

LES RISQUES SOCIAUX DES LBO : UN POINT DE VUE SYNDICAL

GABY BONNAND *
EMMANUEL MERMET *

Les LBO (*leverage buy-out*) font aujourd'hui la une de l'actualité financière et économique. Plus de 5 000 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 et des syndicats. La CFDT se préoccupe de leur montée en puissance depuis plusieurs années et a entrepris de développer son propre positionnement à ce sujet.

115

Cependant, cette nouvelle forme de détention de l'entreprise s'inscrit dans le développement d'une nouvelle forme de capitalisme qui ne se restreint pas aux LBO (première partie). Elle fait aujourd'hui l'objet de doutes sur son développement à la suite de la crise financière actuelle (deuxième partie). Les LBO ont néanmoins d'un point de vue syndical un effet non négligeable sur la qualité et la conduite du dialogue social en entreprise (troisième partie). C'est pourquoi la CFDT a pris des positions à ce sujet et continue de travailler sur les conséquences des LBO pour les salariés (quatrième partie).

* Confédération française démocratique du travail (CFDT).

Cet article ne s'inspire pas seulement des références citées dans sa bibliographie, il se base également sur le travail de réflexion mené par la CFDT au sein de l'organisation et au regard de ses pratiques sur les risques sociaux des LBO et de la financiarisation de l'économie.

*LES LBO, UN ÉLÉMENT D'UNE NOUVELLE FORME
DE CAPITALISME*

Les LBO sont un terme récent pour la plupart des salariés. Ils représentent une forme de reprise d'une entreprise par des actionnaires. Ces actionnaires sont le plus souvent des fonds d'investissement accompagnés de banques. Pour les salariés, ils représentent le plus souvent une forme de déstabilisation de l'environnement dans lequel ils travaillaient.

Cependant, ce nouveau vocabulaire n'est qu'un morceau d'un vaste ensemble que l'on peut nommer « financiarisation de l'économie ». Depuis la désintermédiation bancaire entamée dans les années 80, et avec la libéralisation des marchés financiers réalisée au cours des années 90, l'économie de marché est entrée dans un nouvel environnement. Celui-ci a promu la valeur actionnariale de l'entreprise. Toute forme d'entreprise peut ainsi être vue comme une source de revenu pour les actionnaires qui y placent leur épargne. La financiarisation tend ainsi à considérer les entreprises comme un actif financier comme un autre, interchangeable avec d'autres actifs que peuvent être des obligations de la dette d'un État, des matières premières...

116

Le terme financiarisation est attribué historiquement aux mesures de déréglementation des systèmes financiers qui mettaient traditionnellement en rapport l'épargne des ménages et les crédits des entreprises. À la place des banques, assurances et autres sociétés publiques ou coopératives, on a vu apparaître un nouvel acteur : le marché financier.

Depuis les années 80, des améliorations technologiques et des changements de réglementation ont modifié en profondeur la façon dont les marchés financiers fonctionnent. On se rapproche ainsi d'une concurrence parfaite comme le pense la City, ce qui permet des résultats optimaux. Seuls resteraient le risque systémique et la fraude. Mais des scandales comme Enron ou WorldCom ont montré qu'il y avait aussi des problèmes de comptabilité. La financiarisation a changé le comportement des banques. Ceci a pu occasionner une réduction du crédit offert aux PME et une distance plus forte entre banques et entreprises. C'est particulièrement vrai dans le cas allemand. Les entreprises ont donc besoin de se financer soit en Bourse soit auprès des fonds !

La financiarisation de l'économie s'est ainsi accompagnée de l'apparition de nouveaux acteurs, autres que les LBO. Aujourd'hui, de nouveaux investisseurs prennent de l'importance comme les *hedge funds* (fonds d'arbitrage ou fonds alternatifs) et le *private equity* (capital-investissement). Ces fonds ont largement recours à l'effet de levier, c'est-à-dire au financement par la dette. Le développement du

rachat d'entreprise pose aujourd'hui problème aux syndicats. À côté de cela, la financiarisation a aussi renforcé la pression sur les entreprises cotées en Bourse. Ces diverses techniques de gestion ont toute pour objet de maximiser la valeur actionnariale des entreprises et de considérer les entreprises comme un actif financier.

