

ARTICLE DE RECHERCHE

CARACTÉRISTIQUES ET RESSORTS DE LA DOMINATION FINANCIÈRE LE CAS DES FONDS DE PRIVATE EQUITY

Isabelle Chambost¹

RÉSUMÉ

Cet article a pour objet d'analyser la manière dont la domination financière opère, quels en sont les caractéristiques et les ressorts. Elle s'appuie, pour ce faire, sur l'étude des dispositifs mis en place par l'industrie financière des *Private Equity*. Cette dernière s'est construite autour de la revente d'entreprises détenues par des fonds d'investissement, revente programmée dès leur acquisition, dans le but de dégager de très fortes plus-values. À travers ce champ particulier de la finance, en prise directe sur les entreprises, cette étude tente de compléter ou d'affiner le concept de « dispositif de gestion », en étudiant notamment la manière dont l'industrie du *Private Equity* construit sa légitimité. Cette étude se fonde sur la réalisation d'entretiens avec des gérants de fonds, des représentants des salariés, des avocats, et l'étude de différents documents juridiques, comptables et financiers (pactes d'actionnaires, contrats de prêts, reporting auprès des banques...).

¹ CNAM – 40 rue des Jeuneurs – F 75002 Paris / Mail : isabelle.chambost@cnam.fr, LIRSA –CRC.

INTRODUCTION

Une rapide mise en perspective historique montre l'alternance des périodes de libéralisation et de régulation de la finance. Depuis les années quatre-vingt, la finance a retrouvé une place relativement similaire à celle qu'elle a pu occuper du début du XIX^e siècle à la crise de 1929; la régulation par les États qui s'en était suivi et l'ouverture d'une période fordiste ayant consacré a contrario une période de compromis, à des degrés certes divers selon les pays occidentaux (Dumesnil G., Levy D., 2011).

La capacité de l'industrie financière à transférer les risques

La création du néologisme « financiarisation » (Dore, 2002 ; Froud et coll., 2006 ; Morin, 2006) est cependant représentative de l'existence de particularités attribuées à cette nouvelle forme de domination. Elle symbolise ainsi la manière dont le capitalisme dit « financier », faisant système, subordonne l'ensemble des différents pans de la société en imposant ses référents normatifs et ses rapports de force, captant l'essentiel de la valeur et instituant des mécanismes de rentes financières (Guttman, 1996 ; Orléan, 1999 ; Morin, 2000 ; Lordon, 2008). Cette recherche sans cesse croissante de rentabilité est généralement justifiée, y compris sur un plan théorique, par les « risques » financiers encourus (Markovitz, 1952). Or, comme nous le développerons et l'illustrerons par la suite, ces risques procèdent d'une construction sociale endogène à la finance qui, par ailleurs, s'exonère de toute prise réelle de risque en mobilisant trois types de stratégies : une recherche accentuée de liquidité (en cherchant à revendre le plus rapidement possible les titres détenus), le raccourcissement des

horizons de gestion (dans le sens où l'horizon d'une année correspond à du long terme), et l'organisation du transfert des risques, tant au sein de la sphère financière qu'à destination de la sphère productive (Reinhart et Rogoff, 2009). Comme le souligne Alain Supiot (2010), il est ainsi permis « aux prêteurs de ne plus avoir à répondre du risque financier inhérent à toute opération de crédit » (p.169).

Une distinction pourrait ainsi être réalisée entre un capitalisme industriel, directement articulé à l'entreprise (Coquard, 2012), au processus de production et au travail, et un capitalisme financier, principalement centré sur la circulation et la valorisation, à très court terme, de titres de capital ou de dette (actions, obligations...) ¹. Dans ce sens, l'assertion selon laquelle « les marchés pensent que ... » - et, implicitement, « exigent que » - traduit la montée de l'influence des investisseurs sur les entreprises cotées et les implications managériales en termes de stratégie de recentrage des activités, de rachat d'actions (Batsch, 1999), de mise en œuvre d'indicateurs orientés vers la « création de valeurs pour l'actionnaire » (Mottis et Ponsard, 2002), de nouvelles politiques de rémunérations des dirigeants fondées sur les performances boursières... (Aglietta et Rebérioux, 2004). La définition proposée par Dore

¹ Ainsi que de nouveaux instruments financiers de plus en plus « exotiques », comme les produits structurés, explicitement créés pour transférer les risques. Les banques peuvent ainsi sortir de leur bilan des prêts qu'elles ont pu accorder, notamment ceux présentant des risques de non-remboursement. Ce fut le cas par exemple pour les prêts immobiliers accordés dans le cas de la crise des *subprimes*. Ces prêts sont regroupés dans une même entité - où ils sont censés être mélangés avec des prêts de meilleure qualité - dont on vend alors, par tranche, des droits à des investisseurs.

(2002) permet d'appréhender la financiarisation sous ces différentes facettes, comme étant « *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 de fusion-acquisitions et des fluctuations de la Bourse comme déterminant des cycles économiques* » (Dore, 2002). Intéressante par le continuum qu'elle introduit entre la régulation de l'économie par les marchés financiers et les conséquences afférentes sur le fonctionnement des entreprises, elle n'en spécifie toutefois pas clairement les articulations renvoyant à la nature complexe et diffuse de la financiarisation soulignée, par ailleurs, par l'auteur.

En effet, si la nature de cette domination peut être conceptuellement décrite, la manière dont elle s'exerce et se décline se révèle beaucoup plus difficile à appréhender et à tracer. Certains mécanismes peuvent être mis en évidence, comme le fait que des entreprises, cotées sur les marchés financiers, consacrent des montants financiers importants à acheter leurs propres actions pour ensuite les détruire. Ces opérations permettent aux actionnaires de l'entreprise d'empocher des plus-values sur leurs titres, bien plus substantielles que n'aurait pu l'être le versement de dividendes¹. Mais il est plus

¹ En raison notamment de considérations comptables et fiscales. Si ce phénomène est souvent cité pour les entreprises américaines, des études soulignent l'ancienneté de cette opération pour les entreprises françaises cotées. En 2001 par exemple des programmes de rachats d'actions ont été lancés à hauteur de 130 milliards € pour des dividendes versés de 16 milliards € (Dereeper S., Romon F., *Finance Contrôle Stratégie – Volume 9, n° 5, mars 2006, p. 157 – 186*).

difficile de cerner comment des financiers, dont le rôle n'est pas toujours aisé à circonscrire (investisseurs, analystes, traders, etc.), peuvent pénétrer et directement influencer le fonctionnement des entreprises et, concrètement, pour « quoi ».

Plusieurs raisons peuvent être avancées pour expliquer ces difficultés. Sans approfondir les questions liées à la « variété des capitalismes », on pourrait objecter l'existence de différentes formes de médiations, de nature micro-économique, politique ou institutionnelle (Gospel et Pendleton, 2005), rendant difficile l'identification des conséquences propres à la financiarisation. L'analyse détaillée du rôle de la sphère financière suppose également de saisir « les points de jonction et d'interpénétration » entre deux systèmes souvent appréhendés de manière distincte, la sphère productive et la sphère financière, mais également, et peut-être surtout, de rendre compte de son fonctionnement, de ses mécanismes internes, des stratégies et pratiques de ses principaux acteurs. Il est à ce point intéressant d'en souligner l'opacité, socialement construite, et la difficulté, en tous les cas perçue comme telle, à investiguer ce champ et à en saisir les rapports de force existants.

Dénaturaliser l'action de la finance : le cas des fonds de Private Equity

Dans cet article, nous allons essayer d'analyser la manière dont la domination financière se décline dans des dispositifs de gestion en analysant tour à tour « leurs dimensions discursives (...), matérielles (maillage de techniques financières, juridiques, de rémunération et de gouvernance) et politiques (...) dans la perspective de la domination actionnariale » développée par Maugeri (2009). Nous tenterons également de cerner comment ses dispositifs articulant

« l'économie globale et les pratiques locales » résultent d'une construction progressive, liée à différentes strates de rapports de force au sein du microcosme de la finance (Benedetto-Meyer, Maugeri et Metzger, 2011). La domination financière repose, en effet, sur une naturalisation et une réification de la finance - les « marchés » -, qui participe de son pouvoir et dont il convient de déconstruire le caractère « anonyme ». Nous nous appuyons pour ce faire sur l'analyse de la domination réalisée par Metzger (2012) en montrant comment les stratégies et les rapports de force entre les différentes professions impliquées, qu'elles soient financières ou de conseils, construisent un système particulièrement efficace dans sa capacité à arrimer, de manière très concrète et perverse, le fonctionnement de l'entreprise et celui de son système de production à une logique de valorisation financière.

