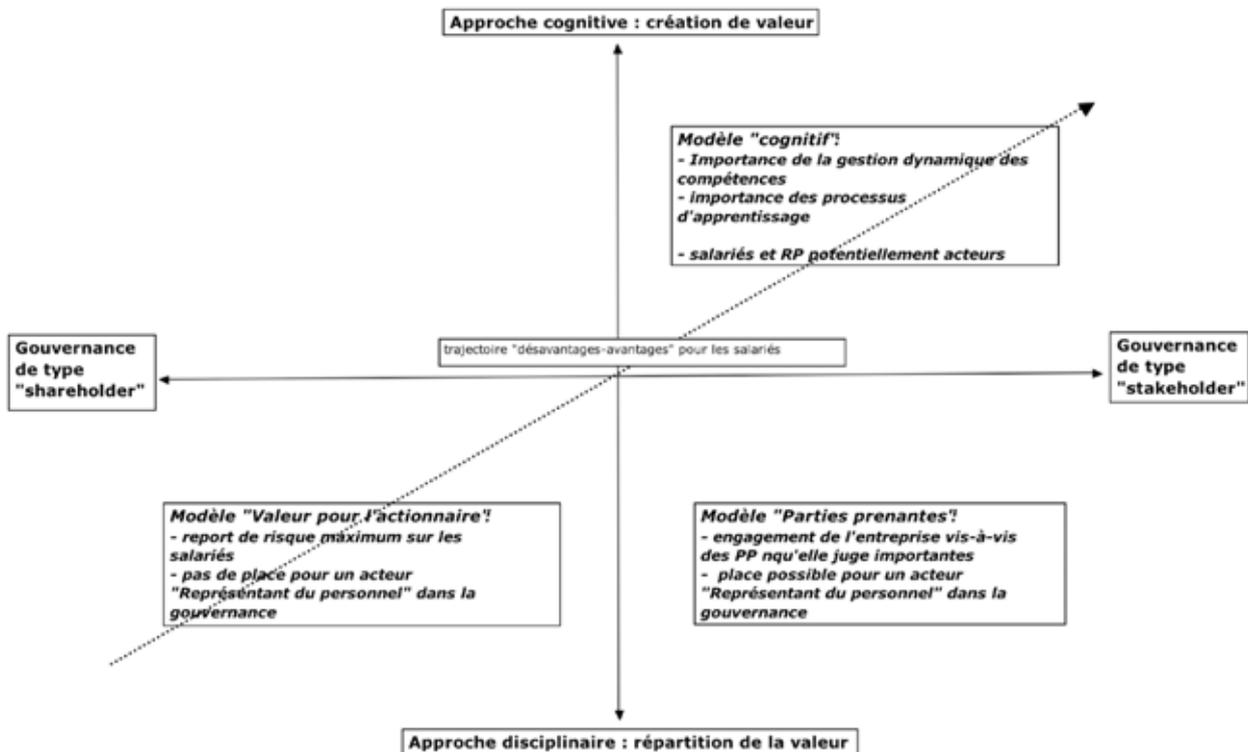
L'approche disciplinaire et l'approche cognitive peuvent s'appliquer à la gouvernance de l'entreprise de façon non exclusive. Aucune approche ne l'emporte sur l'autre. Elles ne poursuivent pas les mêmes finalités et ne satisfont pas les mêmes parties prenantes.

## 2.2. Quelle place pour les salariés dans la gouvernance de l'entreprise ?

Le croisement des représentations de la firme et des paradigmes de la gouvernance peut être représenté par le schéma ci-dessous.

La trajectoire des avantages et des inconvénients afférents aux représentations de la firme combinées aux approches de la gouvernance indique différentes situations plus ou favorables aux salariés.

Figure n°2 - Représentation de la firme, rôle de la gouvernance et place des salariés



## 2 Financiarisation et salariat

L'objectif de cette deuxième partie de l'étude est de chercher à caractériser les types de relations qu'entretiennent la financiarisation croissante des entreprises et le monde salarial – relations difficiles à appréhender comme en témoigne la revue de littérature réalisée (chapitre I).

La diversité des situations et l'évolution constante des périmètres des entreprises rendent parfois difficile l'étude de causalités si on les aborde uniquement à travers des données chiffrées. Le recours à des méthodes plus qualitatives à visée compréhensive permet en outre de donner la parole à des acteurs directement en prise et plus particulièrement avertis des évolutions économiques et financières et de leurs impacts potentiels. Nous avons donc choisi dans cette étude de réaliser des entretiens auprès de représentants des salariés en situation de dialogue social (chapitre II), complétés par une analyse un peu plus quantitative, fondée sur les retours d'expérience que Syndex a pu accumuler sur les dossiers « LBO » (chapitre III).

Le point de vue des syndicalistes CFDT sur la financiarisation a été abordé à travers la réalisation d'une série d'entretiens auprès de représentants des salariés en situation de dialogue social (élus des Institutions Représentatives du Personnel, délégués syndicaux). Les objectifs recherchés ont été de mettre en évidence les représentations de syndicalistes sur la financiarisation ainsi que sur ses impacts en termes d'emploi, de rémunération et de dialogue social. Plus largement, cette étude soulève la question de la gouvernance et de la place des représentants des salariés dans le nouveau contexte créé par la financiarisation croissante des entreprises.

Le point de vue des experts a été abordé à travers un travail de capitalisation d'une série de missions d'expertise portant sur des entreprises sous LBO. Les objectifs recherchés ont été de mieux comprendre cette nouvelle forme prise par la financiarisation et de compléter le point de vue des syndicalistes.



*Chapitre introductif* | *Présentation  
des méthodologies mises  
en œuvre*

## 1. Panel et méthodologie concernant l'approche générale de la financiarisation : l'enquête par entretiens

L'approche générale de la financiarisation et de ses impacts sur les salariés et le dialogue social a été abordée par une série d'entretiens individuels, effectués avec des syndicalistes CFDT, sur la base d'un canevas élaboré spécifiquement.

L'objectif était de recueillir les appréciations portées par des syndicalistes sur le phénomène de financiarisation qui touche leur entreprise (rachat par un acteur financier ou montée au capital, LBO, éventuellement inscription de longue date dans une logique purement financière...).

Le panel d'entreprises a été constitué en relation étroite avec le commanditaire de l'étude, à partir du portefeuille de missions du cabinet Syndex. La démarche de sélection des entreprises s'est faite autour de plusieurs axes :

- choix d'entreprises dans lesquelles la financiarisation semblait être une réalité significative (après interrogation des différents groupes sectoriels et géographiques de Syndex) ;
- choix d'entreprises ayant une variété de types d'actionnariat : *public equity*, *private equity*, *capital familial* ;
- choix d'entreprises relevant de secteurs d'activité différents, incluant notamment des activités relevant de services publics ;
- choix d'entreprises de tailles différentes.

Au sein de l'échantillon initialement constitué, l'expérience des représentants syndicaux ainsi que la diversité des situations économiques et financières des entreprises considérées sont apparues comme des critères importants d'échantillonnage théorique et ont permis d'atteindre un certain degré de saturation.

Au final, le panel (cf. annexe n°1) est composé de 12 entreprises (3 entreprises sous *public equity*, une entreprise à capital familial et 8 entreprises sous *private equity*). Les secteurs d'activité représentés sont les suivants : chimie (2), métallurgie (7) (micro-électronique, automobile, aéronautique, mécanique, composants électroniques...), services (2), sanitaire et social (1). Nous avons systématiquement rencontré plusieurs représentants des salariés dans chacune de ces entreprises, en vue notamment de croiser les regards d'IRP dans des positions sensiblement différentes (élus CE et DP, par exemple).

D'une durée d'environ une heure trente à deux heures, les entretiens réalisés s'apparentent à des entretiens semi-directifs.

Le guide d'entretien, validé par le commanditaire, a été construit autour d'un événement choisi au préalable pour servir de « fil rouge » à l'entretien, soit que l'événement soit « emblématique » de la financiarisation de l'entreprise, soit qu'il puisse la questionner valablement : changement d'actionnariat, opération de changement de périmètre, opération de restructuration (plan de licenciement, fermeture de site), nouveaux modes de rémunération, pour l'essentiel.

Aucune définition de la financiarisation n'a été ni donnée, ni demandée. Autant que possible, nous avons tâché de laisser parler le plus ouvertement



possible les représentants des salariés, sans proposer *a priori* un vocabulaire ou une quelconque conceptualisation de la financiarisation.

Les impacts de l'événement choisi comme « fil rouge » ont été déclinés selon les thématiques exposées ci-dessous, soit directement abordées au cours de l'entretien, soit en réponse à des questions posées sur d'autres thèmes (abordés de manière spontanée par l'interlocuteur).

#### Figure n°4 Guide d'entretien

**Prise de connaissance de l'interlocuteur :** parcours professionnel et syndical

**Rappel de l'événement choisi** et événements de même nature pouvant être rattachés et intégrés dans l'entretien.

**Thèmes abordés, les changements introduits par l'événement cité, avec une estimation de son degré d'importance et ses suites en la matière :**

- d'emploi, de travail et de rémunération ;
- d'objectifs de résultats ;
- de R et D et d'investissement dans l'entreprise ;
- d'organisation de l'entreprise ;
- de relations avec les dirigeants.

**Synthèse, perspectives, propositions d'amélioration :**

- les principaux enjeux, risques, espoirs des évolutions précédemment analysées, pour les salariés, pour les représentants du personnel, pour l'entreprise ;
- les outils et procédures qui pourraient être développés par rapport au dialogue social

## 2. Panel et méthodologie concernant l'approche de la financiarisation à travers les remontées d'expérience LBO

Comme dans l'approche générale, il s'agissait ici également de prendre littéralement le « pouls » du terrain, en l'espèce au travers des missions effectuées par Syndex dans des entreprises ayant connu des LBO.

Le panel ainsi constitué comprend 22 entreprises, dont 9 font également partie du panel « approche générale » (ce qui a permis un enrichissement des analyses). Contrairement au panel « entretiens », le panel LBO n'a pas fait l'objet de tri : il est le résultat des repérages de l'ensemble des cas identifiés comme tels dans l'entreprise (l'échantillon, de ce point de vue, est « significatif », il représente les missions LBO identifiées).

Les informations obtenues à partir de ce panel ont été structurées autour d'un questionnaire qui a été envoyé aux différents responsables de missions concernés.

Le questionnaire (cf. annexe) a été organisé en deux parties :

- la partie centrale, qualitative, vise à cerner la réalité du LBO et de ses impacts. Elle comprend les thématiques suivantes :
  - présentation de l'entreprise cible ;
  - origine du LBO ;
  - configuration initiale de la cible ;
  - montage du LBO ;
  - vie de la cible sous LBO ;
  - modalités de sortie du LBO ;
  - conditions d'exercice de la mission d'expertise ;
  - évolution de l'emploi et du travail ;
- une partie annexe, statistique, reprend quelques éléments chiffrés de base sur l'évolution du CA, des résultats, des frais de personnel, des effectifs, des investissements.



*Chapitre I* | *Financiarisation et emploi*



## 1. Les relations entre finance et emploi demeurent encore peu explorées

### 1.1. Une articulation fréquemment opérée dans la perspective théorique de la maximisation de la valeur pour l'actionnaire

Les relations entre finance et emploi, dans leurs diverses dimensions (gestion de l'emploi (volume, rémunération...), conditions de travail, contenu et organisation du travail, relations sociales), demeurent, à l'heure actuelle, encore peu explorées.

L'étude des liens entre la finance et l'emploi nécessite logiquement d'intégrer dans la réflexion la question de la gouvernance. Un des champs essentiels de l'économie financière a trait, en effet, à la manière dont les apporteurs de capitaux exercent leur influence sur les dirigeants. Quant à la gouvernance, elle s'intéresse à la nature des relations entre actionnaires, dirigeants et salariés, la manière dont leurs intérêts se rejoignent, s'écartent ou s'opposent, s'interrogeant sur le contrôle de l'entreprise, sa détention, la manière dont il est exercé, sur les modalités de fixation des objectifs de l'entreprise et sur comment, le cas échéant, certains intérêts peuvent être privilégiés (Gospel et Pendleton, 2005).

Or, l'articulation entre finance et gouvernance s'effectue essentiellement dans les recherches académiques par une approche de la gouvernance à l'aune de la « gouvernance actionnariale » (maximisation de la valeur pour l'actionnaire) ou « *corporate governance* » et n'intègre que rarement l'emploi comme un objet d'étude en soi. L'importance prise dans les recherches réalisées sur la théorisation et la préconisation de pratiques de gouvernance actionnariale et de maximisation de la « valeur » illustre clairement le phénomène de financiarisation comme focalisation sur la seule valeur pour l'actionnaire. L'approche gouvernance actionnariale, par son absence de prise en compte des salariés en tant qu'acteurs décisionnels, illustre l'orientation vers la satisfaction prioritaire des actionnaires. Les recherches axées sur la maximisation de la valeur le montrent plus ostensiblement encore, dans le sens où ce modèle considère que la richesse créée pour l'actionnaire est constituée par la rentabilité dégagée *au-delà* de celle exigée par les marchés financiers. Dans cette optique, la gestion de l'emploi est réduite à un levier de maximisation de la richesse des actionnaires (Aglietta et Rébérioux, 2004 ; Hoarau et Teller, 2001).

### 1.2. Les études liant plus directement financiarisation et emploi relèvent pour beaucoup de la communication des fonds d'investissement

La recherche d'une légitimité, émoussée par nombre de critiques, a conduit cependant les tenants de l'approche actionnariale à présenter des études destinées à rassurer l'opinion. La croissance accélérée des opérations de LBO dans la période récente, la taille de plus en plus importante des cibles, les mécanismes propres à ce type d'acquisition, ont fortement contribué à mettre les fonds d'investissement sur le devant de la scène médiatique, à juste titre, puisqu'en France par exemple, les entreprises sous LBO représentent aujourd'hui près de 9 % des effectifs du secteur privé. Pour essayer de contrer l'image négative qui s'est développée à leur égard, les associations de fonds d'investissement ont engagé des politiques de

communication visant à démontrer que les pratiques de LBO avaient un impact favorable sur l'emploi, voire même supérieur aux autres entreprises.

Ces études, qui sous-tendent ces conclusions, ne répondent cependant que rarement aux critères requis de validité scientifique, à l'instar de celle que l'AFIC publiée en mars 2007, selon laquelle les effectifs des entreprises sous LBO croîtraient de 4,1 % par an, contre 0,6 % en moyenne nationale. Ces chiffres sont néanmoins martelés à chaque opportunité de communication. Devant l'importance croissante du phénomène des LBO, on assiste également à la multiplication d'études « académiques » visant à mesurer les impacts des LBO sur les entreprises cibles et sur la rémunération des fonds d'investissement. Les approches apparaissent très diversifiées et les résultats sont également hétérogènes. Tout ceci contribue à alimenter la controverse sur les impacts des LBO en termes d'emploi.

## 2. La complexité des relations liant LBO et emploi reste ignorée par beaucoup d'études

### *2.1. Les lacunes méthodologiques de la plupart des études liant LBO et emploi limitent la portée de leurs conclusions*

Une analyse critique des études réalisées sur l'impact que peut avoir l'utilisation de montages financiers LBO sur l'emploi illustre les travers que peuvent emprunter des analyses insuffisamment approfondies.

En effet, de nombreuses lacunes méthodologiques (problèmes de périmètre et d'échantillonnage, biais dans l'origine des données, phénomène mal isolé, interprétations erronées de résultat) enlèvent tout ou partie de la signification aux résultats obtenus.

En premier lieu, bon nombre d'études présentent des problèmes de périmètre et d'échantillonnage. Elles incluent à la fois les LBO et le capital-risque mais en tirent des conclusions uniquement sur les LBO, liant généralement positivement la relation entre LBO et niveau de l'emploi (effectifs). Or, de telles données pourraient refléter dans ces résultats l'impact positif du capital-risque (les *start-up* ont par définition des taux de croissance élevés), et un impact négatif des LBO. Par ailleurs les sélections d'échantillons ne prennent souvent que les LBO qui ont réussi à échéance, ce qui revient à gonfler les résultats.

En second lieu, la plupart de ces études sont fondées sur des données procurées par les fonds d'investissement eux-mêmes. Non vérifiées, fondées sur les opinions des répondants, elles sont pourtant utilisées comme des données statistiques brutes et fiables.

### *2.2. Liens positifs entre rachat par LBO et niveau d'emploi dans l'entreprise : quelle réalité ?*

Plusieurs études mesurent des liens positifs entre LBO et emploi, notamment en termes d'effectifs.

Premier écueil couramment relevé, les impacts sur l'emploi mis en avant par ces études restent trop « globaux » pour être pertinents. En l'occurrence, la distinction entre la croissance de l'emploi induite par la croissance externe et celle qui est créée par la croissance organique n'est



souvent pas réalisée. Or, seule cette dernière peut être assimilée à un impact emploi positif.

Par ailleurs, derrière les chiffres bruts, on ignore les types d'emplois qui sont créés (quels types de qualification ; temps plein/temps partiel), ce qu'il en est des évolutions de salaires et où sont créés ces emplois.

Les problèmes en matière d'interprétation des résultats sont donc nombreux. Une difficulté majeure est celle de la mesure de l'impact « relatif » des LBO sur l'emploi (par rapport à quelle autre situation ?). Beaucoup d'études comparent en effet les impacts emploi des LBO à des tendances macroéconomiques. Dans ce cas, l'écart positif en faveur des LBO peut simplement signifier qu'ils sont concentrés dans des secteurs plus dynamiques que la moyenne. La seule base de comparaison valable serait en réalité sectorielle (comparer les entreprises LBO / non-LBO d'un même secteur).

L'interprétation des résultats se heurte également à une autre question épineuse mais absolument fondamentale : quelle aurait été l'évolution de l'emploi des entreprises sous LBO si elles n'avaient pas été l'objet de LBO ?

En général, le choix de cibles par les fonds d'investissement se porte sur des entreprises qui peuvent délivrer une croissance et une rentabilité suffisantes pour pouvoir rembourser la dette et permettant une cession avec une plus-value optimisée à un horizon de 5/6 ans. Maturité du business, faible cyclicité, parts de marché, gains de productivité potentiels, faible endettement, trésorerie abondante, sont souvent considérés comme des critères pertinents par les fonds d'investissement dans leur choix de cibles. Dans ces conditions, si les sociétés ont été bien sélectionnées par les fonds, elles auraient vraisemblablement pu obtenir également, hors LBO, des croissances plus rapides que la moyenne.

Au total, la qualité des études est handicapée par le fait que la seule source d'information est constituée par le secteur du capital investissement lui-même, ce qui pose des questions d'exhaustivité des données, de qualité et de fiabilité. Cette situation est en outre favorisée par l'absence de règles de transparence et de *reporting* vis-à-vis des parties prenantes autres que les fonds eux-mêmes.

A *contrario*, les études à caractère socio-économique entièrement indépendantes, encore peu nombreuses, réalisées sur le phénomène de financiarisation, explicitent clairement les difficultés auxquelles elles se heurtent en termes de caractérisation du phénomène et de ses manifestations ainsi que de matérialisation des liens de causalité entre les modalités de financement de la société et les impacts sur l'emploi. L'appréhension de ce phénomène est ainsi recherchée en croisant plusieurs méthodologies, tant macro-économiques quantitatives, plus à même de tracer les grandes tendances, que micro-économiques qualitatives, plus à même d'apporter une compréhension fine des mécanismes à l'œuvre.

