



**HAL**  
open science

# Remodeler le capitalisme : le jeu profond du Leveraged Buy-Out en France, 2001-2009

Fabien Foureault

► **To cite this version:**

Fabien Foureault. Remodeler le capitalisme : le jeu profond du Leveraged Buy-Out en France, 2001-2009. Sociologie. Institut d'études politiques de paris - Sciences Po, 2014. Français. NNT : 2014IEPP0039 . tel-03510566

**HAL Id: tel-03510566**

**<https://theses.hal.science/tel-03510566>**

Submitted on 4 Jan 2022

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

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

**Institut d'Etudes Politiques de Paris**  
**ECOLE DOCTORALE DE SCIENCES PO**  
**Programme doctoral de sociologie**  
**Centre de Sociologie des Organisations (CNRS/Sciences-Po)**  
**Doctorat en sociologie**

# Remodeler le capitalisme

Le jeu profond du *Leveraged Buy-Out* en France, 2001-2009

Fabien Foureault

*Thèse dirigée par Denis Segrestin, Professeur des universités à l'Institut  
d'Etudes Politiques de Paris*

Soutenue le 12 décembre 2014

Jury :

Mme Valérie BOUSSARD, Professeure des universités, Université Paris Ouest  
Nanterre La Défense, rapporteure

M. Frank DOBBIN, Professeur de sociologie à Harvard University

M. Pierre FRANÇOIS, Directeur de recherche au CNRS, Centre de Sociologie  
des Organisations

M. Antoine REBÉRIOUX, Professeur des universités, Université Paris Diderot  
(Paris 7)

M. Denis SEGRESTIN, Professeur des universités, Institut d'Etudes Politiques  
de Paris

M. Philippe STEINER, Professeur des universités, Université Paris-Sorbonne  
(Paris 4), rapporteur



L'institut d'Etudes Politiques de Paris n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions développées dans cette thèse : ces opinions doivent être considérées comme propre à son auteur et n'engagent que sa seule responsabilité.



## Résumé – Abstract

---

### **Remodeler le capitalisme : le jeu profond du *Leveraged Buy-Out* en France, 2001-2009.**

La thèse interroge les transformations contemporaines du capitalisme français à partir du cas d'une technique d'acquisition de sociétés par endettement nommée *Leveraged Buy-Out* (LBO). Grâce au recueil de matériaux quantitatifs et qualitatifs, la thèse examine les conditions dans lesquelles les banquiers, les investisseurs et les dirigeants d'entreprise mobilisent cette « arme organisationnelle ». Elle pénètre jusque dans l'entreprise pour en évaluer les effets. La thèse se situe d'abord au niveau du champ LBO français puis augmente progressivement la « résolution » de l'analyse. Elle scrute la relation entre investisseurs et dirigeants avant d'examiner un cas exemplaire d'entreprise sous LBO.

En tant qu'arme organisationnelle, le LBO révèle une transformation à la fois étendue et limitée du capitalisme français durant les dernières décennies. L'étendue du changement peut se mesurer à la croissance spectaculaire de ces opérations dans les années 2000 et à l'engouement qu'elles ont suscité dans les milieux d'affaires. Le champ du LBO fait intervenir des acteurs très divers : des familles, des entreprises industrielles, des banques et des compagnies d'assurances, en passant par le ministère des Finances et les organismes publics. Les opérations de LBO s'épanouissent à la fois dans un espace international et sont enracinées dans le tissu local. Elles produisent de la valeur disponible qui permet aux investisseurs et aux dirigeants de constituer des fortunes considérables. Elles accélèrent le processus de destruction créatrice et le processus de rationalisation productive. En mettant en valeur les critères de rentabilité du capital, elles recomposent le pouvoir dans l'entreprise.