Afin de pallier la difficulté à circonscrire ce qui relèverait *stricto sensu* d'une domination financière précédemment évoquée, notre analyse sera fondée sur ce qui peut être considéré comme un idéaltype en la matière, le cas des entreprises acquises par des « fonds de capital-investissement » ou fonds de *Private Equity*. Comme nous le développerons par la suite, ces fonds sont le cœur de toute une industrie financière (investisseurs, banquiers et représentants des professions du chiffre et du droit) qui bénéficie de l'appui de l'État et de théoriciens de la finance et recouvre les activités de placement de capitaux dans des entreprises non cotées, pour une durée programmée. Le capitalisme financier se caractérise, en effet, par la montée en puissance d'une gestion collective de l'épargne, réalisée à la fois par des placements sur les marchés financiers, dans le cadre

d'opérations dites "*public*", au sens anglo-saxon du terme (c'est-à-dire connues de tous les participants sur les marchés boursiers), mais également dans un cadre « hors marché » ou « *private* ». Les organismes collecteurs de fonds, c'est-à-dire les investisseurs institutionnels, comme les fonds de pension, les compagnies d'assurance, etc., délèguent la gestion de leurs capitaux à des sociétés de gestion d'actifs intervenant, soit directement sur les marchés financiers réglementés, soit en marge de ces marchés financiers par des prises de participations directes dans le capital de sociétés non cotées¹. Ces prises de participation sont réalisées grâce à l'effet de levier que procure un très fort endettement, selon la technique financière dite de *Leveraged Buy Out* (ou L.B.O.) qui sera explicitée de manière approfondie par la suite (partie 2).

Cet article s'appuie sur une analyse effectuée à partir d'une série d'entretiens semi-directifs réalisés, en 2007, auprès de représentants syndicaux et du personnel, ainsi que de salariés d'entreprises acquises par ces fonds d'investissement. Une première partie met en évidence les manifestations de la domination exercée par les fonds de *Private Equity* : tout en fondant leur légitimité sur l'avenir qu'ils offrent aux entreprises, ils n'hésitent pas à user de différentes formes de violences tant à l'égard des salariés qu'à l'égard des représentants du personnel (Benedetto-Meyer, Maugeri et Metzger, 2011). Dans une seconde partie, nous montrons que ces pratiques représentent la face

¹ Ces fonds tendent aussi plus récemment à des participations dans des entreprises cotées, comme ce fut le cas pour le groupe Saint-Gobain dans lequel le fonds de Wendel avait pris des participations au capital. Ce type d'opérations demeure cependant minoritaire.

émergée d'un système de domination dont nous esquissons les principales caractéristiques. Pour cela, nous analyserons la construction de cette industrie financière du *Private Equity*, les différents « échelons » dans l'orchestration de la domination et l'élaboration des dispositifs mis en œuvre (Maugeri, 2006 ; Metzger, 2009). Ce travail est réalisé notamment à partir d'entretiens conduits depuis 2008 auprès de gestionnaires de fonds de *Private Equity* et d'avocats d'affaires, d'observations non participantes à des journées d'échanges organisées par les professionnels de ce champ, ainsi que de l'étude de documents tels que les plans stratégiques, les contrats de prêts, les reportings réalisés auprès des banques, les pactes d'actionnaires, etc. Les cristallisations, au sein de l'industrie du *Private Equity*, qui se sont opérées à l'occasion de l'éclatement en 2008 de la bulle spéculative ont notamment permis d'analyser plus clairement les rapports de force existants et leurs éventuelles recompositions.

1. LES MANIFESTATIONS DE LA DOMINATION EXERCÉE PAR LES FONDS DE PRIVATE EQUITY

1.1 Une légitimité financière construite sur une catégorisation du risque

L'économie française était, jusqu'à la fin des années soixante-dix, considérée comme une économie dite « d'endettement », c'est-à-dire où les financements étaient accordés sous forme de crédits par les institutions financières, elles-mêmes soumises à des règles de refinancement auprès de la Banque Centrale. L'actionnariat des entreprises était marqué par un fort contrôle familial, tant en ce qui concernait les PME que les grandes

entreprises, comme le souligne François Morin (1974) en pointant la place des « grandes familles ».

Cette situation s'est modifiée à partir du milieu des années quatre-vingt, marquées par le développement du rôle de la Bourse dans le financement de l'économie. L'ouverture du marché boursier a cependant été progressive et a essentiellement concerné les grandes entreprises. Les années quatre-vingt-dix ont été caractérisées par la privatisation, par l'État, des entreprises qui avaient été nationalisées en 1981, et par la constitution de « noyaux durs » ou « participations croisées » entre les banques, les sociétés d'assurances et les entreprises industrielles. Ces grandes sociétés ont développé des stratégies de croissance et de repositionnement nécessitant des financements. À la fin de la décennie, elles ont alors vendu sur le marché boursier les participations croisées qu'elles détenaient et ont opéré un « recentrage sur leurs métiers de base », conduisant à la cession d'activités considérées comme « non stratégiques ». Ce mouvement a facilité la montée en puissance, dans le capital des grandes entreprises cotées françaises, d'investisseurs étrangers, principalement d'origine anglo-saxonne (Morin, 1998), ces derniers représentant, dès la fin des années 1990, plus de 40 % de plusieurs entreprises du CAC 40.

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'investisseur est un acteur majeur (Morin, 1998). Elle a cependant laissé pour compte nombre d'entreprises, comme notamment les petites et moyennes entreprises traditionnelles, puis, après l'éclatement de la bulle internet, l'ensemble des PME considérées comme insuffisamment attractives tant

pour les banquiers que pour les investisseurs sur les marchés financiers.

Dans ce contexte, les fonds de Private Equity, apparus aux États-Unis et ayant abordé l'Europe via le Royaume-Uni, à partir du milieu des années quatre-vingt-dix, se sont développés en acquérant les PME en recherche d'actionnaires (contexte de transmission par exemple...) ainsi que les activités jugées « non stratégiques » par les grands groupes. Malgré l'absence de statistiques officielles, les chiffres issus des différentes organisations professionnelles au plan national (Association Française des Investisseurs pour la Croissance, A.F.I.C.) et au plan européen (European Private Equity and Venture Capital Association, E.V.C.A.) montrent qu'entre 2002 et 2007, la France a connu un développement très rapide de ce type de financement, la positionnant en seconde place en Europe, derrière le Royaume-Uni (Bédu et Montalban, 2009). En 2006, le montant des acquisitions réalisées en France, par les fonds de private equity, serait de 35 milliards d'euros¹, contre 6,5 milliards en moyenne annuelle sur la période 1998-2001 (Burrows et Wright, 2007)².

Publié quelques mois avant les événements de septembre 2008 et à une période où le secteur bancaire en pressentait la survenance³, le rapport

Private Equity et capitalisme français du Conseil d'Analyse Economique (Glançant, Lorenzi et Trainar, 2008) précise dans son introduction : « *La crise des marchés financiers va (...) lui [le Private Equity] donner un rôle majeur dans la restructuration du tissu productif des grandes économies développées (...). Les milliers d'entreprises, de taille moyenne qui composent une large partie de la structure productive de notre pays, n'ont pas aujourd'hui et auront encore moins demain, d'autres sources de financement que celles du capital-investissement* » (p. 9-10). Ce rapport poursuit en argumentant ses propos à partir du comportement d'épargne des Français : « *une épargne abondante, essentiellement tournée vers des produits peu risqués, tout simplement parce qu'il s'agit d'épargne de terme assez court* » (p. 14). Cette conclusion renvoie à l'analyse du rapport « Private equity and LBO » de Gottschalg (2007), réalisé pour le Parlement européen, dans lequel sont recensées les motivations ayant présidé à la cession d'activités à des fonds de Private Equity : activités qui n'entrent plus dans le cœur de métier (53 %); problèmes financiers (26 %), problèmes de financement de leur croissance (21 %). Le nom retenu par leur association professionnelle française, « l'Association Française des Investisseurs pour la Croissance », témoigne de leur capacité à souligner leur « dévouement ».