### 3. Relations entre financiarisation et emploi : de la nécessité de prendre en compte les multiples facteurs économiques et sociaux à l'œuvre

Le phénomène de financiarisation est diffus et complexe. Les relations entre modes de financement, de gouvernance et gestion de l'emploi relèvent-elles plus en effet de facteurs microéconomiques de structuration du capital ou de facteurs relevant de choix politiques ? Ces deux considérations peuvent-elles cependant être réellement distinguées ? Comment les configurations institutionnelles, socialement construites, telles que les lois, les règles comptables, la régulation financière, les relations industrielles, peuvent-elles influencer sur des phénomènes de nature plus économique (Jackson et alii 2004) ? Certaines recherches analysent, dans une perspective historique, l'influence grandissante du modèle de gouvernance anglo-saxon et le poids pris par les acteurs des marchés financiers ou par de nouvelles formes d'actionnariat en mettant l'accent sur la convergence des systèmes de gouvernance. D'autres études cherchent à catégoriser les systèmes de gouvernance nationaux en vigueur, régissant les relations entre dirigeants, apporteurs de capitaux et salariés, afin d'appréhender dans quelle mesure, ces systèmes évoluent en conservant d'éventuelles spécificités face à la diffusion du modèle anglo-saxon et à son irrigation des modèles existants.

Les impacts du phénomène de financiarisation sont souvent difficiles à mesurer. Une modification de la structure de l'actionnariat n'induit pas forcément immédiatement un impact sur le volume d'emploi et inversement une modification du volume d'emploi peut avoir d'autres origines qu'une réponse à des exigences élevées de rentabilité financière.

Des lignes directrices en termes d'impacts de la financiarisation sur l'emploi se dessinent cependant nettement au travers de recherches menées dans différents pays occidentaux (Gospel et Pendleton 2005). Les liens entre structure du capital et gestion de l'emploi sont accentués ou atténués selon les forces en jeu en termes de gouvernance.

Une première orientation s'intéresse à la manière dont les actionnaires contraignent le management afin d'orienter les décisions en leur faveur. Cette orientation se décline différemment selon les pays. Dans les pays anglo-saxons, lorsque la création globale de richesse de l'entreprise se révèle contrainte, la répartition de ces richesses s'effectue alors aux désavantages des salariés, notamment au travers des ajustements d'effectifs. Les salariés restants dans l'entreprise voient au contraire leur rémunération progresser (Froud J., Haslam C., Johal S., Williams K., 2000). En Allemagne, voire au Japon, ce phénomène serait moins prégnant dans le sens où le management réaliserait des choix équilibrant plus les intérêts des actionnaires et ceux des salariés, reconnaissant la valeur apportée par ces derniers.

Cette situation apparaît néanmoins en cours d'évolution. Une étude monographique de sociétés allemandes (Jackson et alii, 2004) met en évidence des mesures de contraction d'effectifs, réalisées hors procédures collectives de licenciement, et l'apparition d'un noyau de salariés « protégés » d'un point de vue de l'emploi mais soumis à une généralisation de la flexibilité des rémunérations. De la défense des salariés sur une base collective et institutionnelle, la cogestion tend à évoluer vers une défense orientée sur des bases plus contractuelles et restreintes à



certaines salariés. Ce constat est relayé par la recherche réalisée en France par Perraudin et alii (2007), sur la base de données statistiques issues de l'enquête REPONSE (2004-2005) conduite par la Dares. Cherchant à analyser les liens entre la structure du capital social et la gestion de l'emploi, cette étude met en évidence un profil particulier de gestion de l'emploi pour les sociétés cotées sur les marchés financiers. Les efforts en matière de rémunération et de formation sont concentrés sur un nombre restreint de salariés et, parallèlement, les coûts du travail se révèlent plus fortement variabilisés, au travers d'une accentuation de la flexibilisation des rémunérations et de l'utilisation de contrats de travail précaires.

Une seconde orientation concerne les pressions sur l'emploi liées au raccourcissement des horizons de gestion, particulièrement sensibles lorsque les actionnaires sont à même de rechercher une valorisation de leur prise de participation à l'issue de périodes de détention relativement courtes. Les exigences élevées en matière de taux de rentabilité et retour rapide sur investissements symbolisent le sacrifice opéré sur les perspectives de long terme. La financiarisation induirait également une attention marquée sur les indicateurs quantitatifs de performance financière, irriguant en cascade l'ensemble des activités de l'entreprise, au détriment d'une recherche de valorisation de l'immatériel (Carr et Tomkins, 1998).

Une troisième orientation insiste sur les choix d'orientation d'investissement, favorisant ou pénalisant certains secteurs, certaines formes de production et donc certaines formes d'emploi. Les économies anglo-saxonnes marquées par la forte liquidité des marchés financiers et une certaine « fluidité » du marché du travail auraient tendance à favoriser les investissements vers des secteurs d'innovations radicales, comme les technologies informatiques ou les biotechnologies, au détriment de secteurs demandant des innovations continues dans un cadre de processus complexes de production (comme l'automobile), valorisés jusqu'alors dans l'économie allemande.

Enfin, la financiarisation positionne le marché et son fonctionnement au cœur de toutes les relations de l'entreprise, transformant des relations de type institutionnel en transactions de type contractuel. L'alignement des intérêts des dirigeants sur celui des actionnaires, par l'intermédiaire de rémunérations variables (prime et stock-option), tend à réduire leur volonté et leur marge de manœuvre dans la recherche de réelles négociations avec les salariés.

Les influences de la structure actionnariale sur la gestion de l'emploi et les orientations en termes de financiarisation apparaissent avérées, quels que soient les pays. Leur intensité et leur manifestation se révèlent cependant différentes selon les autres forces à l'œuvre. À l'issue d'une étude de terrain des différentes sociétés anglaises, Deakin et alii (2001) relaient les craintes émises par certains syndicalistes face au déploiement d'outils de gestion destinés à aligner les intérêts de l'ensemble des salariés sur ceux des actionnaires. Ils soulignent ainsi l'importance, en la matière, du positionnement du management et sa capacité à résister aux pressions court-termistes d'un certain type d'actionnariat. Ces réflexions sont corroborées par Jackson et alii (2005) qui questionnent l'influence d'une nouvelle élite de management allemande, formée aux « nouvelles » théories de management. Deakin et alii (2001) mettent également en évidence l'importance du rôle de la législation en matière de droit du travail et plus largement des politiques publiques.

Ces considérations sont soulignées plus largement par Gospel et Pendleton (2005). Si les influences entre structure du capital et la gestion de l'emploi

tendent actuellement à prendre une orientation unidimensionnelle, cette orientation s'infléchit lorsque les salariés s'emparent des leviers d'action propres, s'inscrivant dans l'ancrage historique et national des relations industrielles, afin d'infléchir en leur faveur le jeu des rapports de force.

Après avoir opéré une approche macro-économique, propre à cerner au travers de données chiffrées des phénomènes dans leur ensemble, cette étude propose une étude de terrain plus susceptible d'appréhender des phénomènes difficilement repérables quantitativement. Le fait de considérer la financiarisation comme un processus, qui s'opère à partir de réalités différentes à l'origine, et non comme une situation donnée, nous a conduits à travailler sur l'identification d'éléments d'évolution ou de rupture.



*Chapitre II*      *Analyse des entretiens  
réalisés auprès des  
représentants des salariés*



Les effets de la financiarisation dans les entreprises, tels que nous les rapportent les représentants de salariés, touchent en premier lieu les politiques mises en œuvre dans les entreprises (stratégie, gestion, gouvernance) (1). Mais la financiarisation d'une firme affecte également, de manière structurelle, les modalités mêmes de sa régulation sociale (2), et donc le rôle et les stratégies de représentants des salariés en situation de négociation et de dialogue social (3).

## 1. Les politiques mises en œuvre dans les entreprises

À défaut d'un virage dans la trajectoire d'évolution de leur entreprise, les IRP constatent *a minima* une accélération des changements observés (1.1). Plus fréquemment toutefois, c'est une rupture explicite dans les politiques pratiquées qu'ils observent, que ce soit par la primauté absolue donnée à la rentabilité à court terme (1.2) ou par des politiques d'emploi renouvelées (1.3). Enfin, les changements de configuration entre les parties prenantes (actionnaires, dirigeants, encadrement au niveau local) des entreprises concernées par ces changements dans le mode de propriété, impliquent une nouvelle répartition, entre ces acteurs, des rôles et des responsabilités afférentes (1.4).

### 1.1. Neutralité, rupture ou accélération ?

Comment repérer les impacts de la financiarisation ?

Certains des cas retenus dans notre enquête sont représentatifs d'une inscription déjà ancienne dans des dispositifs de financiarisation. Les représentants des salariés de ces entreprises n'en distinguent pas moins les effets pour autant, même s'ils sont bien sûr moins patents que dans le cas d'entreprises ayant connu une rupture radicale dans le mode de propriété « *C'est nous qui avons changé : nous avons compris que la financiarisation a toujours existé, explique la déléguée syndicale d'un grand groupe de la métallurgie [...] cette optique a toujours prévalu chez X.* » (9F).

Dans d'autres cas, les entretiens ont été réalisés à partir d'un événement jugé représentatif et clairement relevé comme fondateur d'une nouvelle ère dans la gestion de l'entreprise. Le sentiment d'enclenchement d'un processus étroitement lié à des objectifs de financiarisation est alors nettement mis en évidence. « L'avant » et « l'après » de ces opérations induisant un changement de la structure actionnariale, tel que principalement l'acquisition de l'entreprise par un fonds recourant à un montage LBO, sont alors aisément identifiables.

« *Chez nous il y a eu deux opérations de financiarisation : l'entrée en Bourse en N et le LBO en N+ 6.* » expose par exemple le représentant des salariés d'une société informatique dès l'entame de notre entretien. « *Les deux ont modifié profondément la culture de l'entreprise et, dans le même sens, la priorité donnée au rendement* » (2A).

Cette orientation financière nouvelle peut également avoir été impulsée par les actionnaires en place : « *les actionnaires familiaux ont remplacé X. par W., un financier, qui n'a jamais mis les pieds dans un magasin.* » (4B ; délégué syndical central d'une filiale d'un grand groupe international).

Selon les thèmes, la nature des évolutions est différemment ressentie :

- les évolutions relatives aux objectifs de résultats, aux conditions de travail, au dialogue social sont généralement bien identifiées et spontanément relevées par les représentants du personnel, comme le fait cette déléguée syndicale « *C'est une véritable mutation. Avant on n'avait aucune culture du résultat...* » (15J). Les évolutions sont ainsi souvent qualifiées de ruptures au regard de ce qu'aurait connu l'entreprise, si leur évolution avait continué « au fil de l'eau » ;
- les évolutions en matière d'emploi ou d'investissement sont plus diverses, puisque fonction également de l'activité de l'entreprise, de sa position concurrentielle. Des interrogations sur l'origine des évolutions constatées sont également soulevées, intrinsèquement liées à l'entreprise ou représentatives d'évolutions sociétales, à l'instar de celle qui est formulée par la déléguée syndicale d'une clinique : « *Au niveau de l'emploi on voit aussi une évolution, avec une multiplication des CDD et des temps partiels dans les petites catégories... mais là c'est difficile de dire si c'est un mouvement général de la société ou quelque chose de spécifique.* » (15J).

En effet, il est parfois difficile de distinguer ce qui relève proprement du processus de financiarisation et ce qui relève de « l'air du temps ». Une réponse habile serait de dire que la financiarisation *est* l'air du temps, en matière économique : c'est elle qui inspire les grands changements actuellement observés au niveau micro-économique et même certains changements sociétaux. Dans nos entretiens, on peut toutefois en distinguer la marque propre, quand un événement de type financiarisé est advenu (typiquement un rachat par un fonds), par le sentiment de nette accélération que pointent les représentants du personnel.

« *On a mis en place le management par objectif. Peut-être était-ce la voie naturelle de l'entreprise ? ça se serait peut-être fait mais il y a eu une accélération de tout cela.* » nous dit par exemple le délégué syndical d'un grand groupe de service (1A).

Ainsi, si des doutes s'expriment parfois sur la question des origines des changements observés dans l'entreprise, le sentiment d'une accélération, souvent brutale, est, en revanche, récurrent. « *Il y avait déjà eu des plans dans le passé, mais sans licenciements secs, de manière soft, témoigne le secrétaire d'un comité d'entreprise d'une firme... [...] En fait c'est surtout l'arrivée [du fonds] qui a changé les choses : on est passé de 600 à 350. [...] Ce qui a marqué les esprits c'est qu'ils nous ont dit " on va réduire les coûts de 25 % dans la première année " ».* (12H).

Sur fond d'évolutions ressenties comme inéluctables ou associées à des politiques gouvernementales, une césure est ainsi marquée entre deux périodes, parfois moins liée à la nature des politiques mises en œuvre, qu'à l'accélération et à l'intensité des changements qu'elles produisent.



## 1.2. Les objectifs en termes de performance

Malgré les spécificités des entreprises en termes de secteur d'activité, de taille, de situation financière et plus globalement d'historique, dans quelle mesure est-il possible de caractériser des processus récurrents en matière de stratégie ainsi que de gestion sociale et financière ?

### ▪ « L'EBITDA est leur cheval de bataille »

L'aspect le plus évident, tant il semble intimement lié à la nature du phénomène de financiarisation qui nous intéresse ici, est la focalisation sur la rentabilité. Les représentants du personnel le relèvent tous : le dégageant de résultat, de rentabilité, de trésorerie apparaît comme la priorité première, comme l'explique un représentant des salariés d'une société de la métallurgie : « *La direction est de plus en plus obnubilée par la marge, le résultat opérationnel et la rentabilité par salarié et réalise sur cet indicateur des comparaisons avec les autres sociétés* » (20M). Cette priorité peut même être présentée comme absolue, comme l'illustre la déléguée syndicale d'une société de la métallurgie récemment cotée : « *Le P.-D.G. développe, depuis l'annonce de la fusion, une politique exclusivement tournée vers l'actionnariat, essentiellement X. beaucoup plus mordant que la famille W. L'objectif est d'atteindre 10 % de marge (...), quelles que soient les évolutions d'activité et des prix des matières premières* » (7D).

Cette pression à la performance financière, articulée dans le cas précédent à l'évolution du cours boursier, est dans d'autres cas directement rattachée au montage financier réalisé : « *C'est une véritable mutation. L'EBITDA est leur cheval de bataille. Quand ils sont arrivés, ils avaient prévu 10 et on est arrivé à 10. [...] C'est la pression des banques. [...] Dans le discours ils laissent transparaître qu'ils ont fait un emprunt pour acheter et qu'il faut le rembourser au plus vite.* » (12H) dénonce le délégué syndical central d'une société du secteur chimie.

L'objectif de réalisation de fortes plus-values lors de la revente de la société est également évoqué : « *le but du LBO étant de revendre, il faut habiller la mariée...* » « *Et donc pour nous c'est l'EBITDA son habit. [...] Avant c'était beaucoup plus général. Il fallait bien sûr que les cliniques soient bénéficiaires mais on n'avait aucune culture du résultat* » (15J).

Cet impératif peut aussi être plus globalement relié à la mise en œuvre d'une stratégie financière du groupe d'appartenance : « *le groupe est en restructuration permanente. C'est un conglomérat. Il achète et vend des activités. Il n'y a pas de logique économique, c'est exclusivement une logique financière, une prédominance des logiques de cash pour les remontées en dividendes et le rachat d'actions.* » (9F), explique une secrétaire du comité de groupe, membre du comité de groupe européen.

Notons enfin que cette prise de conscience par les représentants du personnel de la première importance donnée aux indicateurs financiers leur est d'autant plus évidente qu'outre le fait d'être généralement patente, elle fait l'objet de communication par la direction.

Le délégué syndical d'un grand groupe va même jusqu'à nous dire : « *on est managés comme si on était nous-même un actionnaire. Il y a une mise en avant du résultat de l'entreprise* » (DSC) »

- **« Maintenant c'est une vision à trois mois »**

Outre la focalisation sur l'objectif pur de rentabilité, c'est la perpétuelle proximité temporelle de cet objectif qui est pointée : l'horizon de retour sur investissement est proche, donc l'horizon de gestion l'est également – les manœuvres se font alors brusques et la visibilité sur la trajectoire à long terme de l'entreprise diminuant, celle-ci est délaissée.

Le retour sur investissement doit se réaliser le plus rapidement possible, au risque d'obérer le développement, voire la pérennité future de l'entreprise, comme le souligne le représentant syndical d'une ancienne filiale d'un groupe de la métallurgie acquise par un fonds : *« La culture du résultat favorise la rentabilité à court terme. Par rapport à nos concurrents, on a perdu beaucoup en compétences, en formation, en métier. [...] Après le premier LBO, la R&D est passée à la trappe. C'est simple, on a pris 10 ans de retard »* (17K). Une représentante syndicale d'une clinique alerte également sur les risques encourus par un sacrifice d'une projection à long terme : *« Cette logique de résultats amène à se recentrer sur ce qui rapporte, c'est un jeu dangereux. Il faut à la fois miser sur ce qui rapporte du fric mais aussi sur ce qui rapporte de la crédibilité, ce qui ne va pas forcément de pair. En médecine, l'objectif est double et ça, ils ne l'ont pas toujours perçu. »* (15J).

Le raccourcissement des horizons de gestion devient plus particulièrement patent en cas de situations financières difficiles, renforçant l'inquiétude des salariés. *« Du temps de W. on voyait où on allait. Maintenant c'est une vision à trois mois. On a un suivi des résultats à 3 mois. On a failli déposer le bilan, car avec les covenants (liés à l'endettement), on ne payait plus les fournisseurs. [...] On a fait des CCE où on s'est fait traiter de tous les noms. Or le leitmotiv des salariés c'était « qu'est-ce qui va se passer demain ? »* (10G) s'inquiète le secrétaire du comité central d'entreprise d'une filiale d'un groupe de la métallurgie acquise par LBO par un fonds.

La mise sous tension financière conduit à une orientation de l'activité vers les segments jugés les plus rentables ainsi qu'à une « maîtrise » des coûts, c'est-à-dire une diminution de leur part relativement dans le chiffre d'affaires. Ces objectifs traduisent des politiques d'emploi, diverses dans leurs modalités, mais homogènes dans leurs objectifs de tension sur l'emploi ou de sous-effectif.

### 1.3. Les politiques d'emploi et de rémunérations

- **« On est continuellement en sous-effectif »**

Selon le dynamisme du secteur d'activité et le positionnement de l'entreprise en son sein, les politiques d'emploi se révèlent évidemment contrastées, comme l'illustre un représentant syndical d'une société fabriquant des produits à forte valeur ajoutée : *« On nous a vendus à la banque W., dans le cadre d'un premier LBO. Le premier impact sur l'emploi peut paraître positif puisqu'on est passé de 400 à 800, de 800 à 1000, avec pas mal d'intérimaires. (...) Après le deuxième LBO on a privilégié la croissance externe, avec l'acquisition de deux filiales dont l'une est une mauvaise affaire et une délocalisation ratée au Mexique. Depuis, l'effectif est en chute libre [...]. Maintenant, on est moins de 650 (sans intérimaire) »* (17K). La diminution des effectifs peut provenir d'erreurs de gestion, mais elle est plus généralement associée à l'arrivée de fonds d'investissement qui couplent fréquemment la reprise de l'entreprise avec un plan social prévu dès l'amont.