Mais le changement comporte aussi des limites significatives. Le déploiement de l'arme organisationnelle a fait l'objet d'une traduction dans le langage du capitalisme français. Elle a fait l'objet d'une appropriation par les banques, trop prudentes, et par les dirigeants, trop méfiants, en vue de leur enrôlement. Le LBO s'est quelque sorte trouvé auto-limité : sa mécanique comporte une fragilité intrinsèque qui peut déboucher sur des faillites d'entreprise et sur des bulles de crédit. La radicalité de l'arme organisationnelle donne lieu à des résistances et des critiques de la part du public, ce qui inhibe les ardeurs des investisseurs. Enfin, les plans de création de valeur peuvent manquer le but recherché car ils s'affrontent à la déstabilisation de l'ordre social d'entreprise due au changement de propriétaire et à l'incertitude sur son attitude future.

Au final, LBO tient son pouvoir paradoxal du fait qu'il contribue à faire bifurquer le capitalisme français loin du « compromis d'après-guerre » tout en conservant les aspects les plus traditionnels de sa structure institutionnelle.

**Mots-clés :** acquisition avec effet de levier ; capitalisme français ; financiarisation ; méthode mixte ; sociologie économique ; valeur actionnariale.

### **Remodelling capitalism: the deep play of *Leveraged Buy-Out* in France, 2001-2009.**

This dissertation deals with the transformations of contemporary French capitalism by analyzing the case of a take-over technique called the *Leveraged Buy-Out* (LBO). Based on both quantitative and qualitative materials, it examines the conditions under which investors, bankers and managers mobilize this “organizational weapon” and penetrates within companies to assess its effects. The dissertation is first situated at the level of the field of LBOs and progressively increases the “resolution” of the analysis to examine the relationship of investors and managers and an exemplary case of an acquired corporation.

As an organizational weapon the LBO reveals both the extent and the limits of the transformation of French capitalism during the last decades. The extent of this transformation can be

measured by the impressive growth of LBOs in France as well as the enthusiasm it has engendered within the business community. The field of LBOs involves a whole range of actors, from families to banks and insurance companies through industrial firms and state organizations. LBOs are present both at the international level and at the local level. They produce value to be captured to build enormous fortunes for shareholders and managers. They accelerate the process of creative destruction and the rationalization of production. By emphasizing the efficiency criterion of profitability, they reconfigure power relations within the firm.

But change also contains significant limits. This organizational weapon had to be translated into the language of French capitalism and had to be appropriated by cautious bankers and suspicious managers. The LBO is somewhat self-limited: its mechanics contains an inherent fragility that can lead to company bankruptcies and credit bubbles. The radicalism of this weapon leads to criticism and recalcitrance from the public which inhibits investors' initiatives. Finally, value creation plans have to survive the destabilization of the corporate order to be effective and create considerable uncertainty towards the future.

In the end, the LBO derives its paradoxical power from it contributing to the bifurcation of French capitalism away from the « post-war compromise » while maintaining its underlying institutional structure.

**Keywords:** economic sociology; financialization; french capitalism; leveraged buy-out; mixed methods; shareholder value.

Centre de Sociologie des Organisations (CNRS/Sciences-Po), 19 Rue Amélie 75007 PARIS.

## Remerciements

---

Mes remerciements vont d'abord aux acteurs qui ont bien voulu m'accorder du temps. Je ne peux malheureusement pas les citer. Je remercie en particulier deux personnes qui m'ont permis d'avoir accès à leurs collaborateurs et leurs collègues. Il s'agit du directeur du développement et de la performance de TechnologieAvancée et d'un directeur de participation d'un grand fond d'investissement français. Je remercie aussi les personnes qui m'ont initialement permis de me retrouver dans le champ et dans la littérature : Nicolas Bédu, Philippe Escande, José Miguel Gaspar et David Thesmar.

Je remercie mon directeur de thèse, Denis Segrestin. J'ai particulièrement apprécié sa lecture « internaliste » de ma thèse, où le lecteur ne s'arrête pas à la critique des points faibles mais accompagne l'auteur dans son processus de maturation intellectuelle. Merci aussi à Pierre François qui, lui aussi, m'accompagne depuis mon mémoire de Master. Je les remercie tous les deux de m'avoir proposé d'étudier l'entreprise TechnologieAvancée, point de départ de ma thèse, dans le cadre de l'éphémère partenariat entre le CSO et Cap Gemini Consulting. Celle-ci n'aurait pas pu s'achever sans de courageux relecteurs. En plus de Denis et Pierre, merci à Pascal Braun, Claire Lemercier et Thomas Reverdy. Je reste responsable de toutes les maladresses, imprécisions et erreurs qui subsistent.