Les fonds de Private Equity sont ainsi présentés comme des fonds capables de supporter et de prendre en charge des risques, qui seraient liés à la nature du projet productif (taille, innovation, etc.). Dans les faits, les entreprises qu'ils

¹ À comparer, d'une part, au montant des capitaux levés en Europe par les fonds de Private Equity en 2006 de 112 milliards d'euros (EVCA, 2007) et, d'autre part, aux 1 247 milliards d'euros de placement sur le marché financier français en 2007, dont 636 milliards en fonds orientés actions (source Autorité des Marchés Financiers).

² Dans une étude réalisée par le « Center for management Buy-Out research », Nottingham University Business School », créée par Barclays Private Equity and Deloitte.

³ Ce rapport a été présenté lors de la séance plénière du CAE du 31 janvier 2008. Il a également fait

l'objet d'une présentation à Jean-Paul Faugère, Directeur du Cabinet du Premier ministre, le 17 avril 2008.

acquièrent sont « délaissées » en raison d'une catégorisation financièrement construite du risque qui repose sur l'estimation de leur degré de liquidité. Comme nous l'analyserons par la suite, les fonds de Private Equity mettent en place des dispositifs financiers (au sens de dispositifs de gestion) permettant de transformer l'entreprise non cotée en un placement « liquide », c'est-à-dire revendable pour les investisseurs avec des perspectives de fortes plus-values. Pour ce faire, des risques vont être pris, notamment via le recours à un fort endettement, puis ces risques sont transférés éventuellement à d'autres investisseurs (grâce, par exemple, aux possibilités de titrisation de la dette) et principalement reportés sur les salariés.

1.2. Une violence qui emprunte à différents registres

L'acquisition d'entreprises par des fonds de Private-Equity a donné lieu à une étude (Chambost, 2013), ayant pour objectif de chercher à comprendre la manière dont les représentants des salariés analysent les impacts de la financiarisation sur le travail dans ses différentes dimensions (organisation du travail, emplois, rémunérations, objectifs de résultats, conséquences en matière d'investissement et de Recherche et Développement), ainsi que sur l'exercice de leurs prérogatives économiques. Une vingtaine d'entretiens semi-directifs a été effectuée dans douze entreprises. Le choix de ces dernières a reposé sur l'articulation de différents critères : diversité de taille, de secteurs d'activités d'appartenance (chimie, métallurgie, sanitaire et social, services). Mais finalement, au sein de l'échantillon initialement constitué, les principaux critères d'échantillonnage théorique ont été l'expérience des représentants syndicaux, ainsi que la diversité des

situations économiques et financières des entreprises considérées. Ainsi les effets précisés par la suite ont été ressentis même pour les syndicalistes présentant le plus d'expérience et pour les entreprises considérées comme en bonne santé financière.

Les résultats de l'article précédemment cité constituent le point de départ de la réflexion développée dans cet article. Nous en résumons très brièvement les conclusions, en mettant en évidence les points saillants. Les effets sur le travail rejoignent ceux plus globalement constatés (Sauviat, 2002 ; Fligstein et Shin, 2007 ; Coutrot, 2009 ; Gaulejac, 2005 ; Brochard, 2008) :

- d'une forte progression de la productivité, conduisant à une surcharge de travail, à une nette dégradation des conditions de travail et à un sentiment permanent d'être en sous-effectif ;

- d'augmentation de la part réversible des rémunérations, ce qui tend à renforcer l'individualisme, le sentiment d'injustice devant les critères mobilisés, conjugué à une absence de reconnaissance et de fortes incompréhensions ;

- d'une démotivation et d'une peur de l'avenir.

Mais les représentants des salariés mettent très clairement en évidence l'intensité et l'accélération des changements provoqués, comme l'illustrent les propos d'un secrétaire de comité d'entreprise d'une société de construction électrique, de taille moyenne :

« En fait, c'est surtout l'arrivée [du fonds] qui a changé les choses : on est passé de 600 à 350 employés. [...] Ce qui a marqué les esprits, c'est qu'ils nous ont dit « on va réduire les coûts de 25 % dans la première année » »
(secrétaire du comité d'entreprise d'une SSII).

Avec le temps, cette brutalité initiale se perpétue à travers l'organisation du

travail mise en place, conduisant à une mise sous tension permanente :

« Au niveau des conditions de travail, on donne plus de responsabilités aux gens, plus d'autonomie et on cible mieux leurs tâches. Il y a une intensification de la charge. Cela entraîne du stress, les maladies psychosomatiques et là, on n'en est qu'au début » (secrétaire du CE d'une entreprise chimique, 50 ans, militant depuis 25 ans).

Cette mise sous tension sans perspective quant à de possibles améliorations, conduit à l'expression d'un profond sentiment d'épuisement :

« Chaque fois qu'on fait un bond en avant (organisation, réductions de coûts), il faut recommencer un an après. Beaucoup de gars s'usent. C'est épuisant » (représentant syndical d'une entreprise d'informatique).

Au caractère profondément vain des efforts entrepris, se conjugue le caractère absurde d'une situation rappelant un mythe grec bien connu, en l'absence de visibilité sur les perspectives de l'entreprise et sans qu'en soit clairement identifiés les tenants et les aboutissants :

« Tout le monde est perdu. Les salariés (...) voient que quelque chose a changé et que cela ne va plus, mais ils ne savent pas pourquoi » (délégué syndical central d'une entreprise de mécanique, depuis 30 ans dans l'entreprise).

L'analyse des entretiens met en exergue le regard posé sur des entreprises, désormais vidées de leur substance – nos interlocuteurs parlent d'une « déshumanisation complète de la structure » - et dont le caractère exsangue est souvent souligné : « on est devenu des numéros ». On pourrait penser que cette situation existait depuis longtemps, mais il n'en est rien, car, précisément, l'une des conditions d'acquisition d'une entreprise par un Fonds de Private Equity est qu'elle ne rencontre pas de difficulté économique. Par contre, une fois l'acquisition effectuée, un climat de crainte est progressivement instauré

dans l'entreprise, ce qui renforce le chacun pour soi et réduit les possibilités d'imposer collectivement un autre rapport de force :

« Dans la merde où on est, ils peuvent faire n'importe quoi. Ils prennent des décisions insupportables, les salariés le savent, ils ne bougent pas. C'est la peur au ventre tous les jours. (...). Chacun attend de savoir qui est désigné [parmi les personnes licenciées] » (délégué syndical d'une entreprise de pétrochimie et secrétaire du CHSCT, 55 ans).

La mutation liée à l'acquisition de l'entreprise par un fonds de Private Equity apparaît également en ce qui concerne l'exercice des prérogatives économiques des représentants des salariés et des représentants syndicaux, aussi bien à propos de l'information-consultation, que des négociations salariales. La violence transparaît, d'entrée de jeu, sous une forme plus ouverte et conflictuelle. Le simple fait de vouloir respecter des droits légalement définis devient, en soi, une forme d'opposition. Il est à ce titre important de mentionner que les représentants des salariés interrogés font tous appel, comme la loi le leur permet, à un expert du comité d'entreprise et, dans le cas présent, la simple mise en œuvre de cette prérogative économique témoigne, en soi, d'une capacité de « résistance ». Le continuum des situations s'établit ainsi : a) depuis celles caractérisées par des relations désormais purement formelles entre directions et représentants des salariés ; b) jusqu'à celles définies par une absence de volonté de négocier ; c) en passant par la mise en place de stratégies de contournement des représentants par la direction, qui cherche à établir des relations bilatérales avec les salariés ; d) et par des situations où la direction impose une négation complète des droits, en n'hésitant pas à

entraver l'accès des représentants du personnel et en lançant des affrontements particulièrement violents. C'est ce que montrent les extraits d'entretiens suivants :

« Côté dialogue social, quand on était au tribunal, le DRH est venu de Marseille. Il y a eu report d'audience. Il nous a interpellés : « vous, je ne veux pas vous voir à une table de négociation ». C'était tendu à mort » (délégué syndical central d'une entreprise de la métallurgie).

