

LES LBO

Une technique particulière de financement des entreprises

Les LBO (« leverage buy-out ») font aujourd'hui la une de l'actualité financière et économique. Plus de 5000 entreprises françaises seraient contrôlées par des fonds d'investissement ayant utilisé des méthodes de LBO, à l'origine sur des PME mais aujourd'hui de plus en plus sur des grandes entreprises. Les LBO sont souvent accusés d'inscrire dans une logique de court-terme, de renforcer les objectifs financiers des entreprises, au détriment de l'investissement, de l'emploi et de la stratégie industrielle. De fait, restructurations, plans sociaux, licenciements dans des entreprises sous LBO sont fortement médiatisés. L'arrivée des fonds LBO dans une entreprise suscite du coup la crainte des salariés.

1. La présence des fonds d'investissement dans l'économie française

Le marché français du capital investissement représente 61 milliards d'euros, pour 1150 milliards au niveau mondial. Le capital investissement vise les entreprises qui ne sont pas cotées en Bourse (d'où le terme anglais « private equity » : valeurs privées, non cotées sur le marché boursier).

En 2006, les entreprises qui faisaient l'objet d'un financement par du capital investissement étaient

au nombre de 5000 en France, dont une grande majorité de PME (83% des entreprises concernées ont moins de 500 salariés). L'AFIC, Association française des Investisseurs en capital, qui représente les fonds d'investissement, estime que les entreprises sous LBO et autres formes de capital investissement représentent plus de 1,5 million de salariés dans notre pays, soit près de 9% des effectifs du privé.



Réalités bien distinctes derrière le terme « capital investissement »

- **Le capital risque** pour lancer des jeunes pousses (start-up).
- **Le capital développement** pour accroître l'activité d'entreprises qui veulent investir
- **Le capital transmission** pour effectuer la vente de société par leurs dirigeants. C'est dans ce cas de figure qu'intervient la technique du LBO. Les dirigeants de l'entreprise sont souvent intéressés par ces techniques, les salariés très rarement.
- **Le capital retournement** pour racheter les entreprises en difficulté.



Les techniques du LBO

Un LBO implique un montage financier et juridique spécifique.

Le LBO consiste à créer une holding dont le métier est d'acheter des entreprises et de gérer celles-ci pour une durée de 3 à 7 ans en moyenne. L'achat se fait en recourant à un procédé qui allie investissement sur les fonds propres de la holding et sur l'emprunt auprès des banques notamment. L'effet de levier correspond au fait que pour acheter l'entreprise, la part empruntée varie dans une fourchette de 50 à 80% de la valeur de l'entreprise cible. La dette est remboursée avec les dividendes récoltés dans l'entreprise achetée, dont la gestion est optimisée pour accroître le dividende. De plus, le LBO a pour objectif de revendre l'entreprise à un prix plus élevé que celui de l'achat, de manière à améliorer encore la rentabilité de l'opération (2^e effet de levier).

2. Les évolutions du financement des entreprises

Pour la CFDT, le développement des nouvelles techniques financières, dont les LBO s'explique par la transformation du rôle des banques dans le financement des entreprises.

Parallèlement à la désintermédiation bancaire, on observe aussi que la liquidité mondiale disponible pour s'investir dans les entreprises s'est considérablement accrue. Les taux d'intérêt mondiaux bas, la croissance de l'épargne retraite des américains et les excédents commerciaux asiatiques ont développé des masses importantes de liquidités qui cherchent à se placer.

On se trouve aujourd'hui à la conjonction de deux phénomènes :

- **Sur le marché financier, les liquidités sont abondantes**, les fonds de pension cherchent à diversifier leurs actifs notamment en les plaçant sur des fonds d'investissement. Les banques font du crédit et offre des capacités d'endettement aux LBO.
- **Du côté des entreprises, nombre de PME sont à la recherche de financement** (Reprise d'entreprise lors de départs en retraite des chefs d'entreprise, besoin de développement de la taille des entreprises ou revente de filiales par les maisons-mères).



La modification du rôle des banques dans l'économie

Dans les années 60 et 70, les banques finançaient directement les entreprises pour leur investissement, soit en leur octroyant des prêts, soit en prenant des parts du capital des entreprises. A la fin des années 80 en France, la libéralisation des marchés de capitaux s'est accompagnée d'une « désintermédiation bancaire » : les banques ont arrêté ces formes de financement des entreprises. Les grandes entreprises ont dû se tourner vers le marché boursier pour se financer. Les banques se sont recentrées sur le conseil aux entreprises dans le placement en Bourse (courtier et banque d'affaires). Du coup, tout le tissu d'entreprises moyennes s'est retrouvé avec des difficultés de financement, pris en étau entre le recentrage du rôle des banques et le coût d'accès à la Bourse. Cet assèchement des ressources financières des PME a conduit à un développement de formes alternatives de financement, dont les LBO. Ceux-ci pourraient cependant pâtir des conséquences de la crise du subprime américain.