Sciences-Po et le Centre de Sociologie des Organisations m'ont offert un environnement de travail exceptionnel. J'ai bénéficié des discussions informelles avec les chercheurs de la Rue Amélie : Jérôme Aust, Patrick Castel, Jean-Noël Jouzel, Emmanuelle Marchal, Christine Musselin, Etienne Nouguez et Francis Pavé. Au 13U je pense à Léonie Hénaut et Daniel Benamouzig. Au CSO, merci aussi à Stéphanie Dubois, Edith Martine et Martha Zuber. Durant ma thèse j'ai bénéficié d'un séjour à l'Université de Chicago. Je remercie l'Ecole doctorale et le Centre américain de Sciences-Po, ainsi que le Chicago-France Center de l'Université de Chicago. Cette expérience de la « grande ville » m'a beaucoup apporté sur les plans personnels et professionnels. J'ai pu discuter de mon travail avec James Evans, Karin Knorr-Cetina, Ryon Lancaster et John Padgett. J'ai rencontré aussi de nombreux étudiants et doctorants avec qui je me suis lié d'amitié, je pense en particulier à Dimitris Batzilis et à tous les résidents du *4th floor* de l'*International House*. J'ai tiré parti des discussions menées dans le cadre du projet CARFI avec Valérie Boussard, Olivier Godechot



et Sylvain Thine. Merci aux chercheurs qui ont discuté de mon travail lors de séminaires ou de colloques. Je pense en particulier à Alya Guseva, Mark Ebert et François Denord. A l'Université Paris-Dauphine où j'étais ATER pendant deux ans, je remercie Philippe Chanial et Sabine Delzescaux

Un grand merci aux doctorants du CSO. A la Rue Amélie : Julien Barrier, Cécile Wendling et Guillaume Lurton sans qui je n'aurais jamais su nettoyer mes données... Au 13U, merci à : Camille Boubal, Denis Colombi, Hadrien Coutant mon co-auteur, Audrey Petit et David Santana. Un grand merci au meilleur bureau de doctorants, composé d'Alain Abena Tsoungui et Hugo Bertillot, mon compagnon de route !

Merci à tous mes amis. Il est impossible de tous les citer, je me contenterais donc de : Corentin Durand, Mathieu Carmona, Arturo Guéret, Arthur Molines, Julien Morel, Morgan Poyau, Maciek Pozoga, Denis Ramond et Remi Wallon.

A mes grands-parents Renée et Pierre, à mes parents Marie-Christine et François.

*À Sovannra*



# Sommaire

---

<b>Résumé – Abstract .....</b>	<b>5</b>
<b>Remerciements .....</b>	<b>7</b>
<b>Sommaire .....</b>	<b>11</b>
<b>Introduction générale.....</b>	<b>13</b>
<b>Prologue méthodologique .....</b>	<b>39</b>
<b>Chapitre I- Le champ du LBO français .....</b>	<b>49</b>
<b>Chapitre II- Les fonds d'investissement : différenciation et intégration .....</b>	<b>85</b>
<b>Chapitre III- La dynamique du champ d'action, 2001-2009 .....</b>	<b>131</b>
<b>Chapitre IV- Evaluer, valoriser et rationaliser : la logique de l'investisseur .....</b>	<b>203</b>
<b>Chapitre V- La confrontation des logiques et la double rationalisation .....</b>	<b>253</b>
<b>Chapitre VI- L'arme organisationnelle à l'œuvre .....</b>	<b>299</b>
<b>Chapitre VII- La discipline de la dette.....</b>	<b>335</b>
<b>Chapitre VIII- Face à l'incertitude : mobilisation et récalcitrance .....</b>	<b>371</b>
<b>Conclusion générale .....</b>	<b>433</b>
<b>Bibliographie.....</b>	<b>449</b>
<b>Annexes .....</b>	<b>465</b>
<b>Table des matières.....</b>	<b>509</b>
<b>Index des tableaux, figures et encadrés .....</b>	<b>515</b>