« Pour les coûts salariés, c'est le projet « bottom cycle » : on s'attaque aux effectifs directement en supprimant 171 emplois, sur un effectif de 305. » (12H) déclare, sans ambage, un secrétaire du comité d'une entreprise, qui évoque plus largement un encadrement de toutes les dépenses et un renforcement du contrôle des autorisations de commandes.

Les restructurations ont souvent été anticipées et intégrées dans le dispositif financier mis en place, comme le précisent les représentants syndicaux et des salariés d'une société récemment reprise sous LBO « L'impact sur l'emploi a été immédiat puisque le PSE est directement lié au montage financier » (8E). Elles peuvent également être considérées comme un mode de gestion en soi. « Le principe de Y. (un fonds d'investissement), c'est qu'il y a des économies à faire. Ils achètent à des groupes qui ont les moyens de vivre avec des équipes de travail étoffées. Ils savent que, sans gros problème, ils peuvent faire des coupes sombres dans les effectifs et les coûts. C'est ce que tu retrouves dans les 25 % de réduction des coûts » s'insurge un représentant syndical d'une société du secteur de la chimie (11H).

D'autres dispositifs de gestion de l'emploi sont utilisés de concert ou en continuité : « Il y avait également la volonté d'externaliser certains services. Depuis il y a une pression permanente pour limiter les effectifs. On est toujours en sous-effectif. Il y a toujours un volet d'intérimaires mais c'était déjà comme cela auparavant. Ce qui s'est développé c'est la sous-traitance qui a au moins doublé » (...).

Les ajustements réalisés au travers des différents processus de flexibilisation, augmentation du recours à la sous-traitance, au travail précaire et/ou à la délocalisation conduisent à masquer parfois les effets directs sur l'emploi, notamment en cas de croissance de l'activité. Un représentant des salariés d'une société de services informatiques fait ainsi remarquer : « On a créé plus de 500 emplois ces deux dernières années. Donc pas d'impact visible du LBO sur l'emploi. En revanche, la politique de recrutement a changé, essentiellement tournée vers les grandes écoles pour les emplois durables, avec un développement du recours à la sous-traitance pour la « chair à canon ». Avant, la sous-traitance servait de filtre pour repérer les futurs salariés. Aujourd'hui c'est fini. La sous-traitance s'est développée, apportant plus de flexibilité » (2A).

Plus généralement, le recours à une politique d'externalisation est associé à la volonté de mieux s'adapter aux variations d'activité ou comme conséquence de politiques de recentrage, comme l'explique la représentante syndicale d'une clinique « Dans un premier temps, il y a eu beaucoup d'investissements de faits [...] Mais ce que l'on avait oublié d'intégrer c'est que cet investissement allait changer la nature de notre activité comme l'augmentation de l'ambulance. Autre exemple, le développement de l'ophtalmologie. Ce sont des gestes très techniques, donc facturés très chers et sans hospitalisation longues [...]. On sous-traite, on se recentre vers ce qui produit du soin. » (15J).

Quelles que soient les situations d'emploi (croissance ou réduction), l'accent est sans conteste mis sur la recherche d'une forte progression de la productivité, conduisant à une surcharge de travail clairement mise en évidence par les deux interlocuteurs précédents : « On est continuellement en sous-effectif de toute manière. (...) Les gens sont en surtension. Le board veut systématiquement freiner l'extension du staff. Alors tout le monde rame, les priorités se chevauchent. On est en surcharge depuis 2005. Il y a beaucoup de gens qui sont en état d'épuisement. On fournit des PC portables à tout le monde, alors quand les gens rentrent chez eux à deux heures du matin, ils checkent encore leur mail » (2A).

Finalement, le délégué syndical d'une clinique et celui d'un groupe de grande distribution résumant tout cela en quelques mots chacun : « *Leur politique consiste à calculer le personnel toujours au plus juste* » (16J). « *La moindre minute est comptabilisée* » (3B)

▪ « **Les gens sont en surtension** »

À l'augmentation du volume de travail précédemment pointée se conjuguent une modification de la nature des tâches et une augmentation des responsabilités : « *En salle de réveil, on est passé de 35 patients par jour quand j'ai commencé à 70 aujourd'hui. Sans personnel en plus jusqu'à tout récemment. Aujourd'hui on est mieux équipé mais les cadences ont fortement augmenté. Une des conséquences de l'augmentation des cadences en salle d'opération, c'est que les patients arrivent beaucoup plus endormis en salle de réveil. Du coup le travail est beaucoup plus technique. Parfois, le patient ne respire même pas seul, il faut encore le réveiller, le calmer. On en vient même parfois à faire des actes que l'on n'a pas vraiment le droit de faire. Ce n'est plus un simple travail de surveillance. Le rythme et la technicité sont supérieurs. Les médecins se déchargent plus sur nous. Les cadences augmentent, l'intensité augmente et nos salaires eux....* » (15J).

Cette progression de l'autonomie s'effectue paradoxalement de concert avec une intensification de la mise sous contrôle.

Implicite dans le témoignage précédent, cette intensification est largement explicitée par une accentuation de l'obligation, souvent formelle, de rendre compte : « *Il y a eu mise en place de procédures, de reporting. Il faut prouver l'excellence, administrer la preuve (..) notamment à destination des « futurs mariés. [...] Avec le management par objectif il y a moins le droit à l'erreur [...]. Ça bride l'initiative. Or, le développement informatique c'est la création, il faut avoir de la liberté, de l'initiative* » (1A).

L'inscription dans le temps – et par là, nous revenons au court-termisme dans la gestion évoquée plus haut - de cette mise sous tension générale devient souvent redoutable. Le sentiment d'un engrenage inéluctable sans perspectives de consolidation ni de reconnaissance est nettement mis en avant par un représentant syndical d'une société sous LBO : « *Chaque fois qu'on fait un bon en avant (organisation, réductions de coûts), il faut recommencer un an après. On est toujours sur des sables mouvants, on cherche le vent en permanence. Beaucoup de gars s'usent. C'est épuisant.* » (17K)

L'augmentation des responsabilités et des exigences est ainsi régulièrement associée à l'intensification de la charge de travail ainsi qu'à ses corollaires en termes de dégradation des conditions de travail : « *Cela entraîne du stress, les maladies psychosomatiques, et là on n'en est qu'au début* » souligne un représentant du personnel d'une société sous LBO. (12H).

Les salariés réagissent différemment à cette dégradation des conditions de travail. Dans certains cas, ils quittent l'entreprise, comme l'illustre le représentant syndical d'une clinique : « *la charge de travail augmente, ce qui provoque un turn-over important et un recours croissant à l'intérim* » (16J), qui poursuit en soulignant que : « *Cela n'inquiète pas la direction. La stabilité du personnel n'est pas une priorité. Elle ne réagit que si la qualité du service est remise en cause. Le signal d'alarme, c'est la qualité des soins. Quand le personnel se plaint, ils ne réagissent pas.* La dégradation des conditions de travail et ses conséquences ne deviennent, pour les directions, des préoccupations en elles-mêmes, qu'à partir du moment où



elles sont identifiées comme effectivement génératrices de risques pour l'entreprise.

Dans d'autres cas, il apparaît une difficulté à s'exonérer de la pression. Un syndicaliste note la perte de signification des indicateurs traditionnels que représentent l'absentéisme et le *turn-over* : « *On a grossi énormément. Les commerciaux font leur boulot et le produit est bon. [...] Le turn-over est faible. L'absentéisme ne progresse pas non plus mais la population est jeune, pleine d'énergie... La médecine du travail parle malgré tout de risques psychosociaux. Elle constate que les gens sont sous tension. Le CHSCT s'en est emparé* » (1A).

Cette situation est analysée en relation avec les particularités des bassins d'emploi « Quand il y a de l'offre comme sur Paris, le *turn-over* est énorme, 30 % à 40 % et c'est un problème. En province quand le taux de chômage est élevé... ». Et ce représentant syndical d'ajouter : et puis ils ont leur pactole. J'ai des copains qui ont tout placé dans W. (le système d'actionnariat salarié). » (4B). Le degré de captivité peut ainsi être également géré par l'entreprise au travers du système de rémunération.

- **« Ils ont annoncé la couleur : ils disent que 20 % des salaires doivent être variables »**

L'individualisation des rémunérations se renforce dans le sens où elle se généralise et où la part de la rémunération variable augmente, pouvant atteindre jusqu'à trois mois de salaire (4B).

Si la logique de variabilisation de ce type de charge peut apparaître comme une première explication (adaptation du coût de la main-d'œuvre au niveau d'activité), les propos de ce représentant des salariés illustrent l'accent mis sur le rôle disciplinaire de la politique salariale : « *La politique salariale a complètement changé. Ils ont annoncé la couleur, ils disent que 20 % des salaires doivent être variables. « Quand on fait du fric on en distribue, quand on n'en fait pas on ne distribue pas [...] ». On a un accord d'intéressement basé sur les résultats financiers, sur l'EBITDA. Si on n'atteint pas 80 % de l'objectif d'EBITDA on n'a pas d'intéressement.* » (12H).

Accentuant cette analyse, un représentant syndical dans un grand groupe soulève la question fondamentale de la modification du rapport salarial. « *On est managé comme un actionnaire. Il y a constamment une mise en avant du résultat de l'entreprise, notamment via l'intéressement. Tous les jours on nous répète qu'il faut être excellent pour avoir une prime. Ils sont obsédés par cela* ». (4B).

L'individualisation des rémunérations se perfectionne, devenant un dispositif privilégié d'incitation à œuvrer dans le sens de l'accroissement des performances financières. « *Il y a trois pôles* » explique un représentant du personnel du secteur de services, « *une prime de développement individuel, fondée sur l'adhésion aux valeurs de la société, une prime de « x » (le salaire est fonction d'un certain pourcentage des résultats du magasin), et la participation des salariés au capital* » (3B). Selon les cas, différents types de primes peuvent être ainsi mis en place pour un même salarié ou des primes complémentaires peuvent être plus spécifiquement attribuées à l'encadrement ou au management, comme l'illustre une représentante syndicale « *Depuis le LBO, le management a un bonus égal à 10 % de sa rémunération annuelle, basé sur les performances du groupe* » (1A).

L'individualisation des rémunérations, par la puissance de ses incitations, est souvent présentée comme l'axe central d'une gestion sociale

renouvelée, liant performance individuelle et performance financière de l'entreprise. « *La régulation s'effectue par la marge, c'est la base des primes [...]. Tout tourne autour de l'argent* » déplore un élu au comité d'entreprise (3B), tandis que le secrétaire d'une entreprise de chimie parachève le raisonnement : « *Les salariés sont achetés par les primes... Cette année, on perçoit 17 % de salaire en primes. Il y en a qui ne regarde que ça...* » (11H).\*

En premières conclusions, la récurrence des énoncés afférents à la mise en place d'objectifs axés sur l'augmentation d'une certaine forme de performance témoigne d'une mise sous tension financière.

Les moyens mis en œuvre pour obtenir les résultats escomptés diffèrent selon le secteur d'activité de l'entreprise et son positionnement en son sein. L'évolution de l'emploi varie entre la réduction drastique et le maintien, voire la croissance, du noyau dur des effectifs internes, accompagné d'une gestion d'emplois périphériques.

Mais les représentations convergent toutes vers un vécu partagé de situation de sous-effectif. La charge de travail s'intensifie, les conditions de travail se dégradent fortement. Les politiques de rémunération apparaissent alors comme un dispositif essentiel, puissant mécanisme d'incitation et d'orientation des comportements.

#### 1.4. Les modifications des configurations juridiques et hiérarchiques

Cette évolution de la configuration des entreprises invite à s'interroger sur le degré d'implication ainsi que sur les rôles respectifs des dirigeants et des actionnaires en la matière. Aux questions sur les modalités de délégation par les actionnaires et de reddition, de la part des directions, s'ajoute plus globalement la question de l'insertion de l'entreprise au sein de son nouveau groupe d'appartenance.

- « On est passés d'une "boîte mère" à une "boîte sous influence" »

« *En devenant indépendants, nos dirigeants se sont crus les rois du pétrole : croissance externe, rayonnement international. Fin 2006, le P.-D.G. a été congédié, les Hollandais ont pris la main, la holding a son siège social à Z. et nous avons été mis sous tutelle avec un simple directeur général. On est passé d'une boîte mère à une boîte sous influence* ». (17K). Ce témoignage d'un représentant syndical d'une société acquise par un fonds d'investissement illustre la disparition d'un pouvoir décisionnel au sein de l'entreprise et l'éloignement, maintes fois souligné, des lieux de décision. Cette situation contraste d'ailleurs avec la perception du pouvoir des dirigeants face à un actionnariat boursier plus traditionnel, qu'illustrent les propos de ce représentant syndical au comité de groupe : « *Z. a toujours dit que l'on ne se fait pas dicter ce que l'on veut faire. Mais je sais qu'ils ont toujours beaucoup travaillé la communication financière* » (19L).

À une question portant sur les changements en matière d'organisation, un élu du comité d'entreprise répond : « *Le principal changement est la perte d'autonomie de notre direction locale, qui est beaucoup plus cadrée. [...] Madrid décide, point à la ligne. Avant, les budgets étaient discutés entre Madrid et les sites, avec quelques aménagements. Depuis le LBO c'est beaucoup plus long car les budgets sont systématiquement rejetés. [...]* » (1A). « *Avant, on avait sur place quelqu'un qui avait du poids et une marge*



de décision. Aujourd'hui on réfère au " board " pour tout » expliquent les représentants d'un groupe international acquis par un fonds d'investissement (8E).

En raison des différentes directions « écrans » mises en place, les responsabilités se diluent, comme l'expose une représentante des salariés d'une ancienne filiale d'un groupe de la métallurgie « *Un des problèmes, c'est qu'ils ont mis tout un tas de hiérarchie qui nous sépare des chefs. " Personne n'a jamais les clés " comme on dit.* » [...].

Pendant leur pouvoir, les directions locales endossent des rôles de courroies de transmission ou de boucs émissaires. Et les interlocuteurs précédents de poursuivre : « *C'est très visible pour les D.R.H. Autrefois ils jouaient un vrai rôle, maintenant ils sont là pour faire le ménage ou alors ce sont des fusibles* » (8E). Un secrétaire de comité d'entreprise, présent au comité de groupe européen, souligne le *turn-over* des dirigeants au sein de son groupe d'appartenance : « *Depuis la reprise en 1997, en fait, seul le patron des RH est resté. Le président du groupe (créé par un fonds d'investissement) c'était W. On l'appelait « la Thatcher ». Et quand les résultats étaient mauvais, elle changeait les directeurs de division.* » (10G). Une représentante syndicale illustre très clairement une situation d'allégeance de la direction locale aux dirigeants du fonds d'investissement : « *Poser une question au CEO, ils n'osent pas le faire. (...) Ici au niveau de la direction, il faut avoir le petit doigt sur la couture* ». (1A).

En cas de durcissement des conflits, certains représentants pointent des situations de malaise chez les dirigeants, liées à leur relative impuissance : « *Lors du dernier conflit social il y avait une grève assez forte mais le groupe n'a rien voulu lâcher. Et le directeur de la clinique, qui a un attachement particulier puisque c'est quand même lui, qui en a fait quelque chose qui marche, j'en ai parlé avec lui vivait mal ce conflit, d'être au milieu. Plus tard il m'a avoué qu'il n'avait aucune marge de manœuvre financière. [...]. Au final c'est les médecins qui ont fait pencher la balance de notre côté en menaçant de porter plainte contre le groupe car la clinique ne leur fournissait pas de quoi travailler.* » (15J). Ce témoignage de la déléguée syndicale d'une clinique illustre le rattachement des dirigeants à une sphère financière déconnectée de la sphère de l'entreprise et de la production.

#### ▪ « Le P-DG est dans un autre monde »

En raison de leur processus de rémunération, de leur volonté de maintenir leur emploi ou de leur changement de statut, les dirigeants de chaque entité, devenus parfois eux-mêmes actionnaires, alignent leurs objectifs sur la valeur actionnariale.

Certains élus notent alors spontanément et pudiquement l'éloignement des dirigeants des préoccupations « du monde de l'entreprise ». Laconiquement, une représentante syndicale glisse ainsi dans l'entretien : « *le P.-D.G. est dans un autre monde* » (7E) tandis qu'un délégué syndical s'étonne : « *Je les trouve parfois un peu légers. Ils sont tellement dans leurs hautes sphères que le quotidien, ils ne le comprennent pas trop* » (13I).

D'autres interlocuteurs mettent plus directement en cause la qualité de la gestion de l'entreprise dont ils soulignent les contradictions : « *On affiche une recherche de la qualité dans tous les domaines mais la qualité du management ne s'améliore pas. La gestion humaine est secondaire* » (1A). « *On paie aussi les erreurs de nos dirigeants qui ont acquis une entreprise*

en la payant plus que sa valeur et qui n'ont pas su gérer l'évolution de la production » (17K).

- **« Avant, on avait le sentiment de faire partie d'un groupe »**

La nouvelle gestion du groupe selon une logique financière est opposée aux gestions plus globales et solidaires des anciens groupes industriels d'appartenance.

Ces derniers étaient, en effet, susceptibles d'apporter, conjoncturellement, un éventuel soutien financier. Cette relative sécurité disparaît : *« Avant on avait le sentiment de faire partie d'un groupe. Quand une activité n'allait pas bien, les autres compensaient. On nous a fait comprendre que c'est chaque site qui doit être rentable, cash positif en bas de cycle. C'est quelque chose de neuf par rapport au passé. On avait une logique de groupe, des résultats partagés. Là c'est ciblé. Avec Z. (l'ancien groupe) on était dépendant mais avec des filets de sécurité partout »* (12H) regrette le représentant des salariés d'une entreprise chimique d'envergure internationale.

Même si l'entreprise demeure toujours, au sens juridique du terme, filiale d'un groupe, son appartenance n'est plus ressentie comme une participation à un ensemble opérationnel plus vaste. Sa valeur ne provient donc plus de la synergie dégagée au travers des multiples liens déployés avec les autres entités du groupe.

L'entreprise devient détournée et individualisée en termes tant de moyens que d'objectifs de performance. Les rapports entre les actionnaires et les différentes entités du groupe sont ressentis comme exclusivement bilatéraux. De cet état de fait, l'ancien groupe d'appartenance n'en est d'ailleurs pas forcément exempté : *« À partir de 2003, W. a cherché à nous vendre. E. n'était pas assez solide. C'est W. qui a construit le montage financier avec Z. pour se débarrasser de nous. »* (8E) soulignent dès le début de l'entretien des représentants de salariés d'une ancienne filiale d'un grand groupe américain revendue à un fonds d'investissement.

Le processus de financiarisation se traduit donc par une perte d'autonomie de l'entreprise au profit d'une société mère directement en prise par l'actionnaire. Cette fragmentation ressentie au niveau de l'entreprise rejoint un sentiment d'isolement plus général.

