

la  
cgt

# Note économique

*N° 107*  
*février 2007*

---

**LBO**  
**UNE NOUVELLE TECHNIQUE FINANCIERE**  
**QUI MENACE L'EMPLOI ET**  
**L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF**

**CCEES**

Centre confédéral d'études économiques et sociales

## S O M M A I R E

<b>La montée en puissance des LBO.....</b>	<b>3</b>	<b>Les pertes de recettes fiscales.....</b>	<b>8</b>
<b>L'explosion des LBO à l'échelle mondiale .....</b>	<b>3</b>	<b>Le risque de remontées des taux d'intérêt .....</b>	<b>8</b>
<b>Le capital investissement en France.....</b>	<b>3</b>	<b>Une bulle spéculative .....</b>	<b>8</b>
<b>Un LBO : comment ça marche ? .....</b>	<b>4</b>	<b>La reprise d'entreprise par leurs salariés : pistes de réflexion syndicale.....</b>	<b>9</b>
<b>Le levier d'endettement.....</b>	<b>4</b>	<b>Transférer l'entreprise à l'ensemble des salariés.....</b>	<b>9</b>
<b>Racheter une entreprise avec ses bénéfices futurs.....</b>	<b>4</b>	<b>L'actionnariat salarié et ses inconvénients.....</b>	<b>10</b>
<b>Un système qui repose sur un endettement long, voire indéfini.....</b>	<b>6</b>	<b>Associer les salariés à l'ensemble du projet est vital.....</b>	<b>10</b>
<b>Les conséquences des LBO .....</b>	<b>7</b>	<b>Des financements accompagnant l'entreprise dans la durée.....</b>	<b>10</b>
<b>L'emploi et les salaires .....</b>	<b>7</b>	<b>La place des fonds pour l'emploi et le développement solidaire des territoires que propose la Cgt.....</b>	<b>11</b>
<b>L'investissement productif .....</b>	<b>7</b>		
<b>Une perte de droits d'intervention pour les salariés .....</b>	<b>7</b>		

La presse abonde de nouvelles concernant les rachats d'entreprises par endettement (LBO pour leveraged buy out). Tout récemment, elle se faisait l'écho du plus gros LBO de l'histoire. Le fonds KKR, l'un des fonds de LBO les plus connus (qui a par exemple réalisé l'opération de reprise de Pages jaunes en France), projetait le rachat de l'énergéticien texan TXU pour près de 45 milliards de dollars (environ 34 milliards d'euros), l'une des plus grandes entreprises de production et de distribution d'énergie électrique américaine, possédant le plus grand nombre de centrales électriques du Texas (dont une nucléaire), ainsi que plusieurs mines de charbon à ciel ouvert.

Pages jaunes, CEGELEC, Picard, Courtepaille, Vivarte, TDF, Le Printemps, UPC-Noos, Legrand, Yoplait ... La liste est longue des entreprises passées sous LBO au cours des années récentes. Et derrière les opérations les plus médiatisées se cache la liste d'entreprises de taille moyenne qui ont été reprises par des fonds d'investissement depuis le début de la décennie.

Mais qu'est-ce qu'un LBO ? Ce sigle signifie « leveraged buy out », ce qui se traduit littéralement par « rachat d'entreprise avec effet de levier ». Il s'agit d'une technique financière par laquelle un fonds d'investissement rachète une entreprise en se finançant principalement (à hauteur de 75 % à 90 %) par endettement, ce financement par endettement permettant de réaliser un taux de profit supérieur à celui qu'il aurait obtenu s'il avait financé intégralement son acquisition en cash. Cette technique est connue comme « levier d'endettement ». Elle est largement utilisée par les fonds d'investissement, avec des conséquences graves pour l'emploi et l'investissement des entreprises. D'après l'association professionnelle du capital investissement, l'AFIC<sup>1</sup>, environ 9 % des salariés du secteur privé travailleraient dans des entreprises détenues par des fonds de capital investissement.

La compréhension de l'ampleur du phénomène et des conséquences négatives de cette technique est indispensable pour esquisser des propositions alternatives.

---

<sup>1</sup> Association française des investisseurs en capital

## La montée en puissance des LBO

### L'explosion des LBO à l'échelle mondiale

Depuis le krach de la Nouvelle économie du premier trimestre 2000, les fonds de *private equity*<sup>2</sup> (dont les fonds de LBO constituent la dimension la plus spectaculaire) ont connu une croissance inexorable, au point qu'il n'est pas interdit de voir dans leur développement une transformation majeure du capitalisme globalisé.