Du côté des seuls LBO, les effets positifs sont largement mis en avant dans toute la littérature à ce sujet. Mais ils peuvent être également sous un angle négatif, surtout d'un point de vue syndical.

Ainsi, les défenseurs des LBO arguent souvent que les fonds investissent pour une durée de moyen terme (3 à 5 ans) supérieure à celle de la Bourse où les participations peuvent évoluer d'un jour à l'autre. S'il est vrai que les fonds LBO investissent dans les entreprises en moyenne 3,7 ans en France, cette durée d'investissement reste néanmoins du court terme, notamment en ce qui concerne les décisions d'investissement et la pérennité des entreprises.

L'arrivée des fonds permet de définir un plan de développement de l'entreprise. En effet, à la différence de l'actionnaire boursier, l'investisseur en capital participe activement à la définition de la stratégie de l'entreprise. Cette stratégie est alors conjointement définie entre les dirigeants de l'entreprise, le fond d'investissement et les banques prêteuses de fonds. Néanmoins, cela implique que l'entreprise devra devenir un « centre de profit » permettant de rembourser la dette contractée auprès des banques. La stratégie de l'entreprise comprend alors souvent une recherche de productivité plus forte. Si les LBO participent au financement des entreprises, ils sont néanmoins intéressés avant tout par des entreprises de taille moyenne, présentes sur des marchés matures. Ils vont là où des marges de réorganisation permettront de faire des profits supérieurs.

Cela peut passer par une réorganisation du travail, voire une restructuration, des licenciements et la vente ou l'externalisation d'une partie de l'entreprise. Il s'agit donc d'une « rupture des contrats implicites » de travail au mieux, avec la définition de nouvelles normes de travail, et d'une rupture totale du contrat de travail au pire dans le cas de licenciements. C'est d'autant plus vrai dans le cas de filiales ou de branches d'une entreprise vendues par leur maison mère. Dans ce cas, le fonds LBO doit améliorer la productivité d'une entreprise qui n'était pas tout à fait bien gérée. L'investissement de l'entreprise peut être sacrifié au nom de la course à la productivité à court terme. Ceci met en péril l'existence même de l'entreprise à plus long terme, quand le LBO sera ressorti de l'entreprise...

Les LBO sont aussi présentés comme une opportunité de créations de richesses supplémentaires. En effet, cette richesse supplémentaire est cependant captée majoritairement par le fond d'investissement

et les banques, ainsi que les dirigeants de l'entreprise ciblée. Les salariés sont souvent les grands perdants de cette affaire : non seulement leurs conditions de travail ont pu être dégradées pour améliorer la productivité et la rentabilité de l'entreprise, mais en plus ils ne sont pas rémunérés pour ces gains supplémentaires. Rares sont en effet les LBO qui prévoient une partie de retour sur investissement pour les salariés.

Enfin, les LBO peuvent aussi avoir pour effet de faire sortir une entreprise de la liste de cotation en Bourse. Dans ce cas précis, le LBO peut être un moyen d'éviter les règles de publication des comptes trimestriels et de rapports aux Autorités de marchés financiers. En plus d'affecter la transparence et la crédibilité de l'entreprise, ceci peut avoir pour conséquence de réduire l'information portée à la connaissance des représentants du personnel.

Tous ces éléments sont également majorés quand une entreprise en est à son deuxième, troisième ou quatrième LBO consécutif. Dans ce cas, les éléments négatifs semblent même l'emporter sur les éléments positifs.

UN NOUVEL ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE MOINS FAVORABLE AUX LBO

118

Au cours des cinq dernières années, deux phénomènes ont porté le développement des LBO :

- 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).