## 2. Les modalités de régulation sociale

Les exigences de performance financière, relayées par la politique de rémunération et l'intensification du travail conduisent à une reconfiguration de l'entreprise, analysée dans la première partie. Cette seconde partie s'interroge sur l'évolution des mécanismes de cohésion anciennement à l'œuvre. En effet, les changements dans les modes de propriété et de gouvernance ne vont pas sans mettre en question les liens sociaux dans l'entreprise (2.1). L'enjeu est en fait leur mise en conformité avec les nouvelles représentations que propose la finance moderne et qui sont en rupture avec les représentations plus traditionnelles. Ces représentations nouvelles sont notamment fondées sur la primauté des aspects financiers sur les aspects sociaux et environnementaux (logique de *sharedolders* plutôt que de *stakeholders*), sur l'alignement des intérêts des actionnaires et des salariés, au moins de manière superficielle.

Tout ceci a donc un impact sur la manière dont s'opère la régulation du climat social. En effet, la redistribution des rôles sociaux des différentes



parties prenantes à l'origine de laquelle se place la financiarisation, ne va pas non plus sans brouiller un jeu social jusque-là stabilisé, dans lequel les IRP avaient généralement réussi à trouver leur place et qui leur permettait de participer à une certaine régulation sociale. Cette régulation sociale semble aujourd'hui menacée par les formes d'entropie que génère la financiarisation (2.2).

## 2.1. L'évolution des liens sociaux

Les développements précédents ont retracé les analyses réalisées par nos interlocuteurs de l'évolution du vécu des salariés dans sa dimension individuelle. Les développements suivants mettent cette fois-ci l'accent sur la dimension collective.

### ▪ « La solidarité a disparu »

Le renforcement de l'individualisme apparaît en premier lieu comme la conséquence de la variabilisation et de l'individualisation des rémunérations comme l'explique le délégué syndical d'une société d'informatique « *On a une carotte importante, d'environ un mois de salaire si on atteint nos objectifs. Et les gens, sachant que c'est ce qui est visible qui compte, désormais le jeu c'est d'envoyer un mail à minuit à son boss ou le dimanche. Ça crée aussi de l'individualisme, du chacun pour soi.* » (1A).

La concurrence instaurée dans l'entreprise s'intensifie aux différents échelons, entre salariés, entre services, entre catégories : l'enjeu est d'amener autant que possible à raisonner en tant que quasi-actionnaires et non plus en tant que membres d'une entité solidaire. Participe également de ce mouvement l'accentuation des écarts salariaux. « *On constate aussi une dégradation de l'ambiance* » déplorent les représentants du personnel d'une filiale d'un groupe international. « *Il y a plus de conflits entre les classes. Cela vient des différences de traitement entre les cadres et les autres catégories. [...] C'est aussi une stratégie de la direction d'opposer les gens les uns aux autres.* » (8E). Des situations extrêmes sont parfois citées, comme celle évoquée par ce délégué syndical central : « *Quand il y a eu le PSE dans les bureaux, les réactions des autres salariés c'étaient « ils nous coûtent cher »* » (4B).

Les situations de tension sociale que génèrent les mises sous tension financière des entreprises sont ainsi fréquemment orientées vers des cristallisations individuelles d'égoïsme, par le jeu de la mise en concurrence et de la variabilité des rémunérations. « *On assiste à plus d'individualisme, de jalousie... c'est aussi une stratégie de la direction d'opposer les gens* » explique le délégué syndical d'une filiale d'un groupe américain (8E)

Source d'affrontements et de défense de territoires, plutôt que de motivation, cette mise en concurrence obère la qualité de la production de l'entreprise. Et l'un des interlocuteurs précédents de poursuivre « *Il y a le bonus. Il génère d'ailleurs une concurrence entre groupes, vu qu'il n'y a qu'une seule enveloppe pour tout le monde. [...] Pour vous montrer le chemin parcouru : en 1994 on avait failli fermer et on avait bossé comme des malades en s'aidant les uns les autres pour s'en sortir. Aujourd'hui, la solidarité entre informaticiens a disparu et ça se traduit par une baisse de la performance. Les projets mettent plus de temps à se réaliser.* » (1A).

- **« Une forte démotivation des salariés, en raison d'un sentiment d'injustice important ». [...] « Ils ont gommé la joie de venir travailler »**

L'individualisation des rémunérations (ou son accentuation) repose par ailleurs sur des critères ressentis par les salariés comme fortement subjectifs. Les critiques sont récurrentes à l'égard de critères relatifs à la paradoxale « *contribution à l'ensemble* », terme cité par un représentant du personnel d'une filiale d'un grand groupe (3B). Son collègue traduit : « *Bien sûr qu'il y a une grille d'évaluation (pour le système d'intéressement individuel), mais cela reste « le fait du prince ».* (4B).

À la subjectivité se conjugue l'inadéquation des critères d'appréciation. Le sentiment d'injustice prédomine : « *Depuis l'entrée en Bourse, chacun doit être évalué selon ses résultats ; mais l'outil permet en fait à la hiérarchie de pénaliser qui elle veut ; c'est subjectif. Les critères peuvent concerner le « team spirit » ou les dépôts de brevets alors que notre travail de développeurs n'est pas la recherche. Le système d'appréciation en place auparavant était plus juste* » (2A), regrette un élu au comité d'entreprise.

Ce sentiment d'injustice, conjugué à une absence de reconnaissance et de fortes incompréhensions, génère une démotivation qu'un représentant des salariés résume en ces termes : « *Il y a beaucoup de pression, de stress, de mise en compétition. Il y a beaucoup de lassitude. Maintenant tout le monde est pressé de partir. Ce n'était pas comme cela avant. Il y a une baisse de l'intérêt du travail.* » [...].

Un représentant des salariés formulera, lui, ces quelques mots : « *le LBO a pour conséquence une forte démotivation des salariés, en raison d'un sentiment d'injustice très important. Ils ont cassé le corps social* » (2A).

Cette dislocation des liens sociaux est très souvent reprise en fin d'entretien, associée à de fortes interrogations sur l'avenir. Un représentant syndical et secrétaire du comité de groupe conclura en ces termes : « *Ils ont réussi à détruire, à gommer la joie de venir travailler. On est vraiment pris dans un système de production. Il y a une déshumanisation complète de la structure : on est devenu des numéros. Par ailleurs il demeure de fortes interrogations sur l'avenir. On est déjà au troisième LBO avec un endettement croissant. On se demande jusqu'où cela va aller* » (16J). Les représentants d'une société acquise par un fonds reprennent également ce dernier point : « *On se pose beaucoup de questions, car on ne sait pas où en est la boîte. Tout le monde est perdu. Les salariés en comprennent plus. Ils voient que quelque chose a changé et que cela ne va plus, mais ils ne savent pas pourquoi* » (8E).

C'est ainsi la force vitale même de l'entreprise qui est mise en cause : baisse de l'intérêt pour le travail, lassitude... Cela montre les limites du système par ailleurs recherché : on dénie l'entreprise comme entrelacs de liens sociaux, l'aspect proprement humain (en premier lieu l'attachement à l'entreprise, qui est remplacé par un lien purement pécuniaire).



## 2.2 Les modalités de régulation du climat social

En tant que vitrine, le climat social peut jouer un rôle important, notamment dans une perspective de cession de l'entreprise. Différents leviers ainsi mobilisés face aux facteurs de dégradation précédemment évoqués.

- **« Il faut aller dans le sens de la hiérarchie, ne pas avoir d'idées »**

L'individualisation des rémunérations représente un puissant dispositif d'orientation des comportements, en fonction des critères utilisés. Aux indicateurs financiers s'ajoutent des critères d'évaluation tels que « *contribution à l'ensemble* », « *team spirit* », laissant transparaître la valorisation, par les directions, d'un certain conformisme : « *Le salarié peut obtenir jusqu'à 70 % d'un mois de salaire s'il est gentil* » (4E) explique un délégué syndical central.

Ce critère est également évoqué par un autre représentant syndical à l'occasion de la progression dans l'entreprise : « *Avec P., les parcours étaient plus cadrés. Chacun pouvait progresser. Aujourd'hui il faut un profil bien précis pour évoluer dans l'entreprise. Il faut aller dans le sens de la hiérarchie. Il ne faut pas avoir d'idées.* (17K) ».

- **« Il reste le discours de B., très paternaliste, mais derrière... »**

La relative brutalité des politiques mises en œuvre et de leurs impacts sur l'emploi et/ou les conditions de travail contrastent avec des discours qui se veulent rassurants. Les exemples les plus emblématiques sont cités à l'occasion des plans de restructuration réalisés lors des changements d'actionnaires. « *Lors de la création de G, il y a eu une grande messe de la direction : « tout va bien ». Six mois après, dévoilement de son plan de licenciement. En fait, lors de l'achat, il y avait le plan social mais ils ne voulaient pas le dévoiler* » (10G).

Au quotidien, une apparente proximité est développée dans les relations entre les dirigeants et les salariés : « *il reste le discours B., très paternaliste mais derrière...* » (4B) fait remarquer en souriant le délégué syndical central d'une filiale d'un grand groupe français, tandis qu'un représentant du personnel d'une entreprise de la métallurgie souligne une autre facette de cette accessibilité de façade : « *À l'inverse des anciens dirigeants, ils ne sont pas provocateurs : ils sont moins suffisants et méprisants, et puis ils vivent comme nous. Les anciens dirigeants allaient jouer au golf tous les jours et faisaient la tournée des restos.* » (13I). Sa collègue confirme « *le nouveau P.-D.G. est quelqu'un de très respectueux, il n'y a rien à dire* » tout en ayant précédemment précisé « *qu'il dit oui à tout mais, en fait, il ne peut rien régler* » (14I).

La gestion de la communication inclut également le recours à l'événementiel : « *Le P.-D.G. fait régulièrement des shows devant l'ensemble des salariés* » (7E) fait remarquer une déléguée syndicale. Les sujets de fond ne sont cependant pas traités et les salariés ont des difficultés à apprécier les objectifs qui leur sont assignés en matière de performance financière. « *L'information stratégique est de mauvaise qualité. on est les meilleurs mais dans un monde de requins.* [...] *Les salariés ne peuvent pas situer les objectifs qu'on leur fixe dans une vision générale de l'entreprise* » (2A) déplore un élu d'un comité d'entreprise.

Cette gestion des apparences sociales peut se traduire également par une certaine attention portée aux représentants du personnel : « *Ils sont très soucieux que leurs représentants du personnel soient bien dans leurs baskets* » (15J) souligne une déléguée syndicale, prenant l'exemple, plusieurs fois mentionné, du respect des temps de délégation. Déléguée dans une entreprise ayant connu plusieurs grèves, elle poursuit en précisant : « *À un niveau du management intermédiaire, c'est bien sûr plus confortable d'avoir une paix sociale dans l'entreprise. Au niveau du groupe c'est plus pour l'image de marque, la vitrine* ».

Les relations avec les représentants syndicaux et du personnel peuvent respecter un certain formalisme. « *La communication des informations est tardive mais respecte les règles. Le comité d'entreprise est consulté même si les décisions sont prises sans tenir compte de ses avis. [...] Les négociations sont formelles.* » (2A) constate un représentant des salariés, en soulignant les aspects de façade.

Plus généralement, les interlocuteurs rencontrés insistent sur les difficultés d'exercice de leurs prérogatives économiques. Ce problème demeure, même dans les cas où l'implication de la direction concernant la résolution de certains problèmes rencontrés par les salariés, est avérée : « *Je suis très contente de la nouvelle responsable des ressources humaines. Simplement parce qu'elle traite les problèmes. Au niveau individuel ça marche bien, le CHSCT aussi. Tout ce qui est de la santé des personnes elle le traite. Après le côté collectif, le comité d'entreprise, c'est différent* » (1A), regrette une représentante des salariés.

### 3. Financiarisation et action syndicale

Les développements suivants traitent de la manière dont les représentants de salariés analysent les moyens dont ils disposent pour mener à bien leur action syndicale face à des directions généralement très au fait de leurs obligations légales, mais très formalistes et n'hésitant pas à prendre le risque de se mettre volontairement hors la loi sur les sujets qui leur semblent les plus cruciaux (restructurations, information légale sur les aspects financiers).

Dans le cadre d'entreprises sous holding et à la configuration actionnariale et managériale revue à la suite d'un changement de propriétaire ou plus radicalement d'un changement complet du mode de propriété, nombre de représentants du personnel en position de dialogue social souffrent également de la confusion plus ou moins volontairement entretenue sur la pertinence des interlocuteurs qu'on leur propose (question du pouvoir décisionnaire). De manière quelque peu paradoxale, on constate donc généralement un respect formel des prérogatives des représentants des salariés mais l'impossibilité pour ceux-ci d'établir un dialogue social réel ou d'anticiper les évolutions à venir. (3.1)

Au regard de ces difficultés, les représentants des salariés nous exposent leurs outils et leurs stratégies. (3.2)



### 3.1. Les moyens donnés aux actions d'anticipation et de négociation

L'appréhension de la globalité de la mécanique financière et des perspectives qu'elle induit pour l'entreprise se révèle extrêmement ardue pour les représentants des salariés. L'absence ou le refus d'interlocuteurs qualifiés renforce les difficultés d'établissement d'un dialogue social, base de tout processus de consultation et de négociation. Les relations sociales se tendent, souvent très fortement.

- **« Il n'y a pas d'information sur le LBO, ni sur la stratégie globale de l'entreprise »**

Les difficultés évoquées concernent en premier lieu la communication d'informations jugées pertinentes. Le cas le plus typique est celui des entreprises passées sous la coupe d'une holding suite à un rachat par LBO. Les informations communiquées ont en fait généralement trait uniquement à l'entreprise et portent surtout sur le montant des indicateurs financiers.

Or, pour parvenir à une intelligibilité de la situation et se positionner dans une perspective d'anticipation, le changement de statut de l'entreprise nécessite d'avoir également accès à d'autres informations clés, de nature financière et stratégique – typiquement au niveau de la holding.

L'appréciation du degré de pression exercé par l'endettement rend cruciales les informations sur le montage financier réalisé, sur l'ensemble des contraintes financières pesant sur le groupe d'appartenance et sur l'actionnaire. Le raccourcissement des horizons de gestion nécessite, par ailleurs, une vision claire des perspectives stratégiques.

Or, comme le déplore un élu de comité d'entreprise : *« Il n'y a pas d'information sur le LBO, ni sur la stratégie globale de l'entreprise [...] Pour l'instant nous n'avons pas obtenu d'information au niveau de la holding du groupe et du groupe »* [...]. Et ce d'autant plus que se confirment des perspectives de cession, explique un élu de comité d'entreprise : *« Comme la direction ne nous donne pas d'information pour ce qui concerne la holding, le LBO ou la revente, on est obligé de surveiller la presse »* (A2).

Ces refus obèrent de fait la mise en œuvre de dispositifs d'anticipation : *« On a essayé de mettre en place une G.P.E.C. (Gestion Prévisionnelle de l'Emploi et des Compétences) pour avoir plus de visibilité. Mais on se heurte au refus de la direction dès qu'il faut aborder les perspectives stratégiques »* [...] déplore un élu de comité d'entreprise.

Les incertitudes sur l'avenir sont fréquemment énoncées, comme celles de ces représentants présents depuis plus de vingt ans dans la société : *« On se pose beaucoup de questions car on ne sait pas où en est la boîte. Tout le monde est perdu »*

Dans certains cas, il est invoqué l'absence d'information des directions locales. *« Du point de vue de l'information, on ne parle jamais du LBO. Les dirigeants locaux nous disent qu'ils ne sont au courant de rien et je suis prête à le croire »* (1A). *« On a l'impression que pour l'essentiel notre direction n'a pas plus d'information que le comité d'entreprise. »* (8E) s'interrogent, dubitatifs, les représentants du personnel d'un grand groupe international.

Dans d'autres cas, les élus relayent les refus de communication qui leur sont directement adressés : *« Le papy (la direction) dit "Cela ne vous regarde pas" car nous on veut le groupe. Et il répond "vous n'aurez que la*

France" (...). "Ne cherchez pas à comprendre" (...) Aujourd'hui on est en cassation » (10G) expose laconiquement le secrétaire du comité d'entreprise, membre du comité d'entreprise européen d'un groupe détenu par un fonds.

#### ▪ « Il n'y a plus aucune possibilité de dialogue social »

Le plus fréquemment, les difficultés relatives au dialogue social sont rattachées à l'absence d'interlocuteurs considérés comme « pertinents ». Les directions locales sont fréquemment jugées peu crédibles, dans le sens où elles semblent ne pas toujours maîtriser le contenu de la discussion et, plus généralement, avoir perdu leur pouvoir de décision et leur marge de manœuvre budgétaire.

Une solution évoquée par plusieurs de nos interlocuteurs est de rencontrer les décideurs au niveau du groupe, mais ces demandes demeurent souvent lettres mortes, comme l'expriment différents représentants des salariés :

*« Les interlocuteurs du comité central d'entreprise sont traditionnellement le directeur général (issu de la production) et le directeur des ressources humaines (qui passe la pommade). Le P.-D.G. ne vient jamais » (7E). Certains élus expriment quelque espoir : « On a demandé sans succès un interlocuteur groupe. Il est possible que cela change un peu avec la nouvelle D.R.H. qui a plus de poids que le précédent » (2A).*

Dans un second temps, c'est la volonté et la capacité même de négocier qui sont mises en question.

Si le dialogue social n'est pas rompu, si les prérogatives des IRP, nous disent-ils eux-mêmes, sont généralement respectées, au moins de manière formelle, le « dur » comme ils disent, la négociation, semble devenir impossible, faute d'interlocuteur véritable et avec le sentiment que tout est décidé en amont avec simplement de faibles marges de manœuvre dans la répartition des enveloppes pour les interlocuteurs des IRP.

*« Avant, celui qu'on avait en face, s'il lâchait pas le pognon, on savait que c'était lui qui voulait pas le lâcher... (15J)»*

Les représentants des salariés, disposant d'une expérience en la matière, dénoncent clairement le changement, au regard d'une période aujourd'hui considérée comme révolue : *« Avant, on pouvait faire basculer les accords en exigeant plus. Mais il fallait négocier et ne pas uniquement dénoncer. (...). Mais la nouvelle direction ne sait pas négocier et on retombe dans les clivages traditionnels. Il y a moins l'idée d'aller rechercher d'autres signatures » (4B) déploré un délégué syndical de 11 ans d'ancienneté dans l'action syndicale. « C'est une véritable mutation. C'est le rapport de force qui joue en défaveur de la CFDT. C'est un retour de balancier énorme de la culture lorraine de négociation de la CFDT qui a joué contre nous. On a énormément perdu ». (11H) s'insurge un briscard du syndicalisme de 29 ans d'ancienneté dans l'entreprise et de 26 ans d'ancienneté dans l'action syndicale.*

Ce représentant syndical évoque également la difficulté à contrer l'impact de certains dispositifs salariaux d'individualisation des rémunérations. Les salariés perdent ainsi de vue les enjeux des négociations portant sur les augmentations générales de salaires pour se focaliser sur la part individuelle : *« C'est difficile pour nous quand on négocie les salaires. Les salariés nous regardent en disant « mais que veulent-ils ? ». Je me bats pour faire gagner 10 € mais à côté il y a les primes qui leur permettent d'obtenir 100 € sans compter la participation. Ils ne voient pas que leur salaire de base c'est la base de calcul de toutes les primes » (4B).*



Très souvent les situations se durcissent : « Avant avec la direction, il y avait plus de dialogue, de débat de négociation et de compréhension. Aujourd'hui on est toujours dans le conflit » (8E). Elles ne se débloquent souvent qu'avec l'instauration de rapports de force : « Il n'y a plus aucune possibilité de dialogue social. Dans le temps on parvenait à faire des propositions, on t'écoutait. Maintenant il faut aller au tribunal pour négocier au niveau de l'entreprise » (11H).