## Introduction générale

---

En novembre 2012, le Républicain Mitt Romney se présente à la présidence des Etats-Unis contre Barack Obama. Mitt Romney est un ancien homme d'affaires qui, après des études à la Harvard Business School, a débuté sa carrière dans le conseil en stratégie à la firme Bain & Cie. En 1984, il fonde un des plus grands fonds de *Private Equity* (PE), Bain Capital, avec lequel il se spécialise dans le rachat d'entreprises par la technique du *Leveraged Buy-Out* (LBO)<sup>1</sup>. A l'occasion de l'élection présidentielle, le public américain découvre le monde du PE et des LBO, qu'il avait déjà pu entrevoir au cours des années 1980 avec le mouvement des rachats hostiles de sociétés. Sa candidature suscite un débat public. Qui sont ces « gens des fonds » ? Des entrepreneurs héroïques ou bien des prédateurs sans scrupules ? En quoi consiste leur activité ? A financer la croissance et l'emploi ou bien à dépecer des entreprises et accélérer la désindustrialisation ? Quelles sont leurs motivations ? Contribuer à la prospérité américaine ou bien à l'enrichissement privé des 1% ? Le débat qui s'en est suivi a été l'occasion pour les Américains d'aborder le rôle que jouent les marchés financiers dans la transformation de leur société et en quoi ceux-ci affectent, pour le meilleur ou pour le pire, le quotidien de millions d'entre eux.

Il n'y a pas eu de débat public de ce genre en France. Pourtant, l'hexagone est une terre où s'épanouit relativement bien le PE et les LBO. L'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), qui regroupe ces fonds d'investissement, répète souvent que la France est le troisième pays au monde en ce qui concerne le nombre d'opérations réalisées<sup>2</sup>. En 2012, les fonds de PE français ont investi 3,57 milliards d'euros. Le nombre d'entreprises en portefeuille était de 1334. Aux Etats-Unis, les fonds de PE ont investi 79 milliards de dollars<sup>3</sup>. Il y avait 17 744 entreprises détenues par des fonds de PE dans ce pays. Si l'on tient compte du fait que l'économie américaine est six fois plus grande que l'économie française, on se rend compte

---

<sup>1</sup> On pourra trouver la liste des sigles utilisés à l'Annexe N.

<sup>2</sup> Les données de l'AFIC sont d'une manière générale à prendre avec précaution. Nous y reviendrons au Chapitre III et surtout V.

<sup>3</sup> Selon le *Private Equity Growth Capital Council* (PEGCC) l'équivalent américain de l'AFIC. La taille du marché américain du LBO est probablement surestimée car il semble que cet organisme y inclue le capital-développement et non pas seulement le capital-transmission.

que le marché français n'est, *grosso modo*, que trois fois plus petit que le marché américain. En dépit de cette importance économique, les déclarations du candidat François Hollande à cette même époque contre les LBO, ont trouvé peu d'écho médiatique et n'ont suscité aucun débat en dehors de la presse économique et du cercle des spécialistes. Au cours d'une visite d'une usine détenue par le fonds américain KKR et Goldman Sachs, celui-ci avait déclaré : « le législateur aura à revenir sur le LBO, de façon à le réserver exclusivement aux salariés et aux cadres de l'entreprise, et pas à des financiers qui viennent prendre la substance d'une entreprise et vendre après »<sup>1</sup>.

L'absence de débat public en France ainsi que son déclenchement tardif aux Etats-Unis permet de souligner un paradoxe : alors que l'activité des fonds de PE affecte la vie de millions de personnes, leur fonctionnement, et même leur existence, restent méconnus. En effet, le PE et les LBO touchent un grand nombre d'individus dans leur vie économique, que ce soit en tant que salariés, épargnants ou contribuables. En tant que salariés, puisque selon l'AFIC il y avait 572 752 salariés sous LBO en 2012<sup>2</sup>. En tant qu'épargnants, puisque les compagnies d'assurance sont les premières fournisseuses de fonds pour les firmes de PE (notamment via les très populaires contrats d'assurance-vie<sup>3</sup>). En tant que contribuables, puisque l'activité de PE est « subventionnée » par l'Etat, celle-ci venant se nicher dans des dispositions fiscales favorables. Mais le PE reste méconnu, en témoigne notamment l'assimilation des fonds d'investissement aux « fonds vautour » qui achètent des entreprises en difficulté ou bien aux « fonds de pension américains » qui envahissent la bourse. Même lorsque les fondamentaux de cette technique sont connus (dans les milieux économiques), celle-ci est réduite à un simple mécanisme de transmission d'entreprise et de financement de l'économie. D'une manière générale, peu de gens savent que des entreprises connues sont ou ont été détenues par des fonds de LBO. Pour la France on peut citer Quercy Métal, Darty, Pier