« Aujourd'hui, on n'arrive pas à faire respecter la législation, les accords collectifs. A quoi sert le Code du travail ? (...) Ils savent qu'ils ne respectent rien et ça passe. (...) L'inspecteur du travail a fait un courrier, même le médecin du travail a dénoncé la situation » (Délégué syndical central et secrétaire du CHSCT d'une entreprise de composants électroniques).

La focalisation très claire sur les performances financières, en particulier le fameux EBITDA¹, se couple à une difficile appréhension du système dans son ensemble. Les représentants des salariés se heurtent à une opacité, tant spatiale que temporelle, à laquelle participent l'éloignement des centres de décision, les obstacles rencontrés pour situer et entrer en contact avec l'interlocuteur pertinent, mais également la rotation parfois très rapide de certains responsables et le raccourcissement des horizons temporels. Quant à l'information communiquée par les dirigeants, elle demeure circonscrite au périmètre juridique de la société, ce qui n'apporte guère d'éléments en raison de la manière dont sont élaborés les montages financiers. À propos de ces derniers, les directions affirment elles-mêmes ne rien comprendre ou dénie le

¹ *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, indicateur correspondant au résultat économique avant prise en compte des dotations aux amortissements.

droit aux représentants des salariés d'en analyser les arcanes :

« Ils nous disent qu'il n'y a rien à savoir, que c'est simplement de la technique financière » (secrétaire du CE d'une entreprise de composants électroniques).

Le fait de comprendre que les pressions exercées ont comme finalité le remboursement de la dette ou la revente de l'entreprise est ainsi souvent présenté comme le résultat du recours à l'expertise et/ou des actions en justice :

« Le papy [la direction] dit : « Cela ne vous regarde pas », car nous, on veut le groupe [on veut l'information économique concernant le groupe]. Et il répond : « vous n'aurez que la France, ne cherchez pas à comprendre » [vous n'aurez que l'information économique relative à la filiale française du groupe]. (...) Les covenants de la dette², on les a demandés, car l'expert nous a expliqué le fonctionnement du LBO. Au niveau européen, personne ne s'était penché dessus, même IG Metal³ (...). Aujourd'hui, on est en cassation » (secrétaire du CE d'un groupe européen d'emballages, le CE ayant engagé une action en justice pour l'obtention du plan stratégique).

Se présentant comme des sauveurs de l'entreprise et/ou des financiers capables d'asseoir leur développement, les fonds de capital-investissement instaurent, d'entrée de jeu, un rapport de force par la mise en œuvre de restructurations. Ces dernières permettent de renforcer l'idée de dysfonctionnements économiques antérieurs et de la nécessité d'un plein engagement de la part des salariés non licenciés. La mise en place d'un climat d'insécurité - il faut « éviter que le bateau coule » - constitue un terreau fertile pour la mise sous tension et l'instauration de situations de « déstabilisation » permanente (Spurk, 2012). Il est alimenté

² Ratios dont la non-atteinte déclenche l'exigibilité immédiate de la dette.

³ Puissant syndicat allemand de la métallurgie.

par la volonté de maintenir hors de portée les éléments qui permettraient de comprendre les logiques à l'œuvre.

Selon les circonstances, la violence exercée emprunte donc à différents registres. Les dirigeants vont rechercher l'éclatement des collectifs constitués, afin d'instaurer avec les salariés des relations bilatérales, qui fonctionnent sur le registre « reconnaissance versus culpabilisation ». 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 sur l'intensification de la charge de travail provoque une mise en concurrence et un renforcement de l'individualisme. Face 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 d'impuissance de la part des salariés.

Les instances de représentations des salariés expriment parfois une opposition collective. Mais celle-ci fait l'objet de contournement de la part de la direction, lorsque l'opposition porte sur l'inapplication des droits relatifs aux conditions de travail ou aux processus de rémunérations. Elle est plus violemment réprimée lorsque l'opposition cherche à comprendre – pour le remettre éventuellement en cause – le fonctionnement d'un système¹ qui repose

¹ Les représentants du personnel font rarement l'objet de procédures de licenciement en raison de

sur un équilibre subtil de rapports de domination où s'affrontent différentes « logiques professionnelles » (Benedetto-Meyer, Maugeri et Metzger, 2013). Nous nous appuyerons, pour ce faire, sur l'idée de « continuum des rapports de domination » (Metzger, 2012). Après avoir essayé de retracer la position des « assujettis » - au sens de « ceux n'ayant pas accès à la conception des dispositifs de gestion » (p. 24) - nous allons, dans une deuxième partie, nous intéresser aux « auteurs-instaurateurs » - c'est-à-dire à « ceux disposant des capacités d'action sur les actions des autres de façon la plus durable et la plus étendue et disposant de pratiques réflexives leur permettant d'adapter leurs moyens d'action » (p.24 - et à leurs « auxiliaires » - qui « interprètent et conçoivent les dispositifs » dont les objectifs ont été précédemment pensés.

2. AU CŒUR DE LA CONSTRUCTION DES DISPOSITIFS FINANCIERS : LE CHAMP DE L'INDUSTRIE FINANCIÈRE DU *PRIVATE EQUITY*

Au regard de l'actionnariat traditionnel des entreprises non cotées en France, l'industrie du *Private Equity* se distingue par le fait que le capital de ces sociétés est détenu par des professionnels de la finance et ce, pour un temps limité.

la protection légale dont ils bénéficient. Les actions de contournement de la direction visent alors à réduire leur capacité d'agir : il n'est en effet pas rare que les dirigeants sollicitent d'autres salariés pour monter des sections syndicales opposantes, qui deviennent majoritaires dans les instances représentatives du personnel, détrônant les précédentes organisations. Les membres du comité d'entreprise d'un groupe européen fabriquant d'emballages, dont le verbatim du secrétaire a été précédemment cité, ont fait l'objet d'une telle procédure.

Impliquant et bénéficiant par là-même à de nombreux acteurs et reposant sur des montages juridico-financiers complexes, permettant de s'assurer des rendements élevés tout en reportant les risques sur l'entreprise, cette industrie s'est développée à la faveur de contextes macro-économiques, institutionnels et législatifs favorables. Les développements suivants tentent ainsi d'analyser les dispositifs de financiarisation mis en place, en envisageant successivement leurs dimensions politiques, discursives et matérielles dans la perspective de la domination actionnariale développée par Maugeri (2009).

2.1 Les rapports de force entre les « instaurateurs », gestionnaires de fonds, investisseurs et prêteurs

Créée au début des années soixante-dix aux États-Unis, l'industrie du *Private Equity* s'y est développée à partir des années quatre-vingt, à la faveur des mesures fiscales et monétaires mises en place par le gouvernement Reagan. Au sein de l'intermédiation financière, l'industrie du *Private Equity* appartient à la catégorie des gestions dites « alternatives », longtemps considérées comme des activités mineures, au regard des professions établies comme les gestionnaires de portefeuilles de titres cotés sur les marchés financiers.

Une recherche de légitimité des gestions qualifiées « d'alternatives »

La qualification « de gestion alternative » fait référence à leur déconnexion vis-à-vis des indices boursiers¹ et au fait qu'ils

mobilisent un endettement à faible coût, rendant leur activité dépendante des niveaux de taux d'intérêt. On peut dater de 1979 la légitimité institutionnelle du *Private Equity*, date à partir de laquelle le « Department of Labor » autorise les fonds de pension américains à investir dans tout type de placement (Montagne, 2000). La gestion de *Private Equity* demeure cependant marquée par son caractère « artisanal », lié à une absence de modélisation et à sa difficulté de déploiement à grande échelle. Elle a ainsi développé toute une rhétorique, à destination des grands collecteurs de fonds, tels que les fonds de pension ou les sociétés d'assurance, rhétorique axée sur son aptitude à dégager de la rentabilité² grâce au contrôle qu'elle opère sur les dirigeants des entreprises non cotées dont elle détient les titres (Froud J., Johal S., Leaver A., Williams K., 2008) (cf. ci-après).