- **« Ils ne respectent rien »**

À l'occasion d'un plan de restructuration annoncé « très brutalement » une déléguée syndicale décrit d'importants débordements : « les réunions sont épouvantables. Tout le monde crie dans tous les sens, aucune réponse n'est donnée par la direction. Les réunions sont interminables » (7D).

Le renouvellement des directions, ou leur mise sur la sellette permanente via l'obligation perpétuelle de résultats, altère les relations de longue date établies avec les salariés et leurs représentants et favorise des prises de position plus « dures ». Des cristallisations s'opèrent. À propos d'une question sur les relations avec les directions, des représentants de plus de 20 ans d'ancienneté dans l'action syndicale font le constat qu'« avant on savait plus où on allait. Maintenant on n'arrive pas à savoir. La configuration a changé. À la limite la direction n'en a rien à f. d'aller au tribunal. (...) Et la direction dit qu'il n'y aura pas d'investissement tant que durera le droit d'alerte. » (8E).

Des représentants dotés d'une expérience syndicale de plus de 25 ans s'alarment : « Le dialogue social est inexistant. Ils prennent des décisions insupportables. C'est la peur au ventre tous les jours. C'est dur. C'est la première fois que l'on est confronté à cela. Ils ne respectent rien ». (11H).

La dureté et la difficulté de certaines situations transparaissent également dans l'expression et, au fil de l'eau, le sentiment d'une relative impuissance. Ces situations nécessitent une adaptation des pratiques.

### 3.2. Les leviers d'action mobilisables

Face à ces nouvelles configurations des relations sociales, impulsant de nouvelles règles du jeu, les représentants des salariés développent différents leviers d'action, mais soulèvent de lourdes interrogations.

- **Une nécessaire mobilisation autour des leviers légaux et juridiques**

L'importance d'une solidarité syndicale apparaît comme essentielle. Face à une volonté de fragmentation du collectif, les représentants des salariés insistent sur l'importance d'actions collective au niveau des pratiques de rémunérations : « Depuis le LBO, la direction a tenté d'individualiser les rémunérations, en proposant en contrepartie un intéressement identique pour tous (environ un demi-SMIC) pour pallier le manque de progression salariale collective. L'intersyndicale a permis d'accepter l'intéressement, sans céder pour l'essentiel sur les augmentations collectives. » (17K) explique un délégué syndical de 30 ans d'ancienneté dans l'entreprise et de 11 ans d'ancienneté d'action syndicale.

Des coordinations s'opèrent également entre délégués syndicaux centraux (DSC) des grands groupes du secteur, comme l'illustre l'un d'entre eux en notant la difficulté d'articuler les différents niveaux de préoccupation : « J'ai des relations avec le DSC de X. et de W. On s'envoie tout par mail. Il est

*important de le faire avant les négociations d'entreprise. Après la déclinaison de l'entreprise reprend le dessus »*

L'obtention des informations clés et le respect des droits de consultation deviennent, quant à eux, de plus en plus associés à l'utilisation de leviers juridiques ou légaux. Le « *On n'a pas eu d'information. À l'époque il a fallu aller au tribunal pour que le comité européen soit consulté. On a appris l'existence du fonds d'investissement en 2005 pendant la grève.* » (8E).

Le recours à l'expertise, conjugué à des actions juridiques, permet d'avoir gain de cause. Un secrétaire du comité d'entreprise d'une filiale financée par LBO et un fonds d'investissement, d'une expérience de 33 ans d'action syndicale expose les difficultés d'obtention de l'interlocuteur adéquat et les moyens mis en œuvre : « *Avec la question des délits d'entrave ils se sont dit qu'ils allaient être condamnés. Ils ont enlevé le président et ils en ont mis un autre rémunéré par des jetons de présence. Donc au comité central d'entreprise, il y a lui, les patrons des divisions, le DRH de la société et le financier du groupe qui est venu nous expliquer* (10G) ». Il détaille, par ailleurs, les diverses péripéties juridiques, actions aux prud'hommes lors d'un PSE, actions en première instance, appel et Cour de cassation qui ont permis l'obtention d'informations sur le montage financier pour l'ensemble du groupe : « *La holding est aux Pays-Bas. Chaque pays a une partie de la dette. Tous les sites sont hypothéqués. Chez W. qui véhicule. (...). Le comité d'entreprise européen ne s'est pas penché sur le mode de financement du groupe. L'information vient essentiellement des représentants français* » (10G).

Le lieu des actions à mener demeure ainsi souvent les instances françaises, le comité central d'entreprise ou le comité de groupe. Confronté à l'entrée d'un fonds d'investissement au capital de son groupe, un représentant au comité de groupe explique : « *on a demandé un comité de groupe extraordinaire car on en a marre de n'être informés que par la presse* » (18L). Le secrétaire de comité européen du même groupe s'interroge : « *Au niveau européen cela reste compliqué à gérer. On considère qu'il n'y a pas une réelle consultation au niveau européen, c'est plutôt de l'information* » (19L). Le comité européen apparaît essentiellement comme un moyen de nouer des contacts avec les partenaires des autres pays et d'échanger les informations.

#### ▪ Les « zones d'incertitude » comme sources d'action syndicale

Dans la description des actions qu'ils ont pu mener, les représentants du personnel mettent en évidence le fait de savoir utiliser des moments stratégiques dans la vie de l'entreprise ou le recours, à leur profit, des outils utilisés par les directions.

Le modèle des montages financiers sous forme de LBO repose sur le dégagement de fortes plus-values à l'occasion de la revente de l'entreprise par son actionnaire. Ce moment de revente, ou sa perspective, se révèle propice au rétablissement des rapports de force. « *Le rôle du comité d'entreprise face à ces risques n'est pas simple. L'action syndicale est difficile mais on dispose d'un levier : la direction craint la mauvaise publicité en période de revente, il faudra savoir l'utiliser.* » (2A) explique le représentant du personnel d'une société, acquise en 2005 pour 4 milliards d'euros et que les actionnaires espèrent céder pour 10 milliards d'euros à l'horizon de 2008 ou 2009. La secrétaire d'une entreprise de la métallurgie confirme : un rapport de force à l'avantage des salariés a pu être créé durant la période de revente, par des grands rassemblements et la convocation des médias : « *ces gens-là craignent les mouvements de*



*personnel et la mauvaise publicité, que les acquéreurs l'apprennent... » (14I)*

Un accent est également mis sur l'utilisation des moyens actuels de communication, tant au sein de l'entreprise qu'à l'extérieur. Constatant le décalage d'impact entre la distribution d'un tract et les systèmes de communication de la direction, un délégué syndical explique : « *On est condamné à utiliser les mêmes modes d'action que les gens que l'on interpelle. (...). Pour le problème X., c'est les pétitions en ligne qui ont été utilisées. (...) Il y a aussi les blogs pour toucher les salariés.(..). Et on est allé chercher le rapport de force dans le public, via les médias. Ils [la direction] auront plus de mal à faire accepter que l'on dilue l'emploi dans les nouvelles technologies. » (4B).*

Enfin, certains représentants des salariés ont également pu insister sur la reconfiguration des rapports de force entre les différents échelons de l'entreprise et de la holding, à laquelle il faut être attentif. Dans certains cas, le management « local » peut se retrouver objectivement dans une position plus proche des salariés que de celle des actionnaires : les convergences d'intérêts ponctuelles et locales peuvent alors générer des alliances jusqu'alors insoupçonnables mais potentiellement fructueuses (cas notamment des entrepreneurs individuels ayant revendu la part majoritaire de leur entreprise à un fonds, mais restés à la tête du management).

La bonne compréhension des « zones d'incertitude », des intérêts et des marges de manœuvre de tous les acteurs est en ce sens d'autant plus cruciale pour les représentants des salariés. Ceux-ci doivent désormais établir des stratégies syndicales d'autant plus fines que les jeux de pouvoir à l'œuvre se font généralement plus complexes et instables, du fait des nouveaux modes de propriété « financiarisés », qui impliquent une multiplicité d'échelons, d'écrans, mais également un renouvellement potentiellement fréquent des actionnaires et du management.

### ▪ L'importance des enjeux sociétaux

Le processus de financiarisation amène également les représentants des salariés à s'interroger sur les enjeux sociétaux dans le cadre de l'alternative financement public, financement privé.

Le recentrage des cliniques, acquises sous LBO, sur les activités jugées les plus rentables interroge sur « *l'équilibre des activités entre les hôpitaux et les cliniques* ». Une déléguée syndicale conclut en ces termes « *On est en train de vendre notre santé à des groupes financiers. (...). On vend notre sécurité sociale pour abreuver les actionnaires, souvent étrangers, avec l'argent des contribuables. Il faut vraiment que les syndicats se posent cette question-là.* » (15J).

Aux traditionnels moyens d'action, de nature légale et juridique, qui deviennent des passages quasi obligés, s'ajoutent la recherche de moyens d'action prenant appui sur les points de vulnérabilité du modèle financier ou empruntant les mêmes dispositifs que ceux utilisés par les directions. Plus largement, les enjeux sociétaux sont également soulignés, renvoyant également au rôle que l'action syndicale peut jouer dans les différents comités paritaires.



*Chapitre III* | *L'enquête sur les missions  
Syndex sur LBO*



Le questionnaire envoyé aux responsables de mission visait à expliciter de la façon la plus précise possible, à la fois :

- la nature du montage - actionnarial, financier et managérial – qui était à l'œuvre dans chaque situation de LBO ;
- les grandes caractéristiques des sociétés « cibles » des LBO, sur lesquelles nous avons effectué nos missions d'assistance auprès des représentants du personnel ;
- les impacts de la situation de LBO sur les entreprises « cibles », en particulier au regard de leur santé économique et financière, de leur politique de développement, ainsi que sur la situation des salariés (emploi, rémunérations, conditions de travail, ...).

Le fil directeur de ces différentes investigations était de mesurer l'influence de ces situations de LBO sur le dialogue social et plus précisément sur l'exercice de leurs attributions économiques par les représentants des salariés.

Dans une première partie nous présentons la réalité de l'information capitalisée par Syndex et ses caractéristiques, dépendantes notamment du niveau d'information qui a pu être obtenu au fil des missions auprès des directions (1.). Nous exposons ensuite quelques conclusions relatives au fonctionnement même des LBO (types de montage, entreprises cibles...) et à la marche des entreprises du panel, que nous rapprochons finalement de quelques études académiques aux résultats similaires (2.).

## 1. Caractéristiques de la base d'informations sur les LBO

### 1.1. Des niveaux de finesse inégaux dans la connaissance des entreprises sous LBO

L'analyse des réponses au questionnaire met en évidence une connaissance plus ou moins fine du phénomène à travers l'exercice de nos missions d'expertise.

Figure n°5 Taux de réponse au questionnaire LB



On remarquera que les taux de réponses les plus importants concernent des données « factuelles », alors que les taux les plus faibles ont trait à la connaissance intime soit du LBO lui-même, soit des mécanismes à l'œuvre dans la cible en conséquence de la mise sous LBO. Cela est à mettre en relation avec le caractère relativement nouveau de missions impliquant des situations de LBO, mais aussi avec la difficulté de mise en œuvre de telles missions d'expertise.

## *1.2. Un déficit d'informations qui nuit à la compréhension des enjeux pour la cible et à la capacité d'action des IRP*

L'arrivée de fonds d'investissement dans le capital d'une entreprise, qui plus est sous la forme de LBO, tend à déplacer de façon significative le centre de gravité des informations qui sont pertinentes pour apprécier sa situation, ses perspectives ainsi que les conditions de sa pérennité. Plusieurs enjeux doivent être relevés.

Le premier a trait à la question du périmètre pertinent. Certes, celui-ci a tendance depuis quelques années à s'élargir fortement, compte tenu de l'insertion d'un nombre croissant d'entreprises dans des groupes et de la tendance à la centralisation des décisions (beaucoup de filiales, en devenant de simples commissionnaires à la production, à la vente, à la distribution, perdent une grande partie des attributs d'une entreprise de plein exercice). Cependant avec l'entrée de fonds d'investissement par LBO, un nouveau seuil est franchi dans la dislocation du périmètre de l'entreprise, à travers la constitution de sociétés holdings porteuses des dettes contractées lors de l'acquisition de la cible. Dans ces nouvelles configurations, il est d'une importance capitale de pouvoir apprécier l'ampleur et les caractéristiques des dettes contractées (nature, montant, durée, modes de remboursement, covenants, ...), ainsi que les modalités selon lesquelles la cible est amenée à les rembourser sur ses propres ressources. Cela suppose d'avoir accès à des informations précises sur la holding ainsi que sur les éléments financiers reliant la cible à la holding (modalités de remontées de ressources, rémunérations des intermédiaires,...).

Le deuxième enjeu est temporel. En effet, une des caractéristiques fondamentales des opérations de LBO, c'est qu'elles mobilisent, *via* les fonds d'investissement (« *general partners* ») des ressources des investisseurs (« *limited partners* ») que ces derniers ne pourront récupérer (avec plus-value) qu'au moment du dénouement de l'opération. Par définition les opérations de LBO ont donc une durée de vie limitée. Dans un tel contexte, il devient essentiel de connaître la durée envisagée du LBO, qui est en général un élément clé du bouclage de l'opération, concrétisé par le *business plan*.

Un autre enjeu est financier. L'objectif premier du LBO est de dégager *in fine* une plus-value (le levier). Se pose alors la question des acteurs qui sont intéressés à cette plus-value, notamment au niveau du management de la cible (qui ? combien de personnes ? pour quels montants ? ...). Il s'agit là d'une motivation forte visant à intégrer les dirigeants de la cible dans la logique des fonds d'investissement. En même temps, cela peut comporter un risque pour l'entreprise « cible » et notamment pour ses salariés, si la recherche de la maximisation du profit personnel vient exacerber les pressions sur le fonctionnement de l'entreprise. La question



se pose également de l'élargissement du partage de la plus-value au personnel<sup>30</sup>.

Le dépouillement des réponses au questionnaire fait ressortir un déficit important d'informations sur ces questions clés. Cela concerne notamment :

- l'information sur la holding ;
- le pacte d'actionnaires ;
- la configuration du fonds d'investissement ;
- le montage du LBO.
- l'accès à des responsables pertinents

Les représentants des salariés doivent aujourd'hui, pour comprendre leur entreprise et ses enjeux, notamment pour les salariés, intégrer des périmètres de plus en plus vastes et fluctuants ainsi qu'assimiler des dimensions de compréhension de plus en plus diversifiées (économiques, juridiques, financières, ...) et pointues. L'entrée de fonds sous LBO complexifie encore les choses, en introduisant de nouveaux échelons, en modifiant fortement le jeu d'acteurs dans lequel ils se trouvent insérés, en changeant les règles de pilotage des entreprises. Le sentiment d'opacité se généralise et provoque dans la plupart des cas, un sentiment d'impuissance.

L'assistance d'experts peut représenter, dans un tel contexte, un appui significatif pour les représentants du personnel dans l'amélioration de leur information et du diagnostic qu'ils peuvent porter sur leur entreprise. Les actions engagées dans les entreprises du panel ont utilisé plusieurs leviers : signature d'accord de confidentialité pour accéder à des informations sur le LBO ; actions en justice ; réunions avec la direction et son avocat ; droit d'alerte à l'occasion d'un événement intervenu en cours de LBO.

---

<sup>30</sup> Cf. l'exemple récent de la cession d'Editis par Wendel – prime octroyée au personnel suite à la publication des montants de plus-value perçus par le management et, plus généralement, le discours tenu par certains fonds sur le sujet.

## 2. Caractérisation des montages LBO et de la marche des entreprises afférentes

### 2.1. Les types de LBO

- Une grande diversité des fonds impliqués dans les LBO du panel

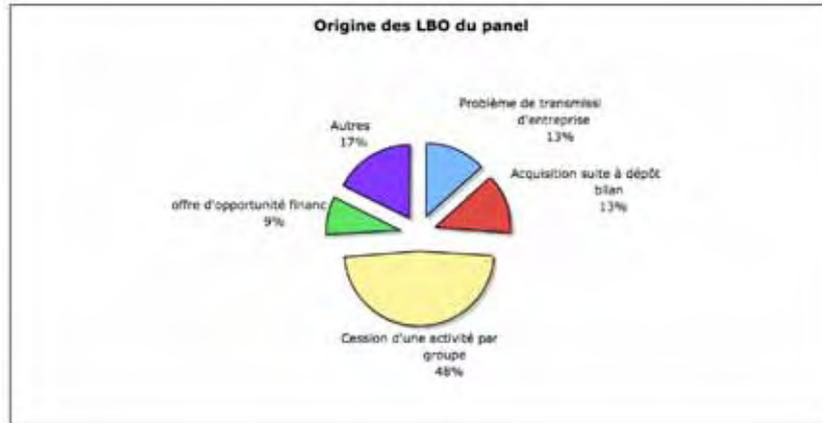
<p>CVC K Partner (Londres)  3i, Broomco (bank of Scotland)  Finactive  Texas Pacific Group (TPC)  Mattlin Patterson (2)  Doughty Hanson (UK)  Duke Street Capital  consortium de fond piloté par Questor Management Company (US)  KKR, Bain, Silver Lake, Alpinvest, Apax  Sun  Axa Private Equity Fund  Aurelius  Ripplewood  LMBO  LBO France (2)  Société Générale Capital Europe (SGCE)  Aloxoise, Unigrains  ACAS : American capital and strategy</p>
--

- Les LBO trouvent, en majorité, leur origine dans la cession d'une activité par un groupe industriel

On peut classer les origines des LBO en deux grandes catégories, selon qu'ils correspondent (ou non) à la résolution d'un problème pour l'entreprise cible. À cet égard, les LBO du panel concernent en majorité des entreprises qui n'avaient pas de problèmes spécifiques, sauf qu'elles n'entraient plus dans le « cœur de métier » de leur groupe d'appartenance (48 % des cas). Ce n'est que dans 26 % des cas qu'un LBO intervient comme solution à un problème (succession / défaillance). Les autres cas concernent notamment des LBO secondaires (l'origine du LBO étant, ici, la fin d'un LBO).



Figure n° 6 Origine des LBO du panel



- Une participation très fréquente du management au capital dans le cadre d'un LBO

Plus de 80 % des cas de LBO du panel incluent une participation du management au capital (mais la statistique ne porte que sur 60 % de l'échantillon – dans 40 % des cas, cet aspect n'est pas connu).