A l'échelle mondiale, les opérations réalisées par ces fonds ont dépassé 300 milliards de dollars en 2005 et devraient représenter près de 600 milliards de dollars en 2006, d'après les chiffres du cabinet Dealogic. Compte tenu des fonds levés ces dernières années, et de leurs capacités d'endettement, leur force de frappe pourrait atteindre 2.000 Mds.

Ainsi, le principal fonds américain Texas Pacific Group aurait réalisé en 2006 des opérations d'un montant total supérieur à 100 milliards de dollars (77 milliards d'euros) dette incluse, pour un montant moyen de 5,9 milliards de dollars par opération. Depuis janvier 2006, le fonds KKR a réalisé lui aussi des opérations représentant 92 milliards de dollars exactement dont Pages Jaunes, le groupe de santé américain HCA et la division de Philips semi-conducteurs.

En 2006, Blackstone et Texas Pacific ont levé des fonds de plus de 15 milliards de dollars, dette comprise, pour des opérations individuelles.

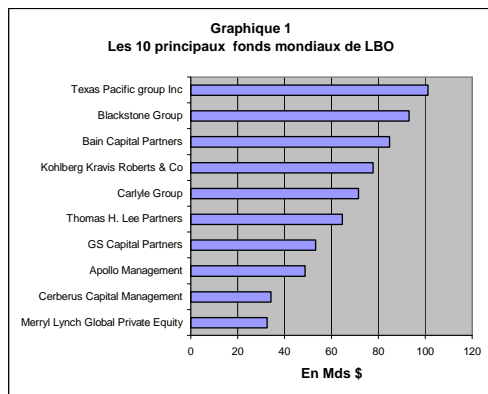
Il apparaît à la lecture du graphique 1 que pour l'instant aucun opérateur européen ne figure parmi les 10 plus grandes firmes de LBO.

### Le capital investissement en France

Selon les données fournies par l'AFIC, le montant total des opérations réalisées par des entreprises adhérentes à l'AFIC, tant en France qu'à l'étranger, s'est élevé, tout compris, à 8,1 milliards d'euros en 2005. Les opérations de LBO représentent 6,3 milliards d'euros, soit 78 % du total.

---

<sup>2</sup> *Private equity* se traduit aujourd'hui par *capitalisme professionnel* ; on disait auparavant souvent gestion privée.



La France se classe à la seconde place en Europe, derrière le Royaume Uni.

Les capitaux levés par les structures de capital investissement s'élevèrent à 12 milliards d'euros, dont les 2/3 ont vocation à être investis dans les LBO.

Ces investissements sont en forte croissance. L'année 2005 correspond à un point haut historique : par rapport à 2004, la croissance des investissements en LBO est de 70 % ; elle est de 40 % par rapport au précédent record de 2002. Et les investissements réalisés en 2005 représentent en euros courants près de 25 fois ceux réalisés en 1995<sup>3</sup>.

## Un LBO : comment ça marche ?

La technique du LBO est fondée sur un mécanisme très simple, dénommé levier d'endettement, qui permet d'assurer une rentabilité plus élevée que celle garantie par les marchés financiers.

### Le levier d'endettement

Il est courant de distinguer rentabilité économique et rentabilité financière.

Rappelons leur définition

**Rentabilité économique** = résultat opérationnel<sup>4</sup>/capitaux investis (immobilisations + besoins en fonds de roulement<sup>5</sup>).

<sup>3</sup> Ces données correspondent aux investissements en fonds propres des fonds de private equity adhérents à l'AFIC. Le montant total des opérations (incluant le financement par endettement est au moins quadruple de ce montant.

<sup>4</sup> En comptabilité française, cela correspond à l'excédent brut d'exploitation (EBE ou profit brut). Du fait de la prégnance des normes comptables anglo-saxonnes, on fait souvent référence à l'*EBITDA* (earnings before interests, taxes,

**Rentabilité financière** = résultat net/capitaux propres.

Si l'entreprise n'est pas endettée, les 2 ratios sont équivalents :

Soit une entreprise qui a 100 millions d'euros de capitaux propres investis et qui réalise 15 millions d'euros de résultat.

Sa rentabilité économique égale sa rentabilité financière = (15/100 soit 15 %) car elle n'a pas de dette.

En revanche, si l'entreprise s'endette, elle a toujours 100 de capitaux investis, mais elle les a financés en partie par endettement. Par exemple 50M€ de crédits bancaires au taux de 5 % l'an, et 50M€ de capitaux propres.

La rentabilité économique est toujours de 15 % = 15/Capitaux investis = 15/100.

Mais la rentabilité financière est différente : le résultat net n'est plus de 15, mais de 15 – intérêts (5 % de 50, soit 2,5) = 12,5

La rentabilité financière est alors de 12,5/50 (montant des capitaux propres) soit 25 % au lieu de 15 %.