Les investisseurs sont ainsi globalement les mêmes que ceux intervenant sur les marchés financiers. En 1994, aux États-Unis, 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 de grandes sociétés américaines (19,7 %). Participent également par ordre décroissant, les fondations (11,4 %, en particulier des grandes universités américaines), les holdings des organismes bancaires (11 %), les grandes familles (10,3 %), les sociétés d'assurances (7,2 %) (Fenn, Liang et Prowse, 1995). Cette structure

¹ Selon les théories financières des marchés à l'équilibre, qui assoient l'efficacité des marchés financiers, il est impossible de « battre le marché » de manière durable. Les indices, comme le CAC 40, sont censés représenter un « marché financier en réduction », la gestion de portefeuille

consistant alors à minimiser plus ou moins les écarts par rapport à l'évolution de ces indices.

² Inégalant cependant celle des fameux *hedge funds* (fonds hautement spéculatifs), représentants des gestions alternatives ayant acquis, par ce moyen, leurs lettres de noblesse.

correspond à celle étudiée en 2007 sur le marché européen. En France, en raison de la faible présence des fonds de pension, la structure des investisseurs se décompose entre les compagnies d'assurances (21 %), les personnes physiques (18 %), les fonds de fonds¹ (17 %), les organismes bancaires (17 %) et les caisses de retraite (16 %).

L'industrie du Private Equity est structurée en deux étages, dont l'analyse renseigne sur la segmentation des pouvoirs existants, leurs jeux et leurs enjeux. A l'étage « supérieur² », s'élaborent les relations entre les apporteurs de capitaux - investisseurs institutionnels (société d'assurance, fonds de pension...), mais également particuliers fortunés, fondations - et ceux qui les gèrent - anciens dirigeants de groupe industriel ou anciens responsables dans une banque d'affaires - qui font partie³ de sociétés de Private Equity (telles que Carlyle, Kohlberg, Kravis, Roberts, Blackstone). A l'étage « inférieur » se mettent en place les dispositifs de gestion proprement dits des capitaux reçus, sous forme d'acquisitions et de reventes des entreprises. A la jonction de ces deux étages, se trouve donc « le gestionnaire du fonds de Private Equity ».

Le gestionnaire de fonds au centre des relations de pouvoir

Le contenu des relations entre les apporteurs de capitaux et les apporteurs de compétences en gestion (montants apportés, durée d'apports, clause de

retrait des capitaux, etc.) est défini par contrat lors de la création d'un fonds, à durée de vie limitée généralement à 10 ans, dont les apporteurs de capitaux vont détenir les parts⁴. Ce contrat donne les pleins pouvoirs au gérant quant à la gestion des capitaux : durant les cinq premières années, le gérant réalise les appels de capitaux au fur et à mesure des opportunités qu'il décèle en termes d'acquisition d'entreprises ; durant les cinq années suivantes, il procède à la cession des entreprises acquises et rétrocède les capitaux (les fonds de pension, par exemple, en ayant évidemment besoin pour payer les retraites) additionnés d'un certain profit, calculé en fonction des plus-values dégagées sur les reventes. Globalement, les capitaux sont donc bloqués pendant 5 ans, ce qui correspond à la durée de détention d'une entreprise par le fonds.

Les rapports de force entre les gestionnaires de fonds et les apporteurs de capitaux donnent lieu à une littérature financière abondante, portant sur le manque de « transparence » à propos de la manière dont les gestionnaires gèrent les capitaux, sur le montant de leur rémunération et plus largement sur la rentabilité effective des placements en Private Equity (Cummings et Walz, 2010, FSA 2006). Sous une formulation différente, cette littérature témoigne plus largement de la capacité des sociétés du Private Equity à contourner les législations existantes et des luttes qui s'opèrent dans le partage du profit capté par cette industrie financière.

Les fonds de Private Equity se sont en effet développés aux États-Unis en marge de la législation encadrant les activités

¹ Au lieu de gérer des portefeuilles de titres, les « fonds de fonds » gèrent des portefeuilles composés d'autres fonds.

² Qualification de l'auteur. Elle est néanmoins représentative de la hiérarchie existante.

³ Sur la base de contrat d'association. Ce point demanderait cependant à être vérifié et approfondi.

⁴ Ce fonds prend juridiquement la forme d'un *trust* dans le monde anglo-saxon ou Fonds Commun de Placement à Risque (F.C.P.R.) en France.

d'investissements financiers. Dans cette économie, financée par les marchés financiers, la très grande partie des opérations effectuées sur les titres se réalise essentiellement dans un cadre dit public, soumis à une réglementation, dont le Securities Act, voté par le Congrès en 1933, représente le texte fondateur. Destinée à protéger les épargnants « non avertis » après l'effondrement du marché boursier de 1929, cette loi a pour objectif la mise à la disposition des investisseurs de toute l'information financière nécessaire et l'interdiction de toute fraude sur les opérations de titres. Par ailleurs, le Congrès vote, en 1940, l'*Investment Company Act*, destiné à réguler les activités des « conseillers en investissement », en l'occurrence à l'époque les *mutual funds*¹. A la faveur de leur développement, à fin des années soixante-dix, les sociétés de Private Equity déclarent ne pas devoir se conformer au Securities Act, puisqu'ils n'interviennent pas sur les marchés financiers. Elles entreprennent, par ailleurs, un lobbying efficace afin de combattre le risque d'être enregistrées en tant que « conseiller en investissement » et de devoir se conformer à l'*Investment Company Act*, arguant du fait qu'elles travaillent pour le compte d'investisseurs professionnels, censés être plus avertis que des investisseurs particuliers (Cheffins et Armour, 2008). Il faudra attendre le Dodd-Frank Act (2010) pour que certaines exemptions en matière d'information soient levées. Ce contournement des législations existantes est représentatif du poids de l'oligopole formé par les sociétés de

¹ Les *mutual funds* correspondent à des fonds collectifs de placements sans réels équivalents en France. Assimilables aux SICAV ou aux fonds de compagnies d'assurance, ils peuvent être organisés en sociétés ou sous forme de trusts.

Private Equity et des relations existant entre les financiers de ce champ et les membres de différents gouvernements, américains et européens, dont Geuens (2011) donne un aperçu particulièrement documenté.

En matière de partage du profit réalisé, la rémunération du gérant comprend deux composantes, communément définies : une première partie correspond à 2 % des capitaux gérés, une seconde [*carried interest*] représente 20 % des plus-values réalisées sur les cessions des entreprises (Fenn, Liang et Prowse, 1995). Cette seconde partie de la rémunération est censée représenter le plus fort montant, afin que les intérêts du gérant soient « alignés » sur ceux des investisseurs : elle incite le gestionnaire à concentrer ses efforts sur tous les investissements et non uniquement sur les plus rentables et n'est versée qu'après vérification de l'atteinte effective d'un certain rendement, lors de la liquidation du fonds. Le poids respectif de ces composantes est cependant un élément important et discuté dans l'appréciation des rapports entre apporteurs de fonds et gestionnaires (Froud, Johal, Leaver et Williams, 2008). Lorsque les fonds lèvent des capitaux importants, la rémunération directement proportionnelle à ces derniers, même après déduction des frais de gestion, peut se révéler substantielle. La part de la rémunération portant sur l'attribution d'une partie des plus-values dégagées se révélerait alors relativement plus faible et serait nettement moins incitative.

Un accord entre gestionnaires de fonds et investisseurs reposant sur les taux de rentabilité attendus

Nonobstant la question du partage des profits réalisés, le niveau des profits censés être dégagés répond à une rhétorique, en vertu de laquelle le

blocage pendant cinq ans des capitaux apportés doit trouver une contrepartie en termes de rémunération. Il est ainsi « attendu », c'est-à-dire exigé, des taux annuels de rentabilité¹ de l'ordre de 20 % à 25 %.