Mais la crise financière qui s'est déclenchée à la suite de la crise des *subprimes* aux États-Unis en août 2007 pourrait fortement changer le paysage financier. En effet, les LBO sont une nouvelle forme d'intermédiation des banques dans le financement des entreprises. Comme on l'a vu, le LBO repose sur l'effet de levier : les fonds d'investissement mettent en général 20 % de la valeur de l'entreprise, tandis que les banques prêtent les 80 % restants. C'est alors la différence entre la rentabilité de l'entreprise et le taux d'intérêt du prêt bancaire qui permet le remboursement du prêt et la sortie du fond avec un profit au bout de trois à cinq ans.

La crise des *subprimes* a largement ébranlé la solidité des banques.

Celles-ci se retrouvent à devoir faire face à des dépréciations d'actifs. Elles doivent donc provisionner des sommes importantes face à ces dépréciations et se soucier d'équilibrer leurs réserves obligatoires. À ce titre, elles sont tentées de réduire les prêts aux particuliers (immobilier) tout comme aux entreprises (investissement et LBO). Or, tout le mécanisme du LBO repose sur l'endettement qui permet l'effet de levier. On note d'ailleurs que les gros LBO ne font plus la une de l'actualité depuis plus d'un an. Ceci pourrait attester de difficultés de trésorerie et d'accès à l'endettement.

Au-delà du rationnement du crédit (*credit crunch*), les banques sont amenées à resserrer les conditions de crédit. Les taux interbancaires ont fortement grimpé depuis les *subprimes* et donc les taux des crédits aux fonds LBO ont certainement augmenté aussi. Cela diminue alors les possibilités de LBO rentables car l'écart entre la rentabilité de l'entreprise cible et le taux d'intérêt en banque se réduit.

La crise financière pourrait enfin ajouter un élément supplémentaire négatif pour les LBO : une réglementation des fonds d'investissement. En effet, le secrétaire d'État au Trésor américain a déjà proposé que la Banque centrale américaine, la Fed, puisse surveiller les fonds d'investissement dès lors qu'ils ont un impact sur la stabilité du système monétaire. Cet élément de contrôle pourrait à terme dissuader les investisseurs, qui retrouveraient alors une régulation carcan qu'ils avaient fuie en quittant les marchés boursiers traditionnels.

De plus, le marché pourrait fort bien se rendre compte que la rentabilité des investissements dans le *private equity* n'est pas aussi assurée qu'il n'y paraît. Les bons coups juteux étaient ceux du début, et après plusieurs LBO successifs, l'entreprise cible ne peut plus donner suffisamment de cash supplémentaire pour rentabiliser l'opération. Une sorte de « bulle spéculative » a très bien pu se former dans le cas de LBO successifs qui mènent à surévaluer la valeur finale de l'entreprise. Enfin, à très long terme, des chercheurs montrent que la rentabilité n'est pas meilleure que celle du côté en Bourse !

Tous ces éléments jouent actuellement en défaveur du développement des LBO. Néanmoins, les conséquences sociales de ces derniers sont encore actives sur les entreprises qui en ont été la cible ces dernières années. Pour la CFDT, le noeud du problème réside particulièrement dans la nouvelle forme de rapport salarial qui en découle.

LES LBO ET LEURS CONSÉQUENCES SUR LE RAPPORT SALARIAL

Comme on l'a vu précédemment, une des conséquences des LBO est de modifier l'environnement du travail pour les salariés. Ceci

constitue une modification du partage de la valeur ajoutée et des relations entre salariés et dirigeants.

*Premier aspect du nouveau conflit entre capital et travail :
la financiarisation de l'économie et plus encore les LBO
déforment le partage de la valeur ajoutée entre capital et travail,
en faveur du capital*

Le nouveau capitalisme financier donne davantage aux investisseurs la possibilité de sortir du capital des entreprises dans lesquelles ils investissent. Dotés d'une meilleure option de sortie, les investisseurs peuvent exiger une plus grosse part du gâteau : les salaires stagnent et les dividendes montent. De plus les salariés ne sont pas intéressés au résultat de l'entreprise imposé par le nouvel actionnaire.