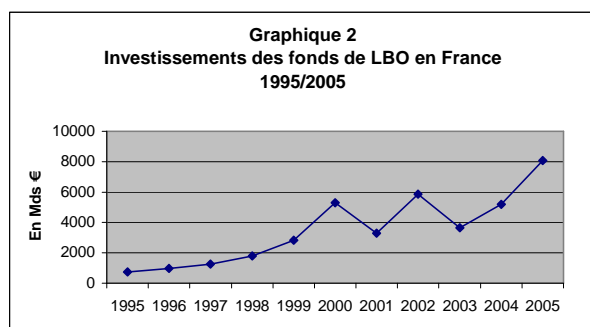
## Racheter une entreprise avec ses bénéfices futurs

*Premier exemple* : M. De Maesmaker prend sa retraite et veut vendre son entreprise à ses cadres supérieurs

M. de Maesmaker veut prendre sa retraite. Il est à la tête d'une entreprise prospère, qui vaut 100 millions d'euros, et dont l'EBE est de 12,5 Millions d'euros, avec une perspective de croissance de 10 % par an. Cette entreprise n'est pas endettée. M. de Maesmaker veut vendre son entreprise à ses 20 principaux cadres supérieurs. Il s'agit d'un LMBO (leveraged management buy out : rachat d'une entreprise par la direction).

depreciation and amortization), qui correspond approximativement à l'EBE.

<sup>5</sup> Le besoin en fonds de roulement = stocks + créances clients – dettes fournisseurs. Il est généralement positif sauf dans des activités comme la grande distribution où les clients paient comptant, tandis que les hypermarchés imposent des délais de paiement parfois très longs à leurs fournisseurs.



Les principaux cadres n'ont pas les ressources nécessaires.

Ils recourent aux services d'un fonds de LBO.

Celui-ci va monter une société holding, destinée à racheter l'entreprise de M. de Maesmaker.

Cette holding sera dotée de 15 millions d'euros, 14,1 millions d'euros apportés par le fonds de LBO et 0,9 millions d'euros apportés par les cadres (cela ne fait plus que 45.000 euros par personne).

Les 85 millions d'euros restants seront empruntés aux banques, par exemple au taux de 5.

Les profits futurs vont donc servir à payer les intérêts du prêt.

Au bout de 4 ou 5 ans, le fonds va revendre l'entreprise à un autre fonds d'investissement, avec une plus-value coquette<sup>6</sup>. Les cadres qui sont partie prenante à l'opération vont également vendre leur part, ce qui leur rapporte de l'argent. Mais ce n'est pas nécessairement, comme on va le voir, le cas des autres salariés.

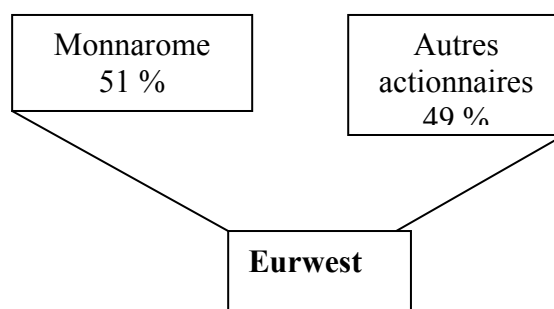
La revue Challenges du 22 février 2007 donne quelques exemples de la fortune rapide de managers : 20 millions d'euros de patrimoine pour Stéphane Richard, ex PDG de Nexity (un promoteur immobilier ex filiale de Vivendi), 45 millions d'euros pour Anvalary Jiva, patron d'une entreprise qui produit des logiciels, 12 millions d'euros pour Jean-Luc Bret, PDG de La croissanterie....

*Deuxième exemple : le groupe Monnarome veut vendre une filiale cotée en bourse pour dégager des liquidités*

<sup>6</sup> Les fonds recherchent en général un doublement de la valeur de l'entreprise en 4 ou 5 ans, ce qui implique de doubler le résultat opérationnel sur la même période.

Le groupe Monnarome, spécialisé dans l'agro-alimentaire haut de gamme, veut se débarrasser de sa filiale de restauration collective Eurwest, cotée en bourse, pour dégager des liquidités. La maison mère en détient 51 %, le reste étant détenu par d'autres actionnaires. L'entreprise n'est pas endettée. Sa capitalisation boursière, c'est-à-dire la valeur de ses actions multipliée par leur nombre, est de 1 Md€, et son ROE de 15 %.