Du point de vue des investisseurs, il est en effet normal de demander une rentabilité supérieure à celle qu'ils sont susceptibles d'obtenir lorsqu'ils placent leurs capitaux sur les marchés financiers, sachant qu'en cas de difficultés ils peuvent revendre leurs placements. La relative « illiquidité » des placements dans les fonds de Private Equity est ainsi l'une des raisons avancées pour justifier leurs attentes.

Du point de vue des sociétés de Private Equity, ces taux sont susceptibles d'être atteints grâce au contrôle mis en œuvre sur les entreprises acquises, contrôle relayé académiquement par le célèbre article de Jensen, père de la théorie de l'agence, qui permit aux tenants de la finance orthodoxe de faire le lien entre finance de marché et finance organisationnelle (Fox, 2009). Tout en restant convaincu de l'efficacité des marchés financiers, Jensen analyse, dans un célèbre écrit normatif « The Eclipse of the Public Corporation » (1989), la difficulté des actionnaires des entreprises cotées à contrôler véritablement les choix réalisés par les dirigeants d'entreprises. Il prône un engagement plus actif des actionnaires et expose en quoi un recours à l'endettement ainsi qu'à des rémunérations articulées à des objectifs de création de valeurs actionnariales (ou *incentives*), peuvent agir comme outils disciplinaires².

¹ Le taux de rentabilité attendu de la part des actionnaires est également appelé « le coût des capitaux propres ».

² "Their model is built around highly leveraged financial structures, pay-for-performance

D'une manière plus pragmatique, la mise en œuvre de techniques d'ingénierie financière, en particulier le recours à un fort endettement, permet pour les entreprises dégagant des résultats, d'augmenter « mécaniquement » la rentabilité pour les actionnaires, surtout en période de faible taux d'intérêt (d'où le nom d'entreprise acquise par LBO, *Leveraged Buy Out* ou effet de levier). Pour Froud et coll. (2008), la captation des profits ne proviendrait pas tant de la qualité du contrôle exercé par les gestionnaires de fonds sur le fonctionnement de l'entreprise que des montages financiers et de « l'optimisation fiscale » mis en œuvre

Un accord entre gestionnaire de fonds et prêteurs reposant sur la sécurisation du remboursement des emprunts

Lors de l'acquisition des entreprises, le gestionnaire de fonds limite la part des capitaux apportés en propre à environ 20 % de la valeur de l'entreprise³, cherchant à maximiser la part des sommes empruntées (Cheffin et Amour,

compensation systems, substantial equity ownership by managers and directors, and contracts with owners and creditors that limit both cross-subsidization among business units and the waste of free cash flow. Consistent with modern finance theory, these organizations are not managed to maximize earnings per share but to maximize *value*, with a strong emphasis on cash flow" (Jensen, 1989, p.8) Traduction de l'auteur : Ce modèle est construit à partir d'entreprises ayant recours à un fort effet de levier financier, de rémunérations fonction de la performance, de prises de participation au capital significatives de la part des dirigeants, de contrats entre actionnaires et créanciers limitant les subventionnements croisés entre les différentes activités et le gaspillage des flux de trésorerie disponibles. En accord avec la théorie financière moderne, ces organisations ne sont pas censées maximiser un résultat par action, mais la valeur, qui se concrétise par le dégagement d'importants flux de trésorerie.

³ Le rapport pouvant évoluer vers du 30% d'apports propres et 70% pour dettes avec la crise.

2008). Étant donnée l'importance des sommes empruntées, ces dernières sont réparties selon différents types d'emprunts. Les taux d'intérêt varient ainsi selon les risques pris, estimés en fonction des modalités de remboursement de la dette (le remboursement pouvant être régulier et/ou au moment de la revente de l'entreprise) ainsi que du rang de priorité de son remboursement. Pour les dettes considérées comme très risquées, les niveaux des taux d'intérêt requis permettent aux prêteurs, grâce au seul paiement des intérêts, de récupérer plus que le montant du nominal de la dette. Au sein des banques, cet endettement est géré par des départements spécifiquement dédiés à l'industrie du Private Equity où l'octroi des prêts est régi selon des règles spécifiques. Lors de montages importants, les dettes ne sont d'ailleurs pas forcément conservées au bilan des organismes financiers et peuvent être revendues à 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* (CDO)¹, devenus tristement célèbres avec la crise dite des *subprimes*.

Plus globalement, les sociétés du Private Equity, lorsqu'elles ne sont pas des départements en tant que tels des banques d'investissement, mobilisent différents types de conseils réalisés par ces dernières ou leurs filiales. Grâce à leur activité originelle (banque d'affaires, analyse financière, relation clientèle des banques commerciales), elles sont en effet susceptibles de repérer d'éventuelles affaires, de procéder à leur

évaluation et de rédiger des rapports diffusés auprès de différents fonds. Les rémunérations peuvent représenter jusqu'à 5 % ou 6 % des sommes mises en jeu. À titre d'exemple, en 1993, JP Morgan a ainsi 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, Liang et Prowse, 1995). Le même schéma se décline pour les sociétés de plus petites tailles, impliquant des acteurs plus spécialisés sur les moyennes entreprises et, plus largement, les professions du chiffre (experts-comptables, grands cabinets d'audit) et les avocats d'affaires. Ces derniers sont ainsi particulièrement mobilisés en raison des stratégies d'évasion fiscale mises en œuvre, afin de limiter l'imposition des résultats dégagés.

La présence croissante des avocats d'affaires est également représentative des stratégies d'apprentissage mises en œuvre par les prêteurs et les dirigeants dans le cadre de leurs relations avec les gestionnaires de fonds, comme nous l'analyserons dans la section suivante. Cela est plus largement représentatif de leur positionnement « à l'intersection de différentes composantes de l'élite du pouvoir » (Vauchez, 2012) :

« A l'assemblée générale, le 12 septembre, un peu violente, j'avais en face de moi 5 cabinets d'avocats² différents de SC New York, de S., de SC France, de P. et mon avocat personnel »
(dirigeant de l'entreprise P. sous LBO).

¹ Structure de titrisation d'actifs financiers mise en place par les organismes financiers à destination d'investisseurs.

² Les avocats sont ceux de la société de Private Equity, du gestionnaire de fonds, de l'organisme financier prêteur et de l'entreprise cible.

2.2 Au fondement des dispositifs financiers : acquérir une entreprise en minimisant les apports et programmer sa revente en maximisant le prix

Etant donné la faiblesse des montants apportés par les fonds de *Private Equity* en tant qu'actionnaires, les montages mis en œuvre conduisent à une situation où l'entreprise doit payer elle-même son acquisition via le remboursement de dettes souscrites. Afin de contourner l'interdiction pénale afférente¹, les dettes ne sont pas directement portées par l'entreprise cible, mais par une ou plusieurs de ses holdings et n'apparaissent donc pas dans les états financiers de l'entreprise où se situe le processus productif. L'entreprise cible peut ainsi être l'aboutissement d'une cascade de sociétés holdings, destinées à porter les différentes parties de la dette et à organiser également l'évasion fiscale des profits remontés sous forme de dividendes.

Une gestion centrée sur les indicateurs financiers

Durant les années de détention par les fonds de *Private Equity*, l'entreprise sera gérée en fonction du remboursement des dettes, selon un suivi d'indicateurs trimestriellement définis et dont les montants minimaux à réaliser sont inscrits dans les contrats de prêts. Ces indicateurs - ou covenants - sont centrés sur la capacité de l'entreprise à dégager

de la trésorerie², appréhendée par le fameux EBITDA³. Cet indicateur a un double rôle. D'une part, il sert de base de calcul à la revente programmée de l'entreprise. D'autre part, il permet de couvrir le paiement des intérêts et les remboursements récurrents de la dette. Le fait de ne pas atteindre les valeurs contractuelles de ces indicateurs entraîne en effet la possibilité, pour les prêteurs (c'est-à-dire les banques), de demander le remboursement immédiat des dettes, occasionnant alors un renversement des pouvoirs : l'actionnaire, dans notre cas le gestionnaire de fonds, est alors évincé au profit de la mise en place de relations bilatérales entre le dirigeant et les prêteurs. Afin d'anticiper et de prévenir de telles difficultés, les gestionnaires de fonds configurent les relations qu'ils établissent avec le dirigeant et plus globalement l'équipe de direction.