Et les « hedge funds » ?

Parfois, les fonds de LBO sont aussi considérés comme des hedge funds. Ceux-ci sont pourtant différents. Les hedge funds sont des fonds spéculatifs, qui cherchent à se couvrir des baisses des cours et profitent des hausses pour revendre. Ils ne s'intéressent pas à une entreprise en particulier, mais visent plutôt les actions des entreprises cotées ou encore la spéculation sur les cours des matières premières. Ils obtiennent des performances déconnectées du marché.

3. Une nouvelle confrontation des logiques

Les LBO viennent perturber le fonctionnement du capitalisme financier qui s'était mis en place après les affaires Enron, Vivendi ou Parmalat. A cette époque de graves dérives dans la gouvernance des entreprises étaient apparues au grand jour. Elles avaient conduit les autorités boursières à mettre en place des règles de transparence permettant aux actionnaires des entreprises d'exercer un meilleur contrôle sur leur gestion.

Une des conséquences a été de donner aux actionnaires une place prépondérante au détriment des autres parties prenantes de l'entreprise, notamment les salariés. D'une confrontation entre deux logiques au sein de l'entreprise : celle des salariés et celle des chefs d'entreprise, on est passé à une confrontation à trois.

La pérennité de l'entreprise, l'évolution nécessaire de ce qu'elle produit dans une économie mondialisée, est de fait une préoccupation majeure des chefs d'entreprises et des salariés. Il n'en est pas toujours de même pour l'actionnaire qui peut n'être intéressé à l'entreprise que comme un moyen de faire fructifier son argent. La préoccupation

essentielle peut être uniquement le taux de retour sur investissement qu'il attend pour une période donnée.

Contrairement au capitalisme boursier, où les détenteurs de capitaux sont invisibles, anonymes le plus souvent, peu intéressés à l'entreprise, si ce n'est à sa cote en bourse, désolidarisés du chef d'entreprise et de la stratégie industrielle, les fonds d'investissements LBO peuvent apparaître comme un moyen de rapprochement entre stratégie de développement d'une entreprise et capital investi.

Avec les LBO ces règles sont bousculées. Dans la plupart des cas quand un fonds rachète une entreprise, il implique les dirigeants (très souvent ils sont nommés par le fond). Pour cela, il rémunère fortement les dirigeants de l'entreprise cible du LBO.

Quant aux salariés, ils sont mis à contribution pour améliorer l'efficacité et la productivité de l'entreprise, souvent au prix de plans de restructuration. Nous revenons sur les conséquences négatives des LBO.

4. Les risques liés au développement des LBO

4-1 Des investissements dont l'objectif final est de revendre

Les LBO sont critiquables dans la façon avec laquelle ils modifient les techniques de gestion, en intégrant deux paramètres d'appréciation :

- le cash-flow¹ qui sort de l'entreprise sous forme de dividende pour rembourser la dette du fond d'investissement acquéreur de l'entreprise. Cette exigence de cash-flow pour

rembourser la dette est déterminante sur les pratiques de management et a de lourdes conséquences sur la gestion sociale de l'entreprise.

- Faire de l'entreprise, une entreprise rentable pour trouver acquéreur au moment de la revente plus tard (3 à 7 ans après l'achat). Il n'est pas rare aujourd'hui de voir des entreprises qui sont à leur 3^o ou 4^o LBO, ce qui implique un risque de restructurations successives.

¹Cash flow : flux de trésorerie, encaissements et décaissements de l'entreprise.

4. Les risques liés au développement des LBO

(suite & fin)

4-2 Un risque d'éloignement des centres de décisions

C'est désormais au niveau des fonds d'investissement que se prennent les décisions stratégiques de l'entreprise cible : business plan, projets de développement, restructurations... Or, ces fonds d'investissement sont souvent situés à l'étranger, loin des enjeux locaux de l'entreprise cible. Pourtant les représentants du personnel de l'entreprise ciblée par les fonds restent prisonniers des modes de représentation nationale auprès des dirigeants de l'entreprise, alors que ceux-ci ne sont plus véritablement aux commandes de l'entreprise. Il en résulte un éloignement du centre de décision des institutions représentatives du personnel qui restent attachées à la réalité locale de l'entreprise.

4-3 Un rôle des banques ambigu et dangereux

Les banques qui ont un simple métier de crédit, prête de manière importante aux fonds d'investissement qui rachètent une entreprise cible. Pour éviter de supporter seules le risque, elles transforment leur dette en « titres » sur le marché financier. Ainsi la dette se dilue, et les banques reportent le risque

sur d'autres agents économiques. C'est une situation qui peut fragiliser l'économie.