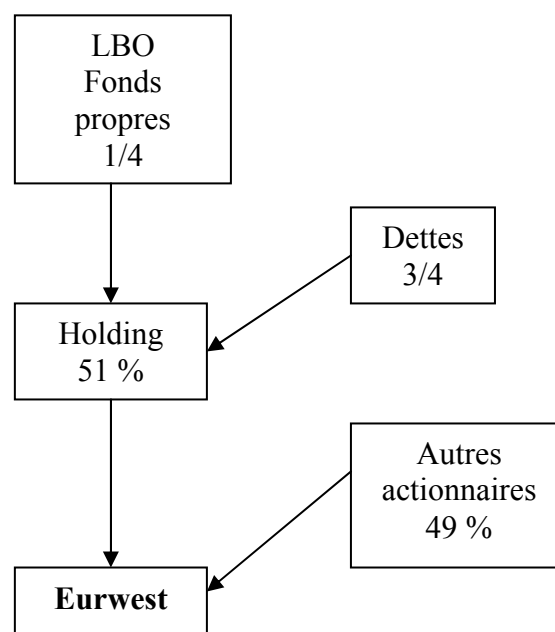
#### Situation actuelle



Un fonds d'investissement se présente. Il rachète la participation de Monnarome, qu'il va financer pour 1/4 en fonds propres, et 3/4 par endettement.

A cette fin, une holding est constituée.

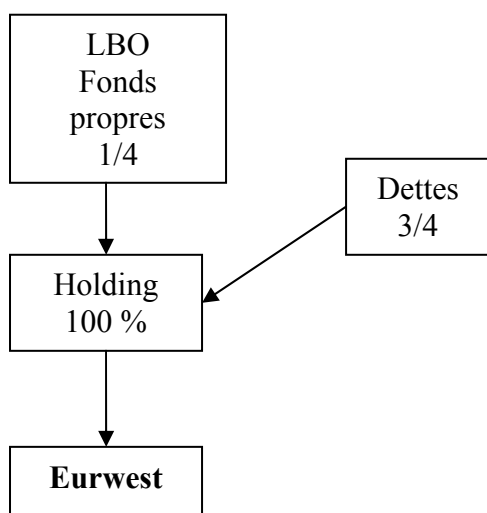
#### Situation après le LBO



En général, le fonds va chercher à sortir de la bourse. Pour ce faire, il va déposer auprès de

l'Autorité es marchés financiers une offre publique de retrait, l'objectif étant de sortir l'entreprise de la bourse afin de s'approprier toutes les actions et d'améliorer davantage les bénéfices de l'opération. Pour attirer les actionnaires, il va proposer une prime (par exemple 0,5 euros par action). S'il récupère au moins 95 % du capital, il versera la prime de 0,5 euros par action, y compris à Monnarome. S'il récupère moins de 95 %, l'entreprise reste cotée en bourse, mais il n'a pas à verser la prime.

### Situation finale



Soulignons que l'une des conséquences de cette opération est la perte de recettes fiscales pour l'Etat. En effet, les charges d'intérêts grèvent le résultat de la société, qui paie moins d'impôts.

Ainsi, dans notre exemple, l'entreprise avait un ROE de 15 %, correspondant à un résultat avant impôts de 22,5 %. Donc, avec 1Md€ de fonds propres, elle avait un résultat courant avant impôts de 225 millions d'euros et un résultat net de 150 millions d'euros.

Le tableau ci-dessous permet de mesurer les conséquences de cette opération.

	Avant LBO	Après LBO
Fonds propres	1 000,0	250,0
Dettes	0,0	750,0
EBE	225,0	225,0
Charges financières	0,0	37,5 <sup>7</sup>
Résultat avant impôts	225,0	187,5
Impôt sur les bénéfices	75,0	62,5
ROE	150,0	125,0
Taux de retour sur investissement (ROE)	15,0 %	50,0 %

Comme l'entreprise paye maintenant des charges financières, son résultat courant avant impôts diminue de 37,5 millions d'euros (nous avons supposé un taux d'intérêt de 5 %). La perte de recettes pour l'Etat est de 12,5 millions d'euros (1/3 des 37,5 millions d'euros de charges d'intérêts). Par contre, le ROE augmente fortement.

Comme dans l'opération précédente, le fonds revend l'entreprise au bout de quelques années avec sa dette et en réalisant une plus-value importante.

### Un système qui repose sur un endettement long, voire indéfini

Ainsi qu'on l'a vu, le levier d'endettement est la clef du système. Le fonds va rechercher l'effet de levier maximal, et donc va aller au plafond de l'endettement autorisé.

Pour maximiser cet effet, l'endettement sera très long, et à la limite le montant de la dette ne baissera pas.