Le fondement du pouvoir du gestionnaire de fonds sur les dirigeants

La valeur de revente de l'entreprise-cible est un objectif présent dès son acquisition par un fond de *Private Equity*. La valeur de l'entreprise est en effet communément définie comme la combinaison d'un multiple, variant en fonction de critères économiques extérieurs à l'entreprise (niveau des taux d'intérêt, secteur d'appartenance, etc.) et d'un indicateur de profitabilité économique⁴. Dès l'acquisition, le gérant du fonds - actionnaire -, et le (futur) dirigeant-actionnaire, déterminent le montant prévu de cet indicateur à l'issue de la période de cinq ans, sur la base d'un plan stratégique à mettre en œuvre,

¹ Cf. code de commerce : Art L 225-216 : « Une société par actions ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir des sûretés en vue de l'acquisition de ses propres actions par un tiers » et Art L 242-6 : « ... est défini comme abus de bien social l'usage des biens ou du crédit d'une société, contraire aux intérêts de celle-ci, à des fins favorisant le dirigeant ou des sociétés détenues par lui. »

² Ou flux de trésorerie d'exploitation dégagés par l'activité de l'entreprise, nets des investissements réalisés.

³ *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*.

⁴ Tel que l'EBITDA, évoqué plus haut.

décliné en objectifs comptables et financiers trimestriels. Comme l'explique un gérant de fonds de *Private Equity*, ce processus engage de manière inéluctable le dirigeant-actionnaire :

« Tu as raison de mentir au marché, car tes incentives [ta rémunération] ne sont pas calées sur la réalité économique de l'entreprise. Dans le PE si tu te mens à toi-même... (...). C'est fatal, tu seras puni. Cela te coûtera très cher. »

Notre interlocuteur suggère ainsi qu'un optimisme trop grand de la part d'un dirigeant sur les perspectives de performance de sa société lui sera directement préjudiciable. Le gérant du fonds de *Private Equity* dispose en effet de mécanismes, à la fois de sanction et d'incitation, lui permettant de s'assurer du « dévouement » du dirigeant-actionnaire. L'atteinte des performances attendues conditionne le maintien du dirigeant-actionnaire dans l'entreprise et détermine sa rémunération. Les engagements sont juridiquement scellés dans le cadre de la signature d'un « pacte d'actionnaires », contrat susceptible d'être instantanément rompu en cas de non-atteinte des objectifs. Le dirigeant est alors « remercié ». Il perd non seulement son poste, mais également les capitaux qu'il avait investis - capitaux parfois très importants au regard de ses moyens personnels -, ainsi que l'espoir de gains très conséquents, définis en multiple des capitaux qu'il avait apportés. Configuré pour le dirigeant, ce processus peut être étendu à l'ensemble de l'équipe dirigeante, notamment le directeur financier, premier interlocuteur du gestionnaire du fonds et l'éventuel fusible en cas de difficultés.

« "Greed is what drives behaviors"¹. Une équipe, c'est l'opportunité d'avoir un énorme upside [plus value] sur une transaction en

étant membre du management d'une société et de permettre des mouvements de liquidité sur des multiples les plus importants possibles »
(Conseiller de gérant de fonds de P. E.).

Une abstraction totale des formes productives de l'entreprise et une focalisation sur sa revente

Pour le gestionnaire de fonds, l'entreprise se résume à un « modèle » un peu élaboré réalisé sur tableur de type Excel, intégrant le plan stratégique du dirigeant et les conditions de financement (ou *term sheet*). L'une de ses principales compétences consiste à « faire tourner » ce modèle, afin de déterminer des fourchettes de prix (ou *pricer*) en fonction d'hypothèses comptables, fiscales et financières, en visualisant les flux prévisionnels sur les cinq ans durant lesquels il détiendra l'entreprise. C'est à partir de ce « modèle » que l'acquisition de l'entreprise est conclue, comme l'explique, à propos d'une négociation, un dirigeant d'entreprise cible « D » et son directeur financier, un ancien collaborateur de fonds de *Private Equity* « B. ».

« B. vient de l'autre côté du miroir. (...). On n'aurait pas pu closer le deal sans B. car il parle le même langage. (C'est-à-dire ?) Ce n'est pas un secret de dire que B. a des routines sur Excel, une façon de regarder comment l'argent peut être mis au bon moment, son utilisation, sa rentabilité ... (explique le dirigeant quant au choix de son directeur financier).

« Vous expliquiez tout à l'heure « comment on définit une plant [une usine] ? Au-delà d'une promesse d'ingénieur, c'est une question d'argent. Si je vous décris OCH (unité de production de bioélectricité) et si B. vous décrit OCH vous aurez deux choses différentes. (...) Il va vous parler de TRI [taux de rentabilité interne], d'opex [dépenses d'exploitation] par mégawatts, d'arbitrage fiscal etc... [explique le directeur financier pour décrire leur complémentarité et les

¹ La cupidité est ce qui motive les comportements.

représentations demandées par les gestionnaires de fonds].

Une fois l'acquisition réalisée, le fonctionnement de l'entreprise est ainsi totalement configuré sur un horizon limité aux cinq années (au mieux) de détention par le fonds, en fonction de l'atteinte régulière de différents objectifs de performance, fonction des contraintes afférentes à la dette, centrées également sur l'EBITDA.

« Je prends un machin qui est un vrai bordel et je le taille et le fais rentrer dans les canons. Je le change en quelque chose de vendable... Et on fait marcher les équipes exactement au son du canon. Et bing ça passe. Ça ne plaît pas à certaines personnes ? Bah, c'est simple, la porte est là... » (membre d'une nouvelle équipe dirigeante d'une entreprise reprise par un fonds).

L'entreprise doit ainsi générer des résultats selon le rythme trimestriel qui lui est imposé, en réduisant/flexibilisant les coûts (recours aux contrats précaires, à l'externalisation et à la sous-traitance), en faisant en sorte que ces résultats se traduisent en trésorerie¹ et que cette trésorerie soit versée sous forme de dividendes aux sociétés holdings chargées du remboursement des divers emprunts (en limitant bien évidemment l'impôt payé). Les investissements, corporels et immatériels (comme la recherche et développement), sont donc fortement limités. Les actifs considérés comme « hors du cœur de métier » sont cédés (comme les constructions dans le cas de cliniques par exemple) et une croissance externe, par acquisition d'autres entreprises, susceptible d'apporter très rapidement une croissance de l'EBITDA, est mise en

œuvre, même si les effets peuvent se révéler désastreux à moyen terme.

Il est ainsi attendu que le prix de revente de l'entreprise, multiple donc de cet indicateur (l'EBITDA), permette de rembourser une partie de la dette tout en assurant de substantielles plus-values aux Fonds de *Private Equity*. Ces plus-values ne seront réalisées que si l'acquéreur procède également à une acquisition avec un montage L.B.O. Par essence, cette industrie fonctionne donc par cycles spéculatifs, soutenus par la faiblesse des taux d'intérêt et l'abondance de liquidités.

CONCLUSION

A partir du cas emblématique d'entreprises acquises par des fonds de capital-investissement, cet article a proposé une analyse des modalités de construction des dispositifs financiers. Reprenant les différentes composantes des dispositifs de gestion (rhétoriques, politiques et matérielles), précédemment mises en évidence (Maugeri, 2006), les dispositifs pourraient, à notre sens, être qualifiés de financiers à partir du moment où, œuvrant à une « liquidité » de l'entreprise en totale adéquation avec son processus productif (Orléan, 1999), ils écrivent et prescrivent son futur, sur un horizon dramatiquement restreint. Cette ébauche de réflexion demeure cependant à approfondir.