- Des LBO démarrés en majorité (62,5 %) sur la période récente (à partir de 2004)

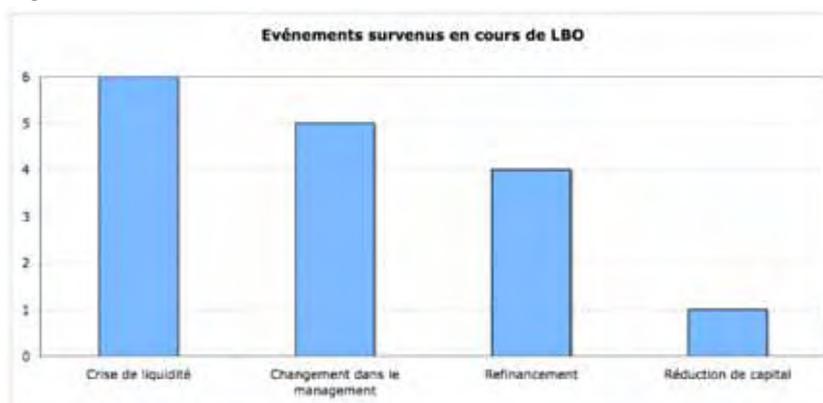
Figure n°7 : Répartition des LBO du panel par date



- **La vie des LBO a été souvent marquée par des ruptures**

Ces ruptures se caractérisent principalement par des crises de liquidité, traduisant l'incapacité de rembourser la dette ainsi que par des opérations de refinancement, sous forme de rééchelonnement des dettes ou de recapitalisation<sup>31</sup>. Les changements de management constituent également des manifestations de discontinuité.

Figure n°8 Evénements survenus en cours de LBO

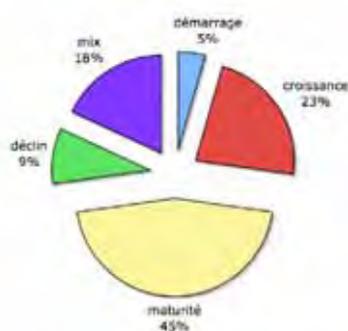


## 2.2. Les types de cibles

- *Des LBO qui interviennent en majorité sur des entreprises arrivées à maturité*

Notre panel tend à confirmer pleinement la tendance des fonds d'investissement à privilégier des entreprises qui dégagent beaucoup de *cash*, condition pour faire remonter vers la holding les ressources nécessaires au remboursement de la dette. Cette caractéristique est également en phase avec l'origine de la majorité des LBO du panel (rationalisation d'activité des groupes).

Figure n°9 Les stades de développement de l'entreprise cible

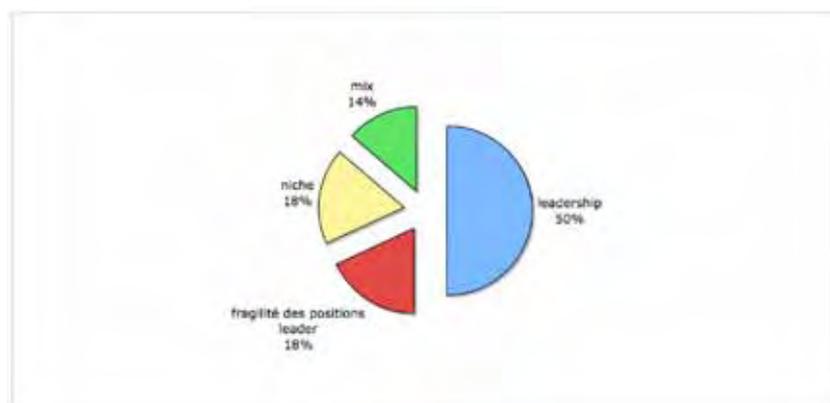


<sup>31</sup> La recapitalisation signifie en situation générale un apport de capitaux propres dans une entreprise qui en manque. Dans le cas de LBO, cela veut dire exactement l'inverse : la recapitalisation est alors une opération dans laquelle l'entreprise sous LBO décide de se re-endetter. Pour ce faire, elle verse un dividende exceptionnel à ses actionnaires, financé par un nouvel emprunt. En quelque sorte, on introduit par ce biais de la liquidité pour les fonds placés par les « *limited partners* ».

- **Des entreprises qui, en majorité, sont leaders sur leurs marchés**

Près de 70 % des entreprises du panel LBO occupent des positions de *leader* sur leurs marchés.

Figure n°10 Positionnement de l'entreprise cible sur ses marchés



### 2.3. Les types d'impacts du LBO sur les entreprises cibles

Deux conclusions générales peuvent être tirées : (1) les impacts, lorsqu'ils sont mesurables, ne sont pas à sens unique ; (2) de façon générale, il est extrêmement difficile de distinguer les impacts qui relèvent spécifiquement de la mise sous LBO.

- **Des impacts qui ne sont pas à sens unique...**

Certains aspects de la politique de la cible sous le régime du LBO ont pu être mesurés, au moins globalement. Il s'agit de la politique de développement de l'entreprise, à travers les opérations sur le portefeuille d'actifs (acquisitions / cessions), les investissements et la R&D.

Globalement, à l'exception, dans une certaine mesure, de la R&D, la politique de développement des entreprises sous LBO ne s'est pas traduite par un *statu quo* (faiblesse du nombre d'entreprises à évolution =). On constate notamment un poids significatif des opérations de redéploiement, sur les trois dimensions analysées, ce qui semble indiquer une politique (impulsée sous LBO) de repositionnement stratégique de l'entreprise.

Concernant la gestion du portefeuille d'actifs, on observe un certain équilibre entre les évolutions « positives » (politique d'acquisition) et les évolutions « négatives » (politiques de cession).

En revanche, la politique d'investissement a été réduite dans une majorité des entreprises du panel.

La gestion d'actifs semble donc être privilégiée par rapport à l'investissement interne.

Tableau n°21 Politique de croissance et de développement

%	évol +	évol =	évol -	redéploiement	total
gestion du portefeuille d'actifs	44,4	0,0	33,3	22,2	100
investissements	18,8	6,3	56,3	18,8	100
R&D	14,3	28,6	28,6	28,6	100

- ... Ce qui est en phase avec les conclusions de quelques études récentes

Nous avons sélectionné trois études récentes qui s'appuient sur des méthodologies échappant à la plupart des biais dont sont entachées beaucoup d'analyses concernant les impacts sociaux des LBO : celle d'Oliver Gottschalg (novembre 2007) ; celle du World Economic Forum (2008) ; celle de *Amess and Wright* (2007). Elles permettent notamment de tirer quelques enseignements généraux sur la nature des impacts des LBO sur l'emploi.

#### *LBO comme accélérateur des mutations de l'entreprise*

Dans l'étude sur « *Private equity and LBO* » réalisée pour le Parlement européen, Oliver Gottschalg a recensé les motivations qui ont présidé à la cession de business à des fonds LBO : 53 % renvoient à une stratégie des groupes pour des activités qui n'entrent plus dans le cœur de métier ; 26 % correspondent à des entités qui connaissent des problèmes financiers ; 21 % sont confrontés à des problèmes de financement de leur croissance. Du côté des intentions des fonds, les plus fréquentes motivations des LBO concernent le potentiel de croissance de la cible (60 %) et les opportunités de réduction des coûts (50 %). Il s'agit souvent d'une combinaison des deux (croissance et restructuration). Enfin, les changements réels introduits dans les cibles après la conclusion de LBO confirment cette tendance : les trois types de changements les plus fréquents sont en effet des acquisitions complémentaires (53 %) ; le remplacement de l'équipe de management (43 %) ; des désinvestissements et des licenciements (33 %).

Les résultats de l'étude menée pour le World Economic Forum s'inscrivent dans la continuité. Selon les résultats de cette étude, les sociétés sous LBO engagent plus d'acquisitions et de désinvestissements que leurs homologues qui ne sont pas sous LBO. Dans les deux années suivant l'acquisition sous LBO, le taux de création d'emplois lié aux acquisitions est de 7,3 % (4,7 % pour le groupe de contrôle) ; le taux de suppression d'emplois liés aux désinvestissements est de 5,7 % (2,9 % pour le groupe de contrôle).

Ces différents résultats suggèrent que l'acquisition d'entreprises par des fonds d'investissement, particulièrement sous LBO, agit comme un accélérateur de « destruction créatrice », à travers un mix de dynamiques de croissance et de restructuration.

#### *LBO : un mode de régulation de l'emploi « à l'américaine »*

La dynamique d'emploi pendant le LBO fait ressortir un taux net de création d'emplois inférieur au groupe de contrôle pendant les trois premières années, puis la tendance s'inverse dans les années 4 et 5<sup>32</sup>. Cela suggère une évolution dans les modes de régulation de l'emploi dans le temps, avec une plus grande amplitude des variations d'emplois dans le cas de LBO. La contrainte de *cash* et de remboursement de l'endettement se traduit vraisemblablement par une plus grande instabilité de l'emploi. La financiarisation, dans son expression la plus aboutie du LBO, tend à renforcer le statut « variable d'ajustement » de l'emploi.

<sup>32</sup> *Globalization ...* op cité ; l'étude fait ressortir également des différences entre secteur manufacturier et secteur des services. Dans le premier cas, il y a peu de différences dans la dynamique d'emploi entre les firmes sous LBO et le groupe de contrôle ; dans le secteur des services, l'emploi chute rapidement dans les firmes sous LBO comparé au groupe de contrôle.



*LBO : une chute des salaires*

L'étude effectuée par des chercheurs de l'université de Nottingham (*Amess and Wright 2007*) apporte quelques éclairages complémentaires.

Leur analyse des LBO effectués en UK conclut que tous les LBO sont associés à des coupes significatives dans les salaires, en comparaison aux entreprises qui ne sont pas sous LBO. Cela peut s'interpréter comme un transfert de richesses entre les salariés et les nouveaux propriétaires. De façon générale, on peut noter ici que l'impact des fonds d'investissement sur les entreprises dont ils prennent le contrôle oscillent entre deux extrêmes dont le *mix* est difficile à apprécier globalement tant l'univers du *private equity* est diversifié :

- d'un côté, l'amélioration véritable de la performance des entreprises (meilleur management, nouveaux investissements, nouvelles stratégies, etc.) ;
- de l'autre, une politique de transfert de richesses, soit au détriment des salariés (suppressions d'emploi, intensité accrue du travail, réductions salariales, dégradation des conditions de travail), soit au détriment des pouvoirs publics (leviers fiscaux, transferts de profits à l'étranger), soit au détriment des investisseurs eux-mêmes (politique de *fees* des *general partners*).

*LBO : impact négatif des fonds d'investissement sur les salaires et l'emploi*

L'étude fait également ressortir des impacts très différents sur l'emploi et les salaires entre les MBO et les MBI<sup>33</sup>. Dans le cas de ces derniers, les impacts sur les salaires et l'emploi sont en effet beaucoup plus négatifs (cf tableau). Cela suggère que la contribution externe des fonds d'investissement est l'aspect le plus problématique des LBO en matière d'effets sur l'emploi. La contribution des managers internes est, en revanche, positive, notamment sur l'emploi.

Tableau n°22 changements dans l'emploi et les salaires

	TCAM emploi	TCAM salaires
sociétés hors LBO	0,26	0,93
MBOs	0,77	0,62
MBIs	-0,55	-0,04

source : *Amess et al 2007, Amess and Wright 2007*

<sup>33</sup> Un des aspects intéressants de leur travail est la distinction qu'ils font entre deux types de LBO : les MBO (*management Buy-out*), type de LBO qui peut ne pas prévoir d'implication de fonds d'investissement dans le management de la cible et les MBI (*management buy-in*) dans lesquels il n'y a pas de management existant.

### Private equity : l'importance de l'environnement institutionnel

L'existence d'un haut degré d'institutionnalisation des relations sociales (influences des organisations syndicales, législations du travail, droits des représentants des salariés) est un élément important pour réduire l'impact du passage en *private equity* et pour homogénéiser les pratiques de relations sociales<sup>34</sup>.

- En guise de synthèse

Tableau n° 23 Les LBO entre création et prédation de valeur

Sources d'accroissement du profit	Contenu	Types d'impacts	
Amélioration de la performance de l'entreprise	meilleur management	Création de valeur	
	nouveaux investissements		
	changement de stratégie		
	productivité technique plus élevée		
Transferts en provenance des salariés	suppressions d'emplois	Prédation de valeur	
	intensité accrue du travail		
	dégradation des conditions de travail		
	compression des salaires		
Transfert en provenance des pouvoirs publics	ingénierie financière		Prédation de valeur
	accroissement de dette		
	transfers de profit à l'étranger		
	sous-paiement aux anciens propriétaires		
Transfert en provenance des autres détenteurs de capitaux	prélèvements excessifs des "general partners"	Prédation de valeur	
	vente à prix excessif aux acheteurs suivants		

( Source : Andrew Watt 2007 ; tableau Syndex)

- De la difficulté de distinguer les impacts qui relèvent spécifiquement de la mise sous LBO

Au-delà des impacts sur la politique de développement, l'analyse des impacts des LBO sur l'emploi, sur les rémunérations et sur les conditions de travail des entreprises du panel s'est révélée particulièrement délicate dans la mesure où il est souvent difficile d'attribuer au seul passage sous LBO les inflexions qui sont enregistrées dans ces domaines. Par ailleurs, comme en matière de politique de développement, les inflexions ne sont pas toujours connotées négativement.

Concernant les restructurations mises en œuvre sous LBO, dix entreprises du panel en ont connu, dont cinq à plusieurs reprises (il est noté dans plusieurs cas que ces restructurations sont, soit en continuation des politiques précédentes, soit en lien avec des évolutions des marchés).

Les externalisations d'activités ou de fonctions supports ont également été significatives (six entreprises du panel).

L'évolution de l'emploi précaire n'est pas non plus univoque : on enregistre cinq cas d'augmentation du recours au travail précaire, mais aussi quatre cas de *statu quo* et un cas de réduction.

<sup>34</sup> *The impact of business ownership change on employee relations : buy-outs in the UK and the Netherlands*, mars 2004.



## *Conclusion*



## 1. La financiarisation, un horizon indépassable ?

### 1.1. *L'impossible régulation par les marchés financiers*

La financiarisation peut s'analyser comme un changement dans la place, mais surtout, dans le statut accordé aux marchés financiers. A partir des années 1980, la finance par émission de titres prend le relais du financement par crédit, tant au plan international qu'au sein des différentes économies, alors que ce mode de financement n'était jusqu'alors qu'une caractéristique des pays anglo-saxons. Mais c'est surtout qu'après avoir joué le rôle d'intermédiaires, les marchés financiers sont devenus régulateurs.

Cette montée en puissance du rôle des marchés financiers s'est déployée à travers la globalisation financière des trente dernières années et le décloisonnement général qui a été ainsi opéré (circulation internationale quasi libre des capitaux). Elle résulte d'un processus dont sont pleinement parties prenantes les principaux acteurs de l'économie tels que les puissances publiques, à la recherche de financement de leur déficit budgétaire, les gestionnaires d'épargne collective, offreurs de capitaux, les organismes financiers, par la titrisation de leurs prêts et le développement de leur rôle de services dans l'intermédiation sur les marchés financiers. Elle s'accompagne d'une évolution du positionnement des acteurs traditionnels, comme les organismes bancaires et financiers, ainsi que d'une émergence continue de nouveaux acteurs, comme en témoigne la créativité en matière de fonds.

Les logiques de fonctionnement se fondent sur la recherche d'une liquidité et d'une rentabilité des placements sans cesse croissante. Pour pallier l'incertitude, les horizons de gestion se raccourcissent et pour limiter les risques, des techniques de transfert de ces derniers sont organisées, tant au sein de la sphère financière que vers la sphère productive. La crise financière actuelle est profondément révélatrice des contradictions auxquelles aboutissent les logiques financières qui se sont globalement déployées dans un contexte d'effacement des régulations. Les effets de la crise financière sur l'économie réelle, notamment en termes de récession et de restrictions de crédit, sont désormais avérés.

### 1.2. *La financiarisation en tant que construction sociale*

Les marchés financiers assoient également leur développement sur la légitimité académique que leur confère le corpus théorique, développé autour du concept d'efficacité des marchés financiers, tout en oubliant certains principes financiers de base. Ces théories, qui bénéficient de l'aura de plusieurs prix Nobel, ont trouvé des relais opérationnels auprès de cabinets conseil, lors de la création d'indicateurs de « création de valeur pour l'actionnaire » (Economic

Value Added) ainsi qu'auprès des normalisateurs comptables de l'Union européenne, qui par adoption du référentiel des normes internationales pour les sociétés cotées, placent les actionnaires au rang de destinataires privilégiés. Les logiques de la financiarisation imprègnent ainsi les représentations, qui tendent à « naturaliser » la financiarisation, la rendant ainsi non discutable et incontestable.

Le fonctionnement de ces derniers met en jeu une véritable industrie, qui regroupe diverses catégories d'acteurs gérant, analysant, vendant, conseillant, compensant. Cette industrie se développe tant au sein des marchés que parallèlement comme l'illustre l'industrie des fonds de capital investissement (*Private Equity*). Si ces intermédiaires sont porteurs de logiques managériales, qu'ils peuvent relayer voire imposer, à des degrés divers, aux entreprises, il est cependant important de se garder d'une vision trop mécaniste et univoque.

En effet, ces intermédiaires sont soumis à leurs propres contraintes organisationnelles, au regard desquelles les entreprises disposent de certains leviers, notamment via la manière dont elles communiquent avec ces intermédiaires. Les directions d'entreprise se révèlent ainsi pleinement actrices dans la manière dont elles-mêmes s'inscrivent à des degrés divers dans ces logiques financières de management. L'exemple des montages LBO est ainsi hautement significatif dans le sens où ces derniers reposent sur cette adhésion des directions d'entreprise.

Imprégnés également de ces représentations, les salariés sont d'autant plus démunis que les directions y adhèrent et mettent en œuvre les logiques afférentes, au nom de la rentabilité exigée des actionnaires.

Le profit, entendu au sens large, est présenté comme une simple rémunération contractuelle, donc systématique et non discutable, de la mise à disposition de ressources financières par les actionnaires. D'entrepreneur récoltant les fruits doux ou amers de ses investissements, l'actionnaire devient rentier, percevant un revenu prédéfini. La « discipline financière », caractéristique fondamentale de la financiarisation à l'œuvre dans les entreprises, cherche ainsi à prendre les atours d'une contrainte extérieure qui renvoie tout le risque entrepreneurial, échelon par échelon, jusqu'aux salariés.

L'analyse des entretiens réalisés met ainsi en évidence un sentiment partagé de confrontation à de nouvelles logiques de fonctionnement, modifiant les règles du jeu antérieures entre les différents acteurs et appelant, à ce titre, une profonde réflexion sur les objectifs et les leviers d'action syndicaux.



## 2. Un dialogue social déstabilisé

### 2.1. Vers une configuration de l'entreprise comme rouage d'une mécanique financière exogène

À des degrés plus ou moins avancés, l'entreprise apparaît comme un rouage d'une mécanique financière induisant de nouvelles logiques de fonctionnement. Les normes de rentabilité des capitaux sont définies sans lien avec le monde économique réel et remplacent les normes « traditionnelles » de profitabilité (résultat / CA). Le pilotage des entreprises est focalisé sur des objectifs de performance financière alliés à un raccourcissement des horizons de gestion. Cela conduit à une orientation de l'activité vers les segments jugés les plus rentables ainsi qu'à une recherche accrue de maîtrise des coûts, c'est-à-dire à une diminution de leur part relativement au chiffre d'affaires. Les activités rentables sont même parfois abandonnées pour des activités plus rentables encore. C'est tout le sens de la spirale introduite par la spéculation dans un système où cette dernière ne rencontre parfois aucune limite comme en témoigne la filière alimentaire.