Par exemple, pour une entreprise qui affiche actuellement un ratio dette/EBITDA de 4, le seul fait d'accroître l'EBITDA au rythme de 10 % par an va permettre de faire passer le ratio dette/EBITDA à 3, sans rembourser sa dette.

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4
EBITDA	100,0	110,0	121,0	133,1
Dette nette	400,0	400,0	400,0	400,0
Dette/EBITDA	4,0	3,6	3,3	3,0

Pour réaliser cet objectif, le fonds va mobiliser tous les montages financiers possibles.

<sup>7</sup> 750 x 5 % = 37,5

## Les conséquences des LBO

A entendre leurs thuriféraires, les LBO ne présenteraient que des avantages. Ils seraient facteurs de croissance économique et d'emplois, en mettant les actifs de l'entreprise « sous tension ». Ainsi, une étude réalisée dans l'université de Birmingham et portant sur 1.500 entreprises fait état d'une perte en emplois la première année, suivie de hausses continues les années suivantes<sup>8</sup>

La réalité est très différente. Si les LBO exercent assurément un effet bénéfique pour les financiers et les spéculateurs, pour les opérateurs de LBO qui perçoivent une coquette rémunération ou pour les cadres dirigeants des entreprises cibles dont le patrimoine connaît une hausse exponentielle, il n'en est pas de même pour les salariés des entreprises sous LBO.

Les LBO ont 5 effets négatifs principaux.

### L'emploi et les salaires

L'objectif des LBO est selon ses défenseurs de *mettre l'entreprise sous tension* dans la gestion de ses dépenses et de ses investissements. C'est le « *pouvoir disciplinaire* » de la dette.

Les fonds de LBO fixent donc aux dirigeants de l'entreprise l'objectif de diminuer le plus possible les coûts de l'entreprise. Les mesures dites de rationalisation comme la diminution du besoin en fonds de roulement en travaillant de plus en plus à flux tendus pour diminuer les stocks, ou en raccourcissant les délais de paiement des clients, atteignent vite leurs limites. Il faut très rapidement tailler dans le vif en « dégraissant » les effectifs et en pesant sur les salaires. Et cette pression est d'autant plus forte que les durées d'investissement sont de plus en plus courtes, les fonds revendant l'entreprise à un autre opérateur (LBO secondaire, tertiaire etc.). Cette stratégie exerce donc un effet négatif sur l'emploi, accompagné d'un effet sur les salaires. Prenons l'exemple de l'entreprise de surgelés Picard, sous LBO depuis 2000. Comme l'explique Boris Merlino, délégué CGT<sup>9</sup> : « *Quand je suis entré en 2000 au plus bas de l'échelle, j'étais payé 190 euros au-dessus du SMIC. J'ai progressé de plusieurs échelons, et mon salaire ne dépasse*

*plus le SMIC que de 15 euros* ». Pendant ce temps, le chiffre d'affaires de la firme a crû à un rythme de 10 % par an.

### L'investissement productif

On démontre en théorie que plus le taux de rendement exigé d'un investissement est élevé, plus le retour sur investissement doit être court. Actuellement, les fonds de « *private equity* » procurent, selon l'AFIC, un TRI<sup>10</sup> de 26 %, quand le rendement de la bourse est de 15 %. Dans le calcul de ce TRI, un élément essentiel est la durée requise pour qu'un fonds double sa mise initiale. Il faut un TRI de 15 % par an sur 5 ans pour réaliser cet objectif, 26 % sur 3 ans et 41 % sur 2 ans. Et comme les fonds de LBO payent de plus en plus cher leurs acquisitions, il faut qu'ils sortent de plus en plus vite pour tenir leurs objectifs de rentabilité.

Dans ces conditions, il est aisé de comprendre que les LBO vont à l'encontre de l'investissement. Ils recherchent des cash-flows les plus élevés possibles et se désintéressent de l'avenir long terme de l'entreprise. C'est tout le contraire de ce que requiert la pérennité à long terme de l'entreprise, qui implique de se projeter dans la durée. Si l'objectif est de sortir au bout de 4 ou 5 ans, pourquoi se préoccuper de réaliser des investissements productifs dont l'effet ne se manifesterait que dans plusieurs années et qui peuvent peser les premières années sur la rentabilité de l'entreprise ? L'exemple typique de ce problème est la recherche-développement dont les effets ne sont souvent visibles qu'au bout de plusieurs années. Mais une entreprise qui réalise des efforts insuffisants en R&D peut voir sa position fragilisée, surtout si l'innovation est un facteur concurrentiel important (le médicament par exemple).