---

<sup>1</sup> « Hollande s'en prend à nouveau aux LBO », *La Tribune*, 18/04/12, <http://www.latribune.fr/entreprises-finance/banques-finance/industrie-financiere/20120418trib000694225/hollande-s-en-prend-a-nouveau-aux-lbo.html> (consulté le 28/07/14). Par cette déclaration, François Hollande renouait avec le Rachat d'Entreprise par les Salariés. Voir plus bas.

<sup>2</sup> Ce chiffre est probablement sous-estimé en raison du fait qu'il provient d'une auto-déclaration par les membres de l'AFIC.

<sup>3</sup> Ainsi en 2007, l'assurance-vie constituait le premier placement d'épargne des ménages français soit 34% (Plihon, 2009).

Import, Frans Bonhomme, Afflelou, Courtepaille, Bénédicte, Picard Surgelés, Antargaz, Alma Consulting, SigmaKalon, Eutelsat, Spie Batignolles, Kiloutou, Eiffage, Pages Jaunes, Rexel, la Cegos, easyvoyage.com, Kéolis, Cegelec... Qu'est-ce donc que le LBO et quel rôle joue-t-il dans les transformations de l'économie française ? Pour répondre à cette question il faut d'abord examiner quelles ont été les transformations du capitalisme dans les pays riches depuis les années 1970.

### ***A - Les transformations contemporaines du capitalisme***

Si l'on s'en tient à la période récente et aux pays riches, les transformations du capitalisme ont été principalement étudiées en prenant le cas des Etats-Unis, notamment à cause de sa position centrale dans l' « économie-monde » (Wallerstein, 2011). La sociologie économique américaine a en particulier étudié ce phénomène en détail. De ce fait on dispose de constats assez robustes pour ce pays. On les doit à des auteurs comme Michael Useem, Neil Fligstein, Gerald Davis, Mark Mizruchi, Frank Dobbin, Dirk Zorn ou Ezra Zuckerman. Le changement principal que pointent ces auteurs est une sorte de « révolution copernicienne » : le passage d'une économie centrée sur les grandes entreprises et les managers à une économie centrée sur les marchés financiers et les actionnaires. Cette révolution copernicienne n'a entraîné rien de moins qu'une mutation de la société américaine vers la modernité liquide de la « société de marché »<sup>1</sup>. Elle a eu pour mot d'ordre la « maximisation de la valeur actionnariale » (*maximizing shareholder value*). Celle-ci a connu ses prémises dans les années 1970, s'est déchaînée dans les années 1980 pour s'institutionnaliser dans les années 1990 et triompher dans les années 2000. Fligstein et Shin offrent un bon résumé des changements qui sont intervenus (Fligstein et Shin, 2007)<sup>2</sup> :

There is now a pretty solid set of empirical results from economic sociologists concerning the spread and implementation of “shareholder value” strategies across publicly held corporations in the United States [...]. These results show that U.S. corporations were financially reorganized and used the tactics of selling off unrelated product lines [...], engaging in mergers with firms in similar industries [...], used various financial ploys such as stock buybacks [...], and downsizing their labor forces [...]. These actions were oriented toward raising share prices by convincing the investment community that the firms were focused on their core businesses and on making profits (p. 400).

---

<sup>1</sup> C'est en particulier la thèse défendue par Gerald Davis (Davis, 2009).

<sup>2</sup> Nous avons supprimé les références pour plus de clarté.