Le fonctionnement par centres de profit (*business units*), au sens d'une vision financière qui considère l'entreprise comme un simple assemblage d'actifs, oblige à regarder chaque activité, chaque entité selon la logique de deux pérennités qui ne se conjuguent plus. La pérennité opérationnelle (rentabilité intrinsèque des actifs) se dissocie de la pérennité stratégique, en fonction de laquelle l'entreprise ou l'activité sera située au sein ou en dehors du groupe d'appartenance. L'accélération des opérations d'externalisation et de fusions acquisitions et le développement des relations entre donneurs d'ordre et sous-traitants contribuent à alimenter une logique financière produisant d'incessants mouvements de périmètre des firmes. L'accélération des restructurations est alors un facteur de paralysie de la représentation collective et du dialogue social, à travers notamment la réorganisation complète des IRP.

L'entreprise est ainsi vidée de plus en plus de son autonomie décisionnelle par rapport au groupe d'appartenance. De façon extrême, dans le cas d'acquisition par LBO, la perte de pouvoir des directions locales illustre la prise en main du pilotage de l'entreprise par les actionnaires, traduisant le dessaisissement par l'entreprise de ses propres leviers d'action.

Dans ce nouveau contexte, la pression exercée sur les salariés prend des formes renouvelées, tout en intensifiant des logiques déjà l'œuvre. Le besoin de motivation des salariés doit s'articuler aux contraintes posées par la financiarisation.

La politique d'individualisation des rémunérations apparaît comme le cœur du dispositif. Puissant dispositif d'incitation, elle impose en premier lieu aux dirigeants, mais également à l'ensemble des salariés, d'œuvrer dans le sens de l'accroissement des performances financières. Elle peut également donner l'illusion de rétribuer à sa

juste valeur l'intensification de la charge de travail ainsi que l'augmentation afférente des exigences. Mais elle néglige la rétribution de la productivité collective du travail dont elle contribue à nier l'existence.

Elle permet ainsi d'assurer le fonctionnement d'une organisation maintenue en sous-effectif permanent, dimension récurrente et systématiquement mise en avant lors des entretiens réalisés. Quelles que soient les situations d'emploi, croissance ou réduction, l'accent est mis sur la recherche d'une forte progression de la productivité, conduisant à une surcharge de travail et à une nette dégradation des conditions de travail.

La pression de ces logiques financières tend également à exercer une mise sous tension des salariés, à travers la priorité donnée à des performances annuelles et ponctuelles, dans une optique de réversibilité. Les reportings permanents et chronophages, les modes de fonctionnement par projet se développent ainsi que les multiples stress qui y sont associés.

Au final, les sentiments d'appartenance se disloquent aux différents niveaux – collectif de travail, site, entreprise, groupe – au lieu d'être des éléments d'un ensemble fédérateur. La perte du sentiment d'appartenance à un groupe illustre le renforcement de la mise sous pression directe de l'entreprise. Les impacts de ces évolutions sont particulièrement ressentis en termes de cassure des liens sociaux préexistants.

## *2.2. Des logiques de cloisonnement et de fragmentation des collectifs*

L'imposition de la logique financière produit en premier lieu une césure entre les dirigeants, d'autant plus arrimés à cette logique qu'ils sont devenus également actionnaires, et les salariés de l'entreprise, en prise directe avec les réalités opérationnelles. Dans des situations marquées par l'exacerbation de la pression financière, des alliances peuvent, cependant, ponctuellement renaître.

Entre salariés, les cloisonnements s'opèrent par le recours accentué à différents statuts, CDI, contrats précaires et sous-traitance, selon la valeur et la spécificité des compétences reconnues.

Au sein des salariés les plus « reconnus », l'accent porté sur l'individualisation des rémunérations et l'intensification de la charge de travail provoque une mise en concurrence et un renforcement de l'individualisme. Soumis à des logiques souvent contradictoires, le constat le plus régulièrement avancé est celui d'un certain épuisement, résultat de sentiments d'injustice, de manque de reconnaissance, d'incompréhensions et d'inquiétudes liés à l'absence de perspectives de long terme. La perte du sens du travail réalisé se conjugue à un sentiment de relative impuissance de la part des salariés.

Les logiques d'actionnariat salarié individuel, promues par les directions d'entreprise comme élément de stabilisation de



l'actionnariat, n'ont pas d'effet fédérateur, mais ont plutôt tendance à accentuer les clivages entre salariés. En effet, si les logiques financières traditionnelles, centrées sur l'endettement et des visions de long terme pouvaient produire des convergences, il n'en va plus de même aujourd'hui avec la prédominance de marchés financiers (plus risqués et volatils) et le poids des intermédiaires face aux actionnaires individuels.

### *2.3. Une modification importante des repères de l'action syndicale*

L'exercice des prérogatives des représentants des salariés est également vécu comme particulièrement difficile. Les leviers d'action fondés sur l'anticipation et la négociation sont notamment percutés par la modification des règles et la difficulté à les appréhender. En particulier l'appréhension de la globalité de la mécanique financière et des perspectives qu'elle induit pour l'entreprise se révèle extrêmement ardue pour les représentants des salariés.

Cette difficulté est liée en premier lieu à l'opacité de la mécanique financière d'ensemble provenant d'un éloignement des centres de décision, aux obstacles rencontrés pour situer et entrer en contact avec l'interlocuteur pertinent, pour obtenir l'information permettant d'appréhender les tenants et les aboutissants des décisions prises. Les mouvements de périmètre peuvent également conduire à situer les lieux de négociation au sein de structures éloignées des enjeux productifs voire à les vider de leur substance par défaut d'interlocuteur pour les IRP.

Cette difficulté est accentuée par les mouvements incessants des périmètres et les rotations de plus en plus rapides des responsables, induits par le raccourcissement des horizons temporels. Elle est d'autant plus ressentie que la capacité à cerner les perspectives de l'entreprise devient vitale.

L'établissement d'un véritable dialogue social est également entravé par le développement de politiques qui cherchent à s'affranchir du collectif pour régir, au travers de relations purement bilatérales, voire de plus en plus contractuelles, le rapport dirigeants-salariés. La mise sous tension individuelle, avec les outils afférents de sanction-récompense, se conjugue à la mise en place de politiques de communication interne initiées par les dirigeants, uniquement destinées à relayer la logique financière.

La politique d'information des IRP par les directions cherche de plus en plus à s'aligner sur la communication financière externe, alors que les droits des salariés sont, en France, plus importants que ceux des actionnaires. Les relations sociales deviennent cantonnées dans un registre qui ne relève souvent, au mieux, que du formel. L'exercice des prérogatives des IRP risque alors de se cantonner dans le registre du conflit stérile ou du renoncement.

Ce sentiment exprimé de déstabilisation peut alors être analysé comme une remise en cause des piliers traditionnels de l'action

syndicale, fondés sur l'entreprise en tant qu'entité juridique. Face à ces nouvelles réalités, une étape de reconstruction d'un nouveau paradigme d'action apparaît comme indispensable, tant en termes d'action au sein de l'entreprise qu'à des niveaux plus globaux.

### 3. Financiarisation, salariés, dialogue social : quelques repères pour l'action

#### *3.1. Du mouvement général de financiarisation à l'enjeu de l'hybridation des modèles nationaux*

La diffusion internationale de la financiarisation ne saurait être niée, notamment à travers l'influence grandissante du poids pris par les acteurs des marchés financiers, les nouvelles formes d'actionnariat et la *corporate governance*. La financiarisation contraint les dirigeants d'entreprise à orienter les décisions en faveur des actionnaires ; elle produit des pressions sur l'emploi en raccourcissant les horizons de gestion ; elle impose le marché au cœur de toutes les relations de l'entreprise, transformant les relations de type institutionnel en transactions de type contractuel.

Pour autant le phénomène de financiarisation reste diffus et complexe et ne saurait se limiter à un lien d'influence univoque. Il se diffuse en effet en passant à travers le tamis d'institutions, de cultures, d'histoires spécifiques. Selon les différents modèles de gouvernance nationaux régissant les relations entre dirigeants, apporteurs de capitaux et salariés, son intensité et ses manifestations peuvent être différentes, mettant par là même en évidence des mécanismes d'hybridation.

Leur effectivité n'est pas automatique, tant est puissant le mouvement de financiarisation. Elle suppose une volonté des dirigeants d'entreprise de résister aux pressions court-termistes d'un certain type d'actionnariat. Elle suppose également que les salariés s'emparent des leviers d'action à leur disposition. De ce point de vue, la France bénéficie d'un dispositif consistant et ancien en matière de dialogue social.

#### *3.2. Financiarisation et entreprise : ni diabolisation, ni angélisme*

Si le mouvement de financiarisation est général aujourd'hui, ses retombées concrètes peuvent être fortement différenciées selon les entreprises et les circonstances, au-delà même des spécificités nationales qui viennent d'être évoquées. La financiarisation est plurielle.

Il existe par exemple des formes très variées d'acteurs (différents types de fonds de pension par exemple au regard des horizons temporels et des formes de capitalisation) et de pratiques de financiarisation (types d'investissement par exemple). Il faut donc éviter de plaquer des représentations trop génériques et chercher à



caractériser le plus précisément possible la situation dans laquelle les représentants des salariés sont acteurs.

Dans le même sens, on peut constater aussi que le degré d'insertion des entreprises dans la financiarisation peut être plus ou moins fort : PME familiales, groupes cotés, entreprises sous LBO,... ne vivent pas la financiarisation de la même manière, ni avec la même intensité.

Même concernant les LBO, modalités les plus extrêmes de la financiarisation, les impacts sur les entreprises cibles ne sont pas totalement univoques et s'apparentent, comme notre enquête l'a montré, à un accélérateur de « destruction créatrice », à travers un mix de croissance et de restructuration.

### ***3.3. Financiarisation et entreprise : dépasser le sentiment d'impuissance***

Si la financiarisation n'a évidemment pas créé le conflit entre le capital et le travail, elle contribue à accélérer les tendances déstabilisantes déjà à l'œuvre. L'enquête que nous avons menée fait ressortir le sentiment d'impuissance des représentants du personnel devant le maelström de la financiarisation sur le dialogue social dans l'entreprise : absence, refus ou rotation accélérée d'interlocuteurs qualifiés ; caractère formel du fonctionnement des instances ; absence de visibilité sur les perspectives de l'entreprise ; absence de volonté de négocier de la part des directions ; difficulté à contrer certains dispositifs d'individualisation des rémunérations,...

Pour autant, il existe des leviers potentiels qui peuvent être actionnés dans le nouveau contexte créé par la financiarisation des entreprises : mobilisation des droits existants, utilisation des zones de vulnérabilité du modèle financier, investissement dans de nouveaux champs de légitimité pour les représentants des salariés.

La France bénéficie d'une législation et d'une jurisprudence conséquentes en matière d'information et de consultation des IRP. Cependant, comme évoqué précédemment, sous l'impact de la financiarisation, les directions d'entreprise ont tendance à édulcorer les droits des salariés en les alignant sur la communication financière destinée aux investisseurs. Il y a là un terrain d'action important pour préserver un droit à l'information et à la consultation en phase avec le caractère de partie prenante interne des représentants des salariés. Les nouvelles configurations institutionnelles développées par la financiarisation (sociétés non cotées, LBO) appellent également à des reconquêtes de l'information utile pour les salariés car, dans ces cas, l'alignement sur la communication financière serait encore plus dommageable.

Une stratégie de formation syndicale déclinée selon les problématiques sectorielles de la financiarisation permet d'apporter les outils de décryptage et d'analyse des situations, nécessaires à l'acteur syndical. Une stratégie juridique syndicale et sa déclinaison sur le terrain avec l'appui de missions d'expertise, sont une

condition de pérennisation des droits d'information des représentants des salariés dans le contexte nouveau créé par la financiarisation. Enfin, la démultiplication et la porosité des périmètres d'appréhension économique des entreprises (activités, entreprise, groupe, branches, secteurs / filières, territoires), ainsi que leur interdépendance croissante, appellent une vigilance sur les informations redevables à chaque niveau et une attention particulière sur les articulations entre niveaux de dialogue social.

Un autre levier consiste à utiliser les zones de vulnérabilité du modèle financier. Par exemple, dans le cas de sociétés sous LBO, il existe des moments clés de la vie de l'entreprise où une action des représentants du personnel peut s'avérer efficace : c'est le cas notamment lors de la mise en place des LBO et lors de la revente de la société cible. La reconfiguration des rapports de force entre les différents échelons de l'entreprise et du groupe peut également offrir des leviers occasionnels. De façon générale, la bonne compréhension des « zones d'incertitude », des intérêts et des marges de manœuvre de tous les acteurs est cruciale pour les représentants des salariés. Ceux-ci doivent désormais établir des stratégies syndicales d'autant plus fines que les jeux de pouvoir à l'œuvre se font généralement plus complexes et instables, du fait des nouveaux modes de propriété « financiarisés », qui impliquent une multiplicité d'échelons, d'écrans, mais également un renouvellement potentiellement fréquent des actionnaires et du management.

Des zones d'action sont également offertes avec le développement de la RSE (Responsabilité Sociale des Entreprises) et sa mobilisation par les entreprises, dans des perspectives de légitimation de leurs activités, face aux enjeux du développement durable. La RSE interroge la conception même de l'entreprise, en mettant en avant une représentation de l'entreprise comme institution qui doit prendre en compte (trouver des compromis entre) les intérêts de plusieurs acteurs (actionnaires, dirigeants, salariés, représentants des salariés, société civile, pouvoirs publics). On voit bien ici en quoi l'émergence de la RSE entre en tension avec la poussée, sous l'impact de la financiarisation, d'un autre modèle d'entreprise, centré sur une seule partie prenante, l'actionnaire. Les IRP ont ainsi un rôle à jouer en tant que promoteurs d'une déclinaison effective de la RSE, propre à garantir les conditions d'une meilleure prise en compte des intérêts des salariés et de l'élargissement du périmètre de responsabilité des entreprises, tant au niveau des filières que dans le cadre d'enjeux territoriaux.

La crise financière actuelle, avec ses répercussions dramatiques sur l'économie réelle, met en évidence les contradictions d'une régulation par les marchés, dans un contexte de déréglementation et de mondialisation. La puissance publique, et également les autres acteurs de l'économie réelle, en particulier les organisations syndicales, doivent utiliser cette période de déstabilisation globale du capitalisme pour faire entendre des propositions visant à améliorer l'information des salariés et à élargir la gouvernance d'entreprise, ainsi qu'à promouvoir, à des niveaux plus macro-



économiques, de nouvelles formes de régulation permettant de financer les investissements dans des perspectives de long terme et de réduction des inégalités.



## Bibliographie

- Aglietta M. (1998), «Le capitalisme de demain», *Notes Fondation Saint-Simon*, novembre.
- Aglietta M. (2007), « The surge in Private Equity : Forces at work and potential casualties », *Working Paper*, TUAC, mars
- Aglietta et Rébérioux, (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, paris.
- Amess and Wright (2007), « the wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK »,
- AMF (2007), « Le capital investissement en Europe : quelle physionomie à terme pour ce marché en croissance accélérée ? »
- Aoki M. (2001), «Toward a Comparative Institutional Analysis », The MIT Press.
- Artus P. Debonneuil M. (1999) « Crises, recherche de rendement et comportements financiers », in *Architecture financière internationale*, rapport au CAE, Documentation française.
- Artus P. et al. (2008), « La crise des subprimes », *rapport au CAE*, Documentation française, septembre.
- Bearle A. Means G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, N.Y, Harcourt, Brace&World.
- Becht M. Bolton P. et Roell A. (2002), «Corporate Governance and Control», *National Bureau of Economics Research, WP*, n°9371.
- BERSTEIN P.-L. (2000), *Des idées capitales*, PUF.

- Bougllet J. (2007), «La gouvernance cognitive : le cas des entreprises publiques », *Revue française de gouvernance d'entreprise*, n°2, 2<sup>nd</sup> semestre, pp. 85-108
- Carr C. et Tomkins C. (1998), « Context, Culture and the Role of the Finance Function in Strategic Decisions. A comparative analysis of Britain, Germany, the USA and Japan. », *Management Accounting Research*, vol n°9, pp. 213-239.
- Charreaux G. (2002), «L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue française de gestion*, vol. 28, n°141, novembre-décembre, n° spécial, pp.77-107
- Charreaux G., (2006) «Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux», in *Traité de gouvernance corporative, théories et pratiques à travers le monde*, sous la direction de Naciri.À, Les Presses de l'Université de Laval, Québec.
- Cheffins B. et Armour J. (2007), "The Eclipse of Private Equity", ECGI -Law Working Paper n° 082, avril
- CMBOR (the Center for Management Buy-Out research), (2008), "European management buy-outs", février
- Confédération Européenne des syndicats (2006), *gouvernance d'entreprise au niveau européen*, résolution adoptée en mars
- Cummings D. et Walz U. (2007), "Private Equity Returns and Disclosure around the World", Working paper, June (?)
- Cyert R.M. et March J.G. (1963), *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall.
- Deakin S ;, Hobbs R., Konzelmann S., Wilkinson F. (2001), « Partner, Ownership and Control: the impact of Corporate Governance on Employment relations », Working Paper n°200, ESRC Centre of business University of Cambridge, juin.
- Dore R. (2002), «Stock market capitalism and its diffusion», *New Political Economy*, Vol.7 n°1.
- Européen V C A (2007), Annual Reports
- Evans J. et Habbard P., (2005), "la voix des salarié(e)s dans le gouvernement d'entreprise – une perspective syndicale", septembre
- Evans J. et Habbard P., (2008), "from shareholder value to private equity – the changing face of financialisation of the economy", janvier
- FAMA E.F. (1965), « The Behavior of Stock Market Prices », *Journal of Business*, 38, pp. 34-105.
- FAMA E.F. (1991), « Efficient Capital Markets II », *The Journal of Finance*, vol. XLVI, n°5, dec., pp. 1575-1617.
- Fenn G., Liang N. et Prowse S. (1995), *The Economics of the Private Equity Market*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington.
- Financial Services Authority (2006), *Private Equity : A discussion of Risk and Regulatory Engagement*, november
- Freyssinet (2005), *quels acteurs et quels niveaux pertinents de représentation dans un système productif en restructuration ?*, revue de l'IRES, n° 47

- Froud J., Haslam C., Johal S., Williams K. (2000), « Restructuring for Shareholder Value and its implications for labour », *Cambridge Journal of Economics*, vol n°24, pp. 771-797
- Glachant J. Lorenzi J-H. et Trainar P. (2008), «Private Equity et capitalisme français », *rapport au CAE*, Documentation française, juillet.
- Gospel H. et Pendleton A. (2005), « Corporate Governance and Labour management : An international Comparison », in Gospel H. et Pendleton A. (eds) *Corporate Governance and Labour Management*, Oxford Press University, pp. 59-83.
- Gottschalg Oliver (2007), « private equity and LBO », Policy department economic and scientific policy, European Parliament, november
- Hoarau C., (2008) *Analyse et évaluation financières des entreprises et des groupes*, Vuibert.
- Hoarau C., Teller R., (2001) *Création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert.
- Jackson G., Höpner M., Kurdelbusch A. (2004), « Corporate Governance and Employees in Germany : Changing linkages, Complementaries and Tensions » RIETI discussion paper series 04-E-08, janvier.
- Jensen M.C. et Meckling W.H., (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol.3, octobre, pp.305-360.
- Kindleberger C. (2004), *Manias, Panics and Crashes*, Mac Millan, New York.
- Lerner Josh et alii (2008), "the global economic impact of private equity", World economic forum USA inc
- March J.G. et Simon H.A. (1958), *Organizations*, Wiley.
- Minsky P.M. (1991), «The Financial Instability Hypothesis- A Clarification», in Feldstein M. (ed) *Risk of Financial Crisis*, Chicago: The University of Chicago.
- Montagne S. (2000), « Retraite complémentaire et marchés financiers aux États-Unis », *L'année de la Régulation*, La découverte, n°4, pp.13-45
- Montagne S. (2006), « Les fonds de pension, entre protection sociale et spéculation financière », *Odile Jacob*.
- Morin F. (1998), « le modèle français de détention et de gestion du capital . Analyse, prospective et comparaisons internationales », rapport pour le CAE, les éditions de Bercy, coll. études
- Perraudin C. Petit H. Rebérioux A. (2007), « Marché boursier et gestion de l'emploi : Analyse sur données d'entreprises françaises », *Documents de travail du centre d'économie de la Sorbonne*, septembre.
- Pezet E. (2008), *les défis lancés par la nouvelle gouvernance managériale*, la revue de la CFDT, N°87
- Plihon D. Ponssard J.P. (dir.) (1992), « La montée en puissance des fonds d'investissement », La Documentation Française.
- Sauviat C. (2002), «Nouveaux pouvoirs financiers et modèle d'entreprise : une source de fragilité systémique», *Revue de l'IRES*, n°40.
- Sauviat C. (2006), "le role des salariés dans la gouvernance des enterprises en France : un débat ancien, une légitimité en devenir", avril
- Simon H.A. (1976), *Administrative Behavior: a Study of Decision- Making Processes in Administrative Organization*, The Free Press, Macmillan, 3<sup>e</sup> éd.