### Une perte de droits d'intervention pour les salariés

Dans un LBO, le fonds d'investissement garde le management de l'entreprise. Celui-ci est de fait dessaisi de son attribution la plus importante : la définition de la stratégie de l'entreprise : quels produits, quels marchés, quelle implantation géographique, quelle

<sup>8</sup> La Tribune 1<sup>er</sup> mars 2007

<sup>9</sup> Cité par Challenges du 22 février 2007

<sup>10</sup> Taux de rendement interne : c'est la mesure de la rentabilité d'un investissement

stratégie financière ? Tous ces éléments ont été définis par le fonds d'investissement au moment de la reprise. En particulier, le business plan a servi de base au montage financier du LBO.

Pour les salariés, c'est pire.

Par définition, les salariés sont exclus de la décision de recourir au LBO, car celle-ci implique la plus grande confidentialité, même dans le cas de la reprise par les cadres dirigeants (LMBO). Les contacts entre le propriétaire de l'entreprise et les dirigeants se font dans la plus grande discrétion, les 2 parties signant même en général un engagement de confidentialité.

Par conséquent, les institutions représentatives du personnel ne sont informées et consultées que quand l'opération est conclue.

Une fois l'opération conclue, tous les pouvoirs de décision sont transférés à la holding, dont par définition les salariés sont exclus.

Supposons par exemple que l'entreprise rachetée avait des administrateurs salariés. Ces derniers n'ont plus aucun pouvoir, puisque tout se passe au niveau de la holding.

Quant aux attributions du CE, elles perdent beaucoup de substance, puisque les dirigeants ne sont plus que des exécutants des décisions prises dans la holding, dans laquelle ils sont au mieux minoritaires (même s'ils sont financièrement intéressés à la réalisation des objectifs financiers).

### **Les pertes de recettes fiscales**

Enfin, le dernier problème posé par les LBO est la perte de recettes fiscales qu'il occasionne à l'Etat.

La principale est celle de l'impôt sur les sociétés. Le mécanisme du LBO est basé sur la substitution de dettes, qui constituent une charge pour l'entreprise (et viennent donc diminuer le résultat imposable), à des dividendes qui ont supporté l'impôt sur les sociétés, sans compter tous les aspects d'optimisation fiscale examinés lors du montage du LBO.

A cela s'ajoute la question de l'imposition des plus-values. Plus le régime d'imposition des plus-values est favorable, plus on encourage les LBO. C'est précisément ce qu'a fait le

gouvernement français en décidant que les plus-values des LBO seraient progressivement exonérées de l'impôt sur les plus-values à partir de 2007.

### **Le risque de remontée des taux d'intérêt**

Tous les observateurs du phénomène le reconnaissent, la vogue des LBO est due au niveau historiquement bas des taux d'intérêt, qui permet de maximiser l'effet de levier.

Une remontée des taux d'intérêt aurait des conséquences considérables pour les entreprises sous LBO, car les montages de LBO reposent en général sur des taux variables. En cas de remontée des taux d'intérêt, les charges d'endettement pourraient augmenter très rapidement, déséquilibrant les plans de financement, risquant de conduire à la faillite les entreprises concernées, et par suite occasionnant des pertes importantes aux prêteurs. Or, la probabilité d'une remontée des taux d'intérêt, notamment sur les marchés obligataires est actuellement élevée.

### **Une bulle spéculative**

D'une part, il faut rappeler que derrière de gigantesques opérations médiatisées portant sur des milliards de dollars, ils y a des centaines d'opérations beaucoup plus modestes portant sur quelques millions d'Euros. Ces dernières constituent l'essentiel des montages des fonds français adhérents à l'AFIC.

La 2<sup>ème</sup> est plus importante. ainsi La vogue actuelle des LBO présente toutes les caractéristiques d'une bulle spéculative comme celle de l'immobilier des années 90 ou la bulle Internet de la fin des années 90.

La cible type d'un LBO est une entreprise mature, rentable mais ne connaissant pas nécessairement une croissance rapide, procurant des revenus récurrents et ayant une trésorerie pléthorique. Le nombre d'entreprises présentant ces caractéristiques n'est pas infini. En sens inverse, les grands fonds de LBO sont de plus en plus intéressés par ces opérations.

Cela a plusieurs effets :

- le prix des LBO est de plus en plus élevé, puisqu'il y a de moins en moins de cibles ;
- les « serial LBO » représentent une part croissante des opérations ;



- des entreprises de plus en plus importantes commencent à faire l'objet de LBO.

On retrouve ainsi toutes les caractéristiques de la bulle spéculative, et le risque devient élevé que la bulle crève et qu'on assiste à un krach des LBO, par exemple à la suite de quelques faillites retentissantes, ou d'une remontée brutale et non anticipée des taux d'intérêt.