Deuxième aspect : les entreprises sont davantage exposées au risque

Les travailleurs ne peuvent pas s'en protéger comme le font les investisseurs (couverture du risque), et souffrent d'une surexposition de leur capital humain aux aléas subis par leur employeur. On l'a vu auparavant au travers du risque de rupture du contrat implicite et réel de travail du salarié.

120

*Troisième aspect : les salariés se trouvent confrontés à un duo
entre actionnaires et dirigeants*

En effet, les LBO intéressent les dirigeants aux résultats de l'entreprise et à sa revente finale. En ce sens, ils créent ce que certains appellent un « alignement d'intérêts » des dirigeants sur ceux des actionnaires. Par ce biais, la vision actionnariale de l'entreprise gagne encore plus de force. Les dirigeants et les actionnaires partagent une même vision de l'entreprise. Enfin, les dirigeants peuvent ne pas être en mesure de répondre aux demandes des salariés car les nouveaux actionnaires de l'entreprise la dirigent plus que ses dirigeants. Alors que les salariés étaient jusque-là confrontés aux dirigeants, les salariés font face à une collusion d'intérêt entre dirigeants et actionnaires qui se double d'une limitation d'action des dirigeants. Ceux-ci, interlocuteurs traditionnels des instances de représentation du personnel, ne peuvent dorénavant répondre aux demandes des salariés.

*Quatrième aspect : les dirigeants dépendent d'actionnaires
qui peuvent être loin de l'entreprise*

Les centres de décision s'éloignent puisque les actionnaires, les fonds d'investissement décident de la marche de l'entreprise et de ses objectifs de rentabilité. Les dirigeants qui rencontrent les représen-

tants du personnel perdent ce rôle. 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. Les instances représentatives du personnel n'ont plus de réelles contreparties face à elles, les actionnaires pouvant être dans d'autres pays. Connaître l'identité même des actionnaires est souvent rendu difficile par les dirigeants eux-mêmes qui cachent ces informations aux représentants du personnel. Pourtant, on l'a vu précédemment, le projet industriel est dicté par les actionnaires (et les banques).

Les LBO sont un véritable accélérateur de ce nouveau rapport salarial où un troisième acteur, l'actionnaire, impose sa vision de l'entreprise. Cette nouvelle confrontation des logiques nécessite un profond renouvellement des modes d'action des représentants du personnel qui peuvent être pris au dépourvu. Ils nécessitent aussi une refonte des modes de régulation du rapport salarial : ils devraient permettre aux actionnaires de rencontrer les salariés. Bien entendu, ces réalités ne s'appliquent pas que dans les cas des LBO. Toute la financiarisation de l'économie que nous évoquons au début de cet article entraîne des conséquences assez similaires. Elle se répercute enfin bien au-delà des limites juridiques de l'entreprise ciblée par un LBO : elle se propage également chez les sous-traitants, à travers toute la chaîne de production, qui sont à leur tour chargés de trouver des sources de productivité supplémentaires.

121

UN DÉBUT DE RÉPONSE SYNDICALE : DÉVELOPPER LA RSE

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 pourcentages 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 qu'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.

Au-delà de ce rappel important, les LBO imposent une réflexion globale sur les modes d'intervention des représentants du personnel. La CFDT a commencé à mener cette réflexion il y a plusieurs années. À son congrès de Grenoble (2006), elle a notamment fait référence

au « poids de la capitalisation boursière et de l'internationalisation financière qui ne fait que croître » et « se caractérise principalement par une compression du coût du travail et du pouvoir d'achat ». Pour la CFDT, « la responsabilité sociale des entreprises (RSE) resitue le salarié au centre des préoccupations et permet d'interpeller les entreprises [...] sur leurs comportements dans une approche sociétale ».