Trade Union Advisory Committee (2007), Labour/Management Seminar on « *Financialisation of the Economy: Regulating Private Equity* », 12 novembre

Walker D. (2007), "guidelines for disclosures and transparency in private equity", novembre

Watt A. (2007), "the impact of private equity on European companies and workers: key issues and a review of the evidence", décembre

Whitley R. (1986), « The transformation of business finance in financial Economics: the Role of Academic Expansion and changes in US Capital Markets », *Accounting organizations and Society*, 11(2), pp. 171-192

William K. (2000), «From Shareholder Value to Present-Day Capitalism», *Economy & Society*, Vol.29, n°1, p.1-12



## *Annexes*



## Annexe n°1 : Description des entretiens réalisés

N° ent.	secteur	Actionnariat	Effectif (1)	N° entretien	fonction	Anc. entreprise	Ancienneté syndicale	dates entretien
A	Services	Fds inv - LBO	1 600	1	DP	17	10	22/02/08
A	Services	Fds inv - LBO	(E)	2	élu CE	14		22/02/08
B	Commerce	Familial	65 000	3	DS	27	26	18/01/08
		Familial	(E)					
B	Commerce		174 600	4	DSC	25	13	26/03/08
			(G)					
C	Micro-électronique	Actionnariat boursier dont fds d'inv	11 000	7	DS	7	7	18/01/08
			(G)					
D	Mécanique	Fds d'inv.	800 (E)	8	DS & élu CE	22 et 18	15 et 20	12/03/08
	Conglomérat	Actionnariat boursier	3 000					
			(E)					
E	Métallurgie		125 000	9	élu C d G	20	+ de 20	19/03/08
			(G)					
F	Transformation de métaux	Fds inv - LBO	610 (E)	10	élu CE	37	33	05/02/08
G	Pétrochimie	Fds inv - LBO	1750 (E)	11	élu CE	28	26	08/04/08
G	Pétrochimie	Fds inv - LBO	16 000	12	DSC	28	26	08/04/08
			(G)					
H	Construction électrique	Fds inv - LBO		13	DS	30	29	03/03/08
			252 (E)					
H	Construction électrique	Fds inv - LBO		14	élu CE	32		03/03/08
I	Cliniques	Fds inv - LBO	3 964	15	DS	17	7	12/02/08
			(E)					
I	Cliniques	Fds inv - LBO		16	élu CE	9	6	18/03/08
J	Composants électroniques	Fds inv - LBO	675 (E)	17	DS	30	11	19/02/08
K	Matériaux de construction	Actionnariat boursier dont fds d'inv.	200 000	18	DSCG	14	9	13/02/08
			(G)					
K	Matériaux de construction	Actionnariat boursier dont fds d'inv		19	DSCG	17	16	15/01/08
L	Micro-électronique	Actionnariat public + fds d'inv + flottant	50 000	20	DS et élu de CE	13 et 23		19/02/08
			(G)					

## Annexe n°2 : Détail du panel LBO

N°	secteur	nom du (des) fonds	groupe Syndex
N	agrochimie	CVC Partner	chimie
A	services	Cinven, BC Partners	Paca
O	agroalimentaire	Broomco (bank of Scotland)	PdL
C	fours industriels	Finactive (FCPR)	RA
D	cartes à puces	TPC (Texas Pacific Group)	Métaux
E	rotatives labeur et presse	Mattlin Patterson	Métaux
G	emballage métallique	Doughty Hanson	Métaux
H	pétrochimie	Ineos	chimie
P	spiritueux, vins, BRSA	Duke Street Capital	LR
J	cliniques	LBO France	MR
Q	fonderie de précision	Consortium de fonds piloté par l'américain Questor Management Cie	RA
I	nucléaire	ACAS (American capital and strategy)	Paca
R	Semiconducteurs	KKR, Bain, Silver Lake, Alpinvest, Apax	Métaux
S	chimie (fibres pneus)	Sun	Lorraine
K	optronique	Axa private equity	MP
T	vente à distance et crédit à la consommation	Aurelius	Nord
U	conversion d'énergie	Ripplewood	Métaux
V	produits céramiques	LMBO	MP
W	entretien distributeur billets	LBO France	RA
X	textile	Mattlin Patterson	MP
Y	ferroviaire	Société générale capital Europe	Nord
Z	machines pour industrie agroalimentaire	aloxoise, Unigrains	PdL

## Annexe n°3 : Questionnaire LBO

### 1) Présentation de l'entreprise cible

• Nom de la société :

- Secteur (s) d'activité :
- Date de la première intervention Syndex :
- Composition du CE (alliance, majorité stable...) :

• Structure actuelle de l'actionnariat

Nom(s) du(des) fonds d'investissement concerné(s) :

Date d'entrée au capital :

### 2) Origine du LBO (cocher la -ou les- origine(s) correspondant aux cas)

- Problème de transmission d'entreprise
- Acquisition suite au dépôt de bilan
- Cession d'une activité par un groupe
- Offre d'opportunité financière (aux dirigeants par les fonds ou par leurs conseils ou vice-versa)
- Autres causes (à préciser)

*Commentaires complémentaires (éventuellement)*

### 3) Configuration initiale de la cible (la société dans laquelle on intervient)

• Stade de développement (cocher)

démarrage

croissance

maturité

déclin

• Caractéristiques du secteur d'activité (cocher)

Degré d'intensité concurrentielle :

- quasi-monopole
- oligopole
- secteur atomisé

Origine de cette situation :

- barrières à l'entrée (type ?)
- pression des clients
- autres....

*Commentaires complémentaires (éventuellement)*

• Positionnement au sein du secteur (cocher)

Leadership (parts de marché importantes)

Outsider/nouvel entrant

de niche

fragilisé (causes ?)

*Commentaires complémentaires (éventuellement)*

• **Régularité des flux de cash** (entourer la situation correspondante) :

activité saisonnière / activité non saisonnière

activité cyclique/activité non cyclique

*Commentaires complémentaires (éventuellement)*

• **Degré d'importance des flux de trésorerie dégagés** (qualifier et entourer la situation correspondante)

En raison :

- de l'activité de l'entreprise :
  - o niveau du volume dégagé en chiffre d'affaires (permettant ou non des économies d'échelle...) :
  - o niveau des marges unitaires
  - o Autres :
- du degré d'utilisation par l'entreprise :
  - o Niveau des investissements à réaliser
  - o Importance du BFR

• **Structure des coûts** (faible (f) / Forte (F))

Part dans les coûts globaux des matières premières et de l'énergie :

Part des frais de personnel :

Part des dotations aux amortissements :

- intensité capitalistique
- stabilité ou évolution / mutation technologique

*Commentaires complémentaires (éventuellement)*

#### **4) le montage du LBO**

Au niveau de la holding

• **Niveau du levier financier :**

- dettes financières / capitaux propres :
- EBE (ou ebitda) / dettes financières :

• **Intégration fiscale (O ou N)**

• **Objectif de résultat pour la cible:**

- EBITDA (ou EBE)/ CA :

• **Importance de la trésorerie disponible chez la cible à l'entrée du LBO :**

- disponibilités / total du bilan
- ou disponibilités / endettement de la holding

• **Lien actionnariat / management (qualifier) :**

- pacte d'actionnaires ? et si oui principaux éléments :
- intéressement du management au LBO ? et si oui sous quelle forme (prime, % de participation, acquis, promis ...)



**5) Vie de la cible sous LBO**

- **Modalités de remontées de trésorerie**
  - dividendes
  - poids des taux d'intérêt ( / financement par comptes courants)
  - redevances diverses ( mode de calcul ?)
- **Pression sur les coûts ? (et si oui modalités)**
- **Impacts sur les éléments du BFR ? (et si oui modalités)**
- **Impact sur la sous-traitance ? (et si oui modalités)**
- **Actifs (cocher et qualifier)**
  - cessions
  - acquisitions
- **Investissements (cocher)**
  - Croissance
  - diminution
  - arrêts
  - redéploiement
- **R&D (cocher)**
  - Croissance
  - diminution
  - arrêts
  - redéploiement
- **Evénements marquants au cours du LBO (cocher et qualifier)**
  - crise de liquidité,
  - évolution du management,
  - refinancement,
  - déduction de capital
  - ...

**6) Les modalités de sortie du LBO**

- **Les modalités initialement affichées (cocher)**
  - introduction en Bourse
  - revente à un industriel
  - revente à un LBO
  - pourcentage alloué aux dirigeants
- **Les modalités effectives (cocher)**
  - introduction en bourse
  - revente à un industriel
  - revente à un LBO
  - pourcentage alloué aux dirigeants
- **Cas de nouveau LBO : différences par rapport au précédent (qualifier)**
  - évolution des pourcentages de participation des dirigeants ( % d'évolution)
  - Augmentation du poids du levier financier
  - Modification de la structure de la dette
  - Autres ....

**7) Conditions d'exercice de la mission Syndex en LBO**

- **Difficultés spécifiques dans l'accès à l'information** (qualifier/illustrer)
- **Difficultés spécifiques dans l'accès aux interlocuteurs pertinents** (qualifier/illustrer)
- **Difficultés spécifiques dans le fonctionnement des IRP**
  - niveau d'information des IRP (qualifier)
    - o sur la holding
    - o sur le pacte d'actionnaires
    - o sur la configuration du fonds d'investissement
    - o autres ....
  - niveau de compréhension du LBO (qualifier)
  - degré ressenti d'impuissance (illustrer)
  - solutions éventuellement apportées (illustrer)

**8) Évolution de l'emploi et du travail**

- **Évolution du périmètre de la cible**
  - impact des cessions / acquisitions réalisées sur l'emploi (qualifier : montants et dates)
  - externalisations effectuées et impacts (qualifier : montants et dates)
- **Restructurations /PSE** (qualifier)
- **Évolution du taux de recours aux formes de travail précaire** (qualifier)
- **Les rémunérations**
  - impact du LBO sur les évolutions de rémunération (qualifier)
  - impact du LBO sur les modes de rémunération (qualifier)
- **Éléments significatifs en termes de conditions de travail**
  - Intensification de l'utilisation des équipements (passage travail de nuit, ...)
  - évolution de l'absentéisme
  - évolution des accidents du travail (éventuellement non déclarés...)

*Commentaires complémentaires (éventuellement)*



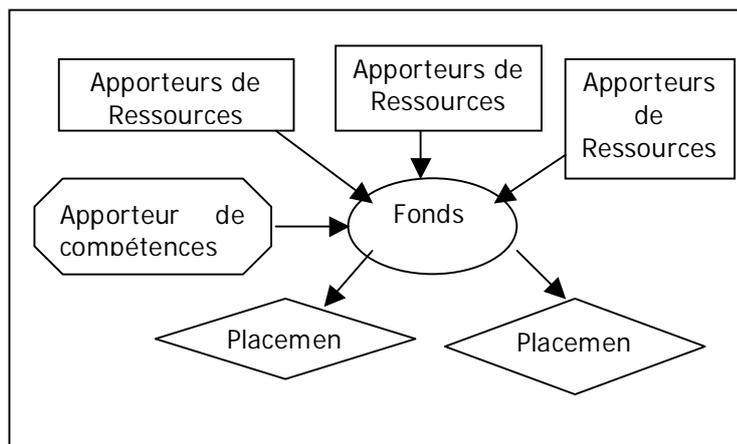
**9) statistiques sur 5 ans (cf tableau excel)****Statistiques concernant l'étude IRES sur financiarisation - partie LBO**

Nom de l'entreprise cible :

indicateurs	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
année du(des) LBO						
CA (M€)						
Frais de personnel (M€)						
RE (ou EBE) (M€)						
CAF (M€)						
Emploi total (nbe salariés)						
Emplois précaires (CDD+intérim)						
Investissements (M€)						
dt industriels						
dt financiers						

## Annexe n°4 : Typologie des fonds

Les « fonds » représentent des institutions chargées de collecter, de gérer et donc d'investir dans des actifs principalement financiers (mais aussi éventuellement immobiliers..). Ces institutions financières mettent en relation des acteurs apporteurs de ressources et des acteurs apporteurs de compétences de gestion.



- Les différentes catégories de fonds se distinguent par la nature des apporteurs de ressources et par leurs types de placement, qui servent d'ailleurs à définir le nom des différents fonds.

Les **fonds de pension** se sont ainsi développés aux Etats-Unis et en Angleterre avec l'offre, par les entreprises à leurs salariés, de prestations sociales (principalement des retraites en capitalisation et de l'épargne salariale). Dans les pays anglo-saxons, ces fonds collectent et gèrent les avoirs des salariés du public comme du privé. Soumis à une réglementation, ils disposent d'avantages fiscaux<sup>35</sup>.

Les « **mutual funds** » collectent et placent de l'épargne collective de toutes provenances. Dans les pays anglo-saxons ils sont gérés par des organismes de placement collectif indépendants. Les OPCVM<sup>36</sup> (SICAV<sup>37</sup> et FCP) en sont la déclinaison française sous le contrôle des organismes financiers.

Les **hedge funds** ou « fonds d'arbitrage » ou encore dénommés « fonds spéculatifs » en sont une forme particulière. Ces fonds spéculatifs ont

<sup>35</sup> Cf. ERISA + plans401K

<sup>36</sup> Organisme de placement collectif en valeurs mobilières

<sup>37</sup> Sociétés d'Investissement à CApital Variable et Fonds Commun de Placement



recours à des montages financiers risqués pour accroître leur performance. Ils sont censés s'adresser à une clientèle avertie. Particulièrement actifs dans les périodes instables, ces fonds apparaissent et disparaissent régulièrement depuis le début des années cinquante. Certaines périodes témoignent d'une activité soutenue comme la fin des années soixante (cf. le Quantum fund de Soros), la fin des années 1980, la fin des années 1990 avec l'affaire LTCM<sup>38</sup> et la période actuelle.

Les fonds de pension, les « mutual funds » et les compagnies d'assurance représentent les **investisseurs institutionnels** (Plihon D., Ponsard J.P. 2002).

Les **fonds souverains** sont des fonds détenus par certains états, dont ils sont chargés de placer les réserves issues de surplus de la balance de paiement. Ils concernent principalement les pays pétroliers (Moyen-orient mais aussi Russie et Norvège) et les pays asiatiques dont la balance commerciale est fortement excédentaires (Chine, Singapour...). Leurs placements s'effectuent en actifs internationaux.

Les fonds de « **Private Equity** » représentent des fonds prenant des prises de participations initialement dans des sociétés non cotées (ou destinées à ne plus l'être) plus récemment par prises de participation minoritaire dans des sociétés. Ils ne sont soumis à aucune réglementation.

- Ces fonds peuvent parfois s'emboîter, dans le sens où un fonds peut devenir l'apporteur de ressources d'un autre fonds.

Par exemple, les salariés délèguent leurs placements à des fonds de pension qui délèguent eux-mêmes le choix de leurs investissements à des « mutuals funds ».

- Les fonds se ressemblent par l'« anonymat » de leur gestionnaire et par leur mode de fonctionnement souvent « opaque ».

La structure ou plus exactement le véhicule juridique qui définit les liens (droits et obligations) entre le gestionnaire et les apporteurs de capitaux relève souvent, pour les fonds d'origine anglo-saxonne, de la logique du « *trust* » voire du « *partnership*<sup>39</sup> ». Très ancien dans le droit anglo-saxon, l'utilisation du trust dans le cas de fonds de pension confère une grande autonomie de gestion à l'employeur en mettant à distance les salariés-proprétaires, évite à l'employeur toute saisie sur ses fonds propres en cas de litige et permet un encadrement « souple » de la gestion rendant l'employeur peu contraint par ce dispositif (Montagne S. 2006).

<sup>38</sup> Ce hedge fund dont deux des associés étaient des hauts noms de la finance (Merton et Scholtes) fit faillite en 1998 suite à d'importantes positions à découvert conjuguées à un important effet de levier. Il détenait 4,8 milliards de dollars de capitaux propres pour un portefeuille de 200 milliards de dollars.

<sup>39</sup> Forme souple d'organisation contractuelle.

## Caractéristiques des différents fonds

	Fonds de pension (1)	Mutual funds	Fonds alternatifs (hedge funds)	Fonds souverains	Fonds de Capital investissement (private equity)
Poids financiers en Mds de \$	53 000 (compte tenu des compagnies d'assurance)		1000 à 1500	3 000 (réserves pour 5600)	1 500
Apporteurs de ressources	Salariés (épargne collective)	Salariés et autres particuliers, autres fonds (épargne collective)	Investisseurs « avertis »	Les états	Fonds de pension, mutual funds, compagnies d'assurance
Formes juridiques (anglo-saxonnes)	Trusts	Trusts et corporation (sociétés)			Partnership
Spécificités de gestion			Spéculation		Recours au levier de l'endettement
Types de placement	Mutuals fonds	Actions, obligations...	Produits financiers de taux d'intérêt et devise, actions..)	Emprunts d'état, participations dans de grandes entreprises...	Titres de sociétés non cotées ou participations minoritaires