L'abondance des liquidités mondiales, la mondialisation des financements des entreprises et le développement du marché de la reprise d'entreprise devraient concourir au développement des fonds d'investissement. Ce n'est pas sans risques. Les banques ont externalisé leurs risques. En effet, les banques ne conservent pas les risques des prêts consentis aux fonds d'investissement pour pratiquer des LBO. Elles revendent ces prêts sous formes de titres sur le marché boursier, plus particulièrement aux fonds à gestion alternative (hedge funds) voire même à des fonds de pension alléchés par des promesses de rentabilité plus élevée de ce type d'investissement. Si le fonds rembourse la banque, il n'y a pas de problème. Si le fonds se trouve en difficulté pour rembourser, ce n'est pas la banque qui a prêté qui sera en difficulté. Ce sont les fonds (hedge funds ou fonds de pension) qui ont acheté les titres représentant l'emprunt des LBO qui perdent leur investissement. Le risque est donc diffusé à l'ensemble des acteurs financiers mondiaux.

Les deux paradoxes des LBO et du capital investissement

Premier paradoxe : les fonds d'investissement visant une entreprise ont souvent un projet industriel. Celui-ci vise à développer l'entreprise d'une certaine manière pour la rendre plus profitable par tous les moyens (ce qui peut inclure de la casse sociale). Ils prennent part directement à la gestion de l'entreprise, à la différence des investisseurs boursiers. Ces derniers ne font souvent que passer au capital de l'entreprise visée, ils se moquent du projet industriel et cherchent avant tout un bon placement rentable.

Deuxième paradoxe : Alors que les grandes entreprises passent leur financement par la Bourse pour éviter les banques, les fonds d'investissement qui reprennent des PME utilisent largement les banques. Celles-ci prêtent la dette qui sert à acquérir l'entreprise cible et conseillent aussi le fonds d'investissement sur le choix de l'entreprise ! En même temps, les dirigeants sont financièrement impliqués ce qui ravive les inégalités au sein de l'entreprise.

5- Quelles pistes pour la CFDT ?

Avant tout, il nous faut revenir sur le contexte général du rapport salarial. Le conflit « capital – travail » ne peut se résoudre par un intéressement des salariés à la marche de l'entreprise au travers la détention de quelques pourcentage d'actions. Il ne faut pas nier l'importance que cela peut avoir. Mais les « salariés actionnaires » sont tout d'abord des salariés et les « dirigeants actionnaires », dirigeants parce que actionnaires principaux. Dire cela, ce n'est pas ressusciter la lutte des classes. C'est tout simplement reconnaître que la logique des uns n'est pas la logique des autres. C'est en reconnaissant cette réalité que des réponses les plus appropriées pourront être trouvées au travers d'une vraie confrontation.

Aujourd'hui, plusieurs pistes de réponse sont possibles :

1. DANS LE CAS D'UN LBO :

- **Donner une nouvelle dimension à notre activité syndicale** : dès que l'opération est rendue publique, les organisations syndicales doivent avoir accès au « plan de développement » de l'entreprise et au mode de gestion qui sera mis en œuvre. Ainsi la confrontation doit avoir lieu sur la stratégie qui sera mise en œuvre pour le développement de l'entreprise.

2. SUR LE CONTEXTE GÉNÉRAL DES LBO :

- **Agir sur l'environnement juridique des LBO** : demander que la transparence sur l'identité des fonds acheteurs soit assurée pour les instances représentatives du personnel. Cela implique de mieux réguler les opérations de LBO en garantissant l'information aux salariés par la législation. Il convient également de faire que l'État s'intéresse aux modes de financement des entreprises, autrement que par une fiscalité qui favorise les LBO.
- **Faire évoluer les mentalités des fonds d'investissement** : en développant une communication offensive rappelant les objectifs sociaux, environnementaux et sociétaux de toutes les entreprises, y compris celles sous LBO, les syndicats peuvent aussi contribuer à faire émerger l'idée de la RSE chez les fonds d'investissement.

- **Donner des exigences aux banques**. Nous l'avons vu, les banques ont externalisé leurs risques. Elles doivent être d'avantage responsabilisée. Là encore la fiscalité et la réglementation bancaires sont des leviers pour les pouvoirs publics, afin de les inciter à un autre comportement. La crise du subprime de l'été 2007 confirme cette exigence.

3. CONCERNANT LA FAÇON DONT L'ÉPARGNE EST ORIENTÉE VERS LES LBO :

- **Sécuriser l'épargne salariale vers l'investissement socialement responsable** : en tant que participant à la gestion de l'épargne salariale, les syndicats ont l'opportunité d'orienter les choix d'investissement vers de portefeuilles d'investissement socialement responsable, vers des entreprises qui acceptent de se faire noter sur leur comportement social.
- **Engager une démarche pour que les fonds d'investissement répondent à une logique « Socialement responsable »**. Les différents fonds doivent être incités fiscalement à **se soumettre à une notation extra-financière**.

Contact : Service Économie et société
email : economiesociete@cfdt.fr

Rédaction : Service Économie et société
Service Communication

Conception, réalisation : Service Communication