Cette formidable réorganisation du capitalisme américain a eu pour effet immédiat de destituer la grande entreprise (multidivisionnelle ou conglomérale) comme forme d'organisation légitime, assimilée à la lourdeur bureaucratique, pour lui substituer une forme d'entreprise-réseau, agile et agressive (*lean and mean*) (Davis, Diekmann et Tinsley, 1994). Cette transformation brutale a été déclenchée par réaction à la crise de stagflation des années 1970 et portée par les professionnels du métier de l'investissement, notamment des investisseurs privés, des fonds d'investissement et les analystes financiers travaillant dans les grandes banques. Ceux-ci se sont emparés des théories de la valeur actionnariale, notamment la théorie de l'agence, pour légitimer leur mouvement (Dobbin et Jung, 2010). Les Offres Publiques d'Achat (OPA) hostiles des années 1980, dont la plupart étaient réalisées avec la technique du LBO, ont joué un rôle de catalyseur dans le changement. Les firmes les plus vulnérables qui ne créaient pas assez de valeur pour les actionnaires pouvaient se faire racheter et restructurer par des individus en marge de l'élite WASP comme Carl Icahn ou bien des fonds comme KKR (Davis et Stout, 1992 ; Stearns et Allan, 1996). Le mouvement d'OPA hostiles a été délégitimé au tournant des années 1990, mais a permis aux théories de la valeur actionnariale de s'institutionnaliser dans la période ultérieure. Sous la pression des analystes financiers, ou bien de manière proactive, les dirigeants des grandes entreprises américaines se sont mis en quelque sorte à appliquer les recettes prescrites par les marchés financiers (Useem, 1993, 1999 ; Zuckerman, 1999, 2000)<sup>1</sup>. Dans tous les cas la direction financière des entreprises a joué un rôle médiateur (Zorn, 2004). Comme le montrent Fligstein et Shin, la reprise en main des entreprises par les actionnaires a eu des effets profonds sur l'économie américaine : substitution du capital au travail, désyndicalisation et surtout vagues de fusions et de licenciements.

Pour ce qui est du cas français, les constats sont moins clairs. La raison est en partie liée à la structure du champ académique et à l'évolution de la sociologie en général. La littérature de sociologie économique française n'a pas pris pour objet d'étude privilégié les transformations du capitalisme, mais s'est beaucoup concentrée sur l'analyse des marchés comme ordre social. Elle a montré de multiples manières comment le social venait réduire

---

<sup>1</sup> C'est en particulier l'apport d'Alfred Rappaport dans sa controverse contre Michael Jensen. Voir la conception de Jensen plus bas (Rappaport, 1990).

l'incertitude marchande et permettre l'échange (par exemple, Karpik, 2007). Sans doute à raison, elle a privilégié le point de vue microsociologique par rapport au point de vue macrosociologique. Un constat similaire peut être fait pour la sociologie du travail et des organisations. Dans la période récente, les analyses ont porté une plus grande attention à l'activité et aux acteurs en s'intéressant notamment aux dispositifs de gestion et aux innovations organisationnelles (Boussard et Maugeri, 2003 ; Segrestin, 2004). L'avantage de la perspective microsociale est d'éviter la réification mais son désavantage est qu'il est difficile d'analyser les *situations* en mettant simultanément en évidence ce que leur organisation doit aux *structures*. De ce fait, la plupart des analyses de sociologie économique et de sociologie des organisations ne se sont pas attaquées au thème du capitalisme<sup>1</sup>.

Il convient donc de décrire rapidement quels étaient les traits du capitalisme français traditionnel, issu du « compromis d'après-guerre », en ayant recours à une image d'Epinal. En premier lieu, il y avait une intervention importante de l'Etat dans l'économie, non seulement en subventionnant la recherche ou les entreprises en difficulté, mais aussi directement par la propriété d'entreprises situées dans des secteurs stratégiques (Albert, 1991). En second lieu, l'économie montrait une forte concentration industrielle et était peuplée de groupes d'entreprises liées entre elles par des liens de copropriété ; ces groupes étaient soit détenus par des grandes familles soit associés à l'Etat (Morin, 1998). En troisième lieu, la culture industrielle était marquée par la prépondérance des ingénieurs, animés par le discours de la modernisation, c'est-à-dire la marche simultanée vers progrès technique et le progrès social (Hecht, 2009). Au final, les analystes rapprochent la France d'une « économie de marché coordonnée » (Hall et Soskice, 2001)<sup>2</sup> ou bien la rattachent au « capitalisme européen continental » (Amable, 2005). De même, on peut faire un inventaire rapide des changements à partir des années 1970 : tertiarisation de l'économie, dérèglementation financière, privatisations d'entreprises publiques, ouverture des marchés, développement de la sous-traitance, débureaucratisation, perte d'influence des métiers techniques, affaiblissement du mouvement ouvrier (PCF et syndicats), etc. Une littérature de *political economy* s'est