Eu égard au nombre d'entreprises sous LBO (rappelons que l'AFIC évalue à 9 % la part des salariés du privé travaillant dans une entreprise sous LBO), et de l'engagement croissant des banques dans ces opérations, les conséquences d'un tel krach pourraient être redoutables pour l'emploi et pour la stabilité du système financier.

### **La reprise d'entreprise par leurs salariés : pistes de réflexion syndicale**

Les LBO sont souvent présentés comme le meilleur outil pour permettre la reprise d'entreprises quand l'employeur part à la retraite.

Il convient de prendre très au sérieux cette question.

Plus de 700.000 chefs d'entreprises prendront leur retraite dans les 10 ans à venir<sup>11</sup>. S'il n'est pas possible de trouver une solution à la reprise, de très nombreux emplois seront détruits.

La reprise d'une entreprise par les salariés n'est pas la solution à privilégier dans tous les cas.

En revanche, elle peut constituer une bonne solution dans un certain nombre de situations. Il en est ainsi en particulier des cas où l'employeur veut vendre l'entreprise à un fonds de LBO, soit qu'il parte à la retraite, soit parce qu'il veut vendre une activité qu'il juge non stratégique. Cette solution peut également être proposée pour préserver l'emploi, dans le cas d'une entreprise connaissant des difficultés

<sup>11</sup> La transmission des PME artisanales, commerciales, industrielles et de services Rapport du Conseil économique et social présenté par Mme Villain

passagères mais viable économiquement, mais que les actionnaires refusent de soutenir.

Nous avons identifié dans la partie précédente les effets négatifs des LBO :

- ils ont des conséquences négatives pour l'emploi et les salaires ;
- ils poussent à sous-investir ;
- ils font reculer les droits d'intervention dans la gestion ;
- ils sont dangereux en cas de hausse des taux d'intérêt.

Ce constat aide à chercher des solutions qui :

- permettraient un contrôle des entreprises rachetées par les salariés dans leur ensemble (et non par les seuls cadres dirigeants) ;
- préserveraient l'emploi tout en permettant aux salariés de bénéficier via des augmentations de salaires de la croissance de l'entreprise ;
  - donneraient les moyens à l'entreprise d'investir à hauteur des besoins de sa croissance ;
  - protégeraient l'entreprise en cas de remontée des taux d'intérêt.

A partir de ces considérations, on pourra travailler sur les pistes suivantes.

### **Transférer l'entreprise à l'ensemble des salariés**

Deux techniques semblent pouvoir être mobilisées : la SCOP (société coopérative ouvrière de production) et l'actionnariat salarié.

**La SCOP** est la solution qui paraît la plus séduisante pour associer les salariés au projet de reprise.

- Elle associe l'ensemble des salariés.
- Elle est fondée sur le principe un salarié/une voix quel que soit le nombre de parts sociales détenues par les sociétaires ;
- La rémunération des parts est plafonnée à une certaine proportion du taux des emprunts d'Etat.

## **L'actionnariat salarié et ses inconvénients.**

La technique utilisée est celle des fonds dits de l'art. L214-40 du code monétaire et financier, qui concerne les fonds investis en titres de l'entreprise. Ces fonds sont investis entre 1/3 et 2/3 en titres de l'entreprise, et pour le solde en titres extérieurs à l'entreprise.

Son avantage est de s'inscrire dans l'épargne salariale. En particulier, il peut être financé par la participation<sup>12</sup>, et l'épargne des salariés peut être abondée par l'employeur (jusqu'à 3 fois l'épargne investie dans la limite d'un plafond).

Son inconvénient principal tient à son mode de gouvernance. Si le Conseil de surveillance est élu par les porteurs de parts, chacun dispose d'autant de voix que de parts dans le fonds commun de placement d'entreprise (FCPE). Cela donne un poids plus important aux salariés ayant une forte capacité d'épargne et notamment les cadres dirigeants. Dans la pratique, ces FCPE sont contrôlés, dans les grandes entreprises, par ces derniers.

Cet obstacle peut néanmoins être surmonté. L'accord instituant le plan d'épargne d'entreprise (PEE) peut par exemple prévoir que le Conseil de surveillance sera composé conformément à la représentativité des syndicats dans l'entreprise, ou désigné par le Comité d'entreprise.

Ces considérations nous amènent à émettre des réserves sur l'actionnariat salarié pour la reprise des entreprises.

### **Associer les salariés à l'ensemble du projet est vital**

En tout état de cause, il est vital que les salariés soient associés à l'ensemble du projet de reprise.