Ce texte a surtout essayé de se centrer sur la manière dont les gestionnaires de fonds de *Private Equity* – et dans une moindre mesure les banquiers –, pour atteindre les taux de rentabilité escomptés, transfèrent sur les salariés les risques financiers pris : compression des rémunérations, destruction d'emplois, fragilisation de la santé et de l'insertion sociale des employés. Ces transferts s'opèrent à l'articulation de ces dispositifs et des logiques de différentes

¹ Par exemple que le chiffre d'affaires réalisé soit très vite réglé par les clients et les stocks minimisés...

professions financières. L'étude de leurs rapports de force respectifs a permis ainsi de distinguer les « concepteurs », instaurateurs des rapports de domination, et les « diffuseurs », qui relaient ces rapports sans avoir forcément une vision globale du système, mais trouvent parfois « intérêt » à sa perpétuation. On pourrait à ce titre s'interroger sur le positionnement des dirigeants d'entreprise et sur leur capacité à quitter une vision industrielle pour adopter une vision financière (Barneto et Chambost, 2014).

Il serait intéressant de s'interroger sur la stabilité de ces rapports de force. La crise survenue en 2007, en plein cycle spéculatif, a conduit à l'acquisition d'entreprises par des fonds de *Private Equity* à des prix excessivement élevés et en ayant recours à des endettements tout aussi importants. Ce « mur de la dette » a conduit à des compromis - renégociations d'emprunts auprès des prêteurs et apporteurs de capitaux de la part des fonds - à des renversements de pouvoir de la part des prêteurs et à la montée au capital de certains d'entre eux. Les fondements de cette industrie financière ne semblent cependant pas, à ce jour, être particulièrement ébranlés. Il n'est pas sûr non plus que les exigences pesant sur les banques en matière d'octroi de crédit, via notamment les ratios de Bâle, aillent dans le sens d'une augmentation des crédits directement réalisés auprès des PME, sans passer par l'intermédiaire des fonds de *Private Equity*, susceptibles d'opérer une destruction des appareils de production. Tout cela milite pour une réflexion profonde sur la manière dont la finance doit servir l'économie.

BIBLIOGRAPHIE

Aglietta Michel & Antoine Rébérioux (2004), *Les dérives du capitalisme financier*, Albin Michel.

Barneto P. et Chambost I. (2014), « L'appropriation par les dirigeants des dispositifs financiers : une étude exploratoire de la relation dirigeants-investisseurs », *La Revue du Financier*, n° 206, vol 36, p. 4-25 mars-avril.

Batsch Laurent (1999), *Finance et Stratégie*, Economica.

Bédu Nicolas, Montalban Matthieu (2009), Une analyse de la diversité géographique des in *Géographie de la finance mondialisée*, Dupuy Claude et Lavigne Stéphanie (dir.). La documentation française.

Benedetto-Meyer Marie, Maugeri Salvatore et Jean-Luc Meztger (2011), "Introduction" dans Benedetto-Meyer Marie, Maugeri Salvatore et Jean-Luc Metzger (2011) (dir.) *L'emprise de la gestion : la société au risque des violences gestionnaires*, L'Harmattan, p. 11-39.

Brochard Delphine (2008), « Logiques de gestion du travail, environnements conventionnel et concurrentiel : des politiques de rémunération sous influences » in Thomas Amossé et al., *Les relations sociales en entreprise*, La Découverte, 376-398.

Burrows Andrew & Wright Mike (2007), *European Management buy-out, The center for management buy-Out Research*, dec.

Chambost I. (2013), « De la finance au travail : sur les traces des dispositifs de financiarisation », *La Nouvelle Revue du travail*, (NRT), n° 3, <http://nrt.revues.org/1012>.

Cheffins Brian, Armour John (2008), "The Eclipse of Private Equity", *Delaware Journal Corporate Law*, Vol. 33, No. 1.

Coquard Benoît (2012), « « Comme en famille » A propos du paternalisme industriel. Entretien avec un couple d'ouvriers retraités et leur fille. » in Lebaron Frédéric (dir.). « Comment les

dominants dominant », *Savoir Agir*, Mars, p. 81-88.

Coutrot Thomas (1999), *Critique de l'organisation du travail*, La Découverte, Paris.

Dore Ronald (2002), «Stock market capitalism and its diffusion», *New Political Economy*, Vol.7, n°1.

Cumming Douglas et Walz Uwe, (2010), "[Private equity returns and disclosure around the world](#)," *Journal of International Business Studies*, Palgrave Macmillan, vol. 41(4), pages 727-754, May.

Dumesnil Gérard et Levy Dominique (2001), *The crisis of liberalism*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts

Fenn George., Liang Jean. et Prowse Stephen (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

Froud Julie, Johal Sukhdev, Leaver Adam et Williams Karel (2006), *Financialisation and strategy: narrative and numbers*, Londres, Grande-Bretagne, Routledge.

Froud Julie, Johal Sukhdev, Leaver Adam et Williams Karel, (2008), *Ownership Matters: Private Equity and the Political Division of Ownership*, CRESC, Working paper n°61.

Geuens Geoffrey (2011), *La finance imaginaire, Anatomie du capitalisme : des « marchés financiers » à l'oligarchie*, Aden.

Glanchat Jérôme, Lorenzi Jean-Hervé, Trainar Philippe (2008), *Private Equity et capitalisme français*, La Documentation française.

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.

Gaulejac de Vincent (2005), *La société malade de la gestion. Idéologie gestionnaire, pouvoir managérial et harcèlement social*, Seuil, Paris.

Gottschalg Oliver (2007), *Private Equity and LBO*, Policy department economic and scientific policy, European Parliament, November.

Guttman Robert (1996), « Les mutations du capital financier », in *La mondialisation financière, Genèse, coût et enjeux*, Chesnais François (dir.), Syros.

Lordon Frédéric (2003), *Et la vertu sauvera le monde... Après la débâcle financière, le salut par « l'éthique ? »*, Paris, Raisons d'Agir.

Lordon Frédéric (2008), *Jusqu'à quand. Pour en finir avec les crises financières*, Raisons d'agir, Paris.

Maugeri Salvatore (2006), « Introduction », dans Maugeri S. (dir.) *Au nom du client*, L'Harmattan.

Maugeri Salvatore (2009), « Sociologie de la gestion et de ses dispositifs : vers une critique de la raison actionnariale » dans Metzger J.L. et Benedetto-Meyer M. (dir.), *Gestion et sociétés, Regards sociologiques*, L'Harmattan, 151-188.

Metzger Jean-Luc (2009), « Une lecture des travaux récents en sociologie de la gestion », dans Metzger J.L. et Benedetto-Meyer M. (dir.), *Gestion et sociétés, Regards sociologiques*, Paris, L'Harmattan, 29-59.

Metzger Jean-Luc (2012), « Le changement perpétuel au cœur des rapports de domination », *SociologieS* [En ligne], URL : <http://sociologies.revues.org/3942>.

Montagne Sabine (2006), « *Les fonds de pension, entre protection sociale et spéculation financière* », Odile Jacob.

Markowitz Harry M. (1952), « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, 7 (1), p. 77-91.

Morin François (1974), *La structure financière du capitalisme français*, Calman-Levy, Paris.

Morin François (1998), « le modèle français de détention et de gestion du capital. Analyse, prospective et comparaisons internationales », Rapport pour le Conseil Analyse Economique, Les éditions de Bercy, coll. Etudes.

Morin François (2006), *Le nouveau mur de l'argent. Essai sur la finance globalisée*, Paris, Editions du Seuil.

Mottis Nicolas et Ponsard Jean-Pierre (2002), « L'influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises » *Revue française de Gestion*, vol. 5, p. 225-248.

Orléan André (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob.

Reinhart Carmen & Kenneth Rogoff (2009), *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.

Sauviat Catherine (2002), « Nouveau pouvoir financier et modèle d'entreprise : une source de fragilité systémique », *Revue de l'IRES*, n°40.

Suptiot Alain (2010), « Contribution à une analyse juridique de la crise économique de 2008 », *Revue internationale du travail*, vol. 149, n°2.

Spurk Jan (2012), « Le consentement fatal : pouvoir et domination aujourd'hui », *SociologieS*, [En ligne], Dossiers, Nouveaux rapports de pouvoir et formes actuelles de domination, URL : <http://sociologies.revues.org/4248>

Vaucher Antoine (2012), « L'avocat d'affaires : un professionnel de la classe dirigeante ? » in Lebaron Frédéric (dir.). « Comment les dominants dominent » *Savoir Agir*, Mars, p.39-48.

ENTRETIEN