Aujourd'hui, pour faire face au développement des LBO et sensibiliser les fonds aux conséquences de leurs actions sur les entreprises et les salariés, plusieurs pistes de réponse sont possibles :

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. Ceci peut faire l'objet d'une demande de législation spécifique auprès des autorités nationales (rôle des instances représentatives du personnel, dont le comité d'entreprise) ou européennes (rôle du comité d'entreprise européen) ; ou bien encore être l'objet d'une sensibilisation des représentants des fonds d'investissement opérant en France.

122

Engager une démarche pour que les fonds d'investissement répondent à une logique « socialement responsable »

Les différents fonds doivent être incités à se soumettre à une notation extra-financière. C'est aussi par ce biais que nous parviendrons à changer la vision des fonds sur les entreprises ciblées des LBO. Ceci les portera alors à avoir une vision plus globale de l'entreprise, intégrant sa responsabilité sociale et environnementale. Ceci rejoint l'objectif de 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.

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 des portefeuilles d'investissement socialement responsables, vers des entreprises qui acceptent de se faire noter sur leur comportement social. Il

s'agit également dans cette orientation d'éviter que les salariés aient leur épargne salariale placée en actions de leur propre entreprise. Ils s'exposeraient alors au double risque de perdre leur emploi et leur épargne au cas où leur entreprise ferait faillite. C'est aussi pour cela que la CFDT n'est pas favorable à ce que les salariés des entreprises sous LBO soient rémunérés en actions de leur entreprise. Un fonds commun de placement abondé par leur entreprise paraît plus indiqué.

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 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. Enfin, il conviendrait également de responsabiliser davantage les banques dans leurs prêts aux LBO. 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 des *subprimes* de l'été 2007 confirme cette exigence.

Les LBO ne sont cependant pas un seul problème français. C'est pourquoi les organisations internationales syndicales se sont saisies du sujet : la Confédération syndicale internationale (CSI) a déjà publié un rapport au sujet de la financiarisation début 2007, de même que la Commission syndicale consultative auprès de l'OCDE (TUAC) a régulièrement interpellé l'OCDE et le G8 sur la nécessité de réguler la mondialisation financière. Les organisations internationales relèvent les mêmes problèmes que la CFDT et critiquent également les incitations fiscales et réglementaires (qui pourraient évoluer).

Du côté européen, la CES a demandé à la Commission européenne d'étudier le rôle des agences de notation, des banques, les marchés dérivés et la réglementation. Le Parlement européen a été sensibilisé par la CES et le TUAC, ainsi que la Chambre des représentants des États-Unis. D'ailleurs, le Parlement européen pourrait adopter rapidement une résolution demandant une proposition de réglementation financière européenne à l'occasion de la crise des *subprimes*.

À moyen terme, il ne faut pas négliger le fait que le système financier a toujours cherché à contourner les règles imposées par les gouvernements. Les LBO peuvent d'ailleurs être lus dans ces conditions comme un contournement du durcissement de la réglementation relative à la transparence de l'information des entreprises cotées après les faillites Enron et Parmalat. Il ne serait pas étonnant que si les LBO venaient à être davantage régulés, la finance mondiale inventerait de nouveaux instruments. C'est pourquoi une approche sur

la responsabilité sociale des entreprises et des investissements financiers est éminemment plus efficace. La CFDT est néanmoins consciente qu'elle ne produira pas d'effets immédiats...

BIBLIOGRAPHIE

- ARTUS P. et VIRARD M.-P. (2008), « Globalisation, le pire est à venir », La Découverte, juin.
- BONNAND G. et KARVAR A. (2007), « Économie de marché, finance mondialisée et syndicalisme », *La Revue de la CFDT* n°85, septembre/octobre.
- GLACHANT J., LORENZI J.-H. et TRAINAR P. (2008), « *Private equity* et capitalisme français », Rapport du Conseil d'analyse économique.
- LORENZI J.-H. (2008), *La guerre des capitalismes aura lieu*. Coll. Le Cercle des économistes, éd. Perrin.
- THESMAR D. et THÉNING M. (2007), « Financiarisation de l'économie : partage de la valeur ajoutée ou partage du risque ? », *INSEE Méthodes* n°118, octobre.