Le projet doit être construit très en amont. L'employeur doit anticiper son départ : une reprise, ça se prépare.

---

<sup>12</sup> Rien n'empêche l'employeur qui envisage de céder l'entreprise à ses salariés de conclure un accord de participation dérogatoire comme celui existant depuis les années 80 chez Dassault. Le résultat net est partagé en 3 parts égales : 1/3 pour investir, 1/3 pour les actionnaires et 1/3 pour les salariés via la réserve spéciale de participation.

C'est tout le contraire du LBO, qui est construit dans le secret.

Les représentants des salariés doivent être associés à l'ensemble du projet, le Comité d'entreprise étant le lieu naturel de construction de ce dernier.

Cette solution ne supprime pas la nécessité de s'endetter pour financer la reprise. Dans la majorité des cas, un endettement sera nécessaire, mais il n'est pas obligatoire qu'il soit géré de manière identique au LBO : maximisation de l'effet de levier, recherche d'une valorisation rapide (doubler la valeur de l'entreprise en 4 ou 5 ans) pour sortir au bout de 4 ans.

Le montage financier doit être discuté par le CE préalablement à toute décision, ce qui implique une discussion sur la stratégie de l'entreprise, incluant le business plan.

### **Des financements accompagnant l'entreprise dans la durée**

Il est possible de rompre avec la logique spéculative du LBO tout en pérennisant les entreprises en leur permettant de développer l'emploi. cela implique un comportement différent du système financier. Les banques coopératives et mutualistes et le pôle financier public revendiqué par la CGT pourraient jouer un rôle central.

La principale question est celle d'un accompagnement du développement de l'entreprise dans la durée, à l'opposé de la stratégie des fonds de private equity dont l'ensemble de la stratégie d'investissement est de sortir au bout de quelques années avec une plus-value importante permettant de garantir l'objectif de rentabilité qu'ils se sont fixé à l'avance. Cet objectif est incompatible avec une vraie stratégie industrielle s'inscrivant dans le long terme.

*Le secteur mutualiste et coopératif* pourrait jouer ici un rôle correspondant à ses valeurs. Le Crédit coopératif le fait déjà, dans son domaine de compétence (les coopératives), mais il est de taille relativement restreinte. Des réseaux comme le Crédit Mutuel auraient vocation à proposer des solutions neuves allant dans le sens de ces propositions.

De même, les Caisses d'épargne et les Banques populaires, aujourd'hui alliées dans NATIXIS pourraient contribuer à ce projet. Cela serait plus conforme aux valeurs mutualistes que leur stratégie actuelle, telle qu'elle s'est déployée dans le projet NATIXIS. En même temps, NATIXIS a précisé les outils pour mettre en place des montages financiers allant dans le sens de ce que nous préconisons.

*Un pôle financier public au service de l'intérêt général*, tel que le revendique la CGT aurait un rôle important à jouer.

La CDC, présente depuis le début des années 80 dans le Capital risque, dispose déjà d'une filiale de private equity dénommée CDC Entreprise. Celle-ci reproduit les travers principaux du LBO, par exemple avec CEGELEC. On est en droit d'exiger un comportement différent de la CDC, dont l'une des dimensions est le sens du long terme. L'une des missions de la CDC devrait être d'accompagner les entreprises transmises dans la durée, sur la base de vrais projets industriels, qu'elle a par ailleurs la compétence pour aider à construire et les moyens pour concourir à leur financement.

Une autre composante du pôle public a vocation à accompagner de tels projets, en lien avec la CDC, mais aussi en recourant à des cofinancements avec des banques commerciales ou mutualistes. Il s'agit d'OSEO<sup>13</sup>, dont c'est le cœur de métier.

## **La place des fonds pour l'emploi et le développement solidaire des territoires que propose la CGT**

La CGT revendique de longue date la création de tels fonds régionaux, pour aider le développement des entreprises en cohérence avec le développement des territoires, avec un contrôle des représentants des salariés sur l'emploi des fonds.

La CGT propose que ces fonds soient alimentés par un redéploiement des aides publiques à l'emploi et diverses aides aux entreprises (notamment les cadeaux fiscaux), par des concours du pôle financier public, et par une utilisation des fonds de l'épargne salariale.

Des expériences sont en cours dans plusieurs régions (notamment Rhône-Alpes) pour mettre en place de tels fonds. L'une de leurs missions pourrait être de favoriser ces projets de reprise des entreprises par leurs salariés. ■

---

<sup>13</sup> OSEO résulte de la fusion de la BDPME et de l'ANVAR. Il est censé constituer le « guichet unique » pour le financement des PME.