---

<sup>1</sup> Une exception est le livre de Luc Boltanski et Eve Chiapello (Boltanski et Chiapello, 2011).

<sup>2</sup> Hall et Soskice ne classent pas la France dans les pays à économie de marché coordonnée. En réalité ils ne savent pas comment la classer, peut-être dans un « modèle méditerranéen ». Une hypothèse est que l'ambiguïté du « modèle français » n'est pas vraiment un problème taxinomique, mais est le reflet des clivages et des oscillations de la classe dirigeante française elle-même.

développée récemment pour analyser toutes ces évolutions, en montrant comment la France s'adapte au nouveau contexte de la mondialisation financière (Culpepper, 2010 ; Culpepper, Palier et Hall, 2008 ; Tiberghien, 2007).

Si l'on veut pouvoir interpréter ces constats sur l'évolution du capitalisme français depuis les années 1970 dans un modèle synthétique, il faut principalement se tourner vers le courant de l'école de la régulation en économie, porté par des auteurs comme Michel Aglietta, Robert Boyer ou André Orléan. Cette littérature note aussi le passage d'un type de capitalisme à un autre : le passage d'un régime d'accumulation fordiste, tiré par la consommation de masse via la redistribution des gains de productivité, à un régime d'accumulation tiré par la finance. Bien que fort différent, le travail qui fait le plus écho à la littérature américaine est l'ouvrage de Michel Aglietta et Antoine Rebérioux intitulé *Dérives du capitalisme financier* (Aglietta et Rebérioux, 2004). En liant macro-économie et micro-économie, les auteurs démontent les mécanismes par lesquels le développement des marchés financiers transforme les stratégies des grandes entreprises. Comme ils l'écrivent : « la gouvernance d'entreprise est aujourd'hui une médiation centrale, dont l'étude détaillée permet de rendre intelligible le régime actuel » (p. 14). La finance de marché organise les transferts de risques mais multiplie les interdépendances entre les opérateurs ce qui provoque des emballements à la hausse et à baisse. Dirigeants et actionnaires peuvent profiter de la hausse tandis qu'ils peuvent limiter leurs risques à la baisse en les transférant sur les salariés qui doivent payer le coût des restructurations. Benjamin Coriat offre une description des changements intervenus dans les années 1990 et 2000 (Coriat, 2008). La montée en puissance des *hedge funds* et des fonds de PE a déstabilisé le modèle d'organisation industriel à la française, fondé sur des grands projets d'entreprises liées à l'Etat. Dans une veine plus sociologique, Frédéric Lordon montre ce que les transformations des stratégies des grandes entreprises doit à l'importation des doctrines de la valeur actionnariale (et en particulier de la mesure de l'*Economic Value Added*) par des acteurs du champ économique agissant comme des entrepreneurs de cause au début des années 1990 (Lordon, 2000).

Comme les travaux de l'école de la régulation, et aussi ceux de *political economy*, se situent à un niveau d'analyse plus élevé que les travaux de sociologie économique, des organisations ou du travail, il existe une déconnexion forte entre ces deux littératures dans le champ académique français. Cette déconnexion des littératures empêche le sociologue d'identifier une histoire récente du capitalisme français qui soit comparable à celle qui existe

pour le cas américain<sup>1</sup>. En l'absence d'un récit satisfaisant, sociologues et économistes sont amenés à interpréter les changements qu'ils constatent avec des concepts génériques comme ceux de mondialisation (Berger, 2006 ; Chesnais, 1994), de financiarisation (Krippner, 2011 ; Zwan, 2014) ou de néolibéralisme (Coutrot, 1998 ; Denord, 2007). Sans nier l'apport de ces concepts, on peut noter qu'ils entraînent quelque difficulté à penser le lien entre le niveau macro-social et le niveau microsocial. Si l'on se situe au niveau macro, on est tenté de postuler une simple déclinaison des logiques à l'œuvre vers le niveau micro ; si l'on se situe au niveau micro on est tenté de renvoyer les causalités à une sorte d'éther qui imprègne toutes les situations de travail. Pour parer à ces deux insuffisances, nous nous proposons de combler le vide existant et de faire dialoguer la littérature économique qui traite des mutations du capitalisme et la littérature sociologique qui traite du changement organisationnel. Le choix d'un objet limité, mais stratégiquement placé, nous autorise à le faire.

## ***B - Une porte d'entrée : le Leveraged Buy-Out***

Nous nous proposons donc d'entrer dans la question des transformations du capitalisme français dans les dernières décennies par la « petite porte ». Il s'agit d'étudier une opération financière d'achat de société : le *Leveraged Buy-Out*. Nous allons d'abord expliquer ce qu'est le LBO, avant d'en offrir une interprétation sociologique et d'en esquisser une étude comparative et historique.

### **1) Qu'est-ce que le LBO ?**

Décrivons ce qu'est le LBO de la manière la plus didactique possible<sup>2</sup>. *Leveraged Buy-Out* serait traduit en français par : « acquisition avec effet de levier ». Le LBO est une technique d'acquisition de sociétés avec un montage financier comprenant une part significative de dette. Concrètement, un groupe d'investisseurs achète une entreprise en s'endettant auprès d'une banque, essaie d'améliorer la rentabilité de l'entreprise, puis la revend à un autre propriétaire trois ou cinq ans après avec une plus-value. La spécificité de cette technique d'acquisition tient à l'usage de la dette dans le montage qui permet

---

<sup>1</sup> Une exception est peut-être Delic Et Zarlowski, 2005.

<sup>2</sup> La description qui suit est issue de l'examen des sources écrites et notamment des manuels. On pourra trouver les références de ceux-ci à l'Annexe M. Pour des présentations plus techniques on pourra se reporter aux manuels cités.

l'autofinancement de l'opération (*bootstrap financing*) et la démultiplication de sa rentabilité (*leverage*). Revenons sur ces points.

a. Une technique d'acquisition

Le LBO est un achat de société. La société est appelée une « cible ». Le LBO fait donc partie des opérations de fusions-acquisitions et évolue globalement suivant les mêmes cycles. Mais contrairement à la plupart des opérations de fusions-acquisitions, ce ne sont pas des entreprises qui rachètent d'autres entreprises mais des investisseurs. Ceux-ci sont la plupart du temps regroupés dans des fonds d'investissement ou firmes de PE. Dans la plupart des cas, la direction de l'entreprise-cible est associée au rachat et devient donc aussi actionnaire aux côtés du fonds. Pour acheter l'entreprise, les investisseurs financiers et l'équipe de direction forment une société holding de laquelle ils sont les associés, baptisée *newco* ou *holco*<sup>1</sup>. Celle-ci leur sert de véhicule pour acquérir la société cible. C'est donc formellement une autre société qui achète l'entreprise visée, qui devient filiale de cette société-mère. La cible va être fusionnée avec la holding en vue de bénéficier d'avantages fiscaux (une partie des impôts sur les sociétés est exonérée dans le cadre de l'« intégration fiscale »). A la suite de l'opération, l'entreprise est détenue à 100% par la *holco*.

b. Un montage de dettes

L'achat est financé par un montage comprenant un apport en fonds propres des investisseurs et de la direction ainsi que par des instruments de dette apportés par des banques. Le bilan de la société holding constitue la structure financière de l'opération : à l'actif figure la propriété de la cible, et au passif, la structure du capital, soit le montant des dettes et des fonds propres. L'utilisation de la dette possède deux avantages du point de vue des investisseurs. Elle permet d'abord l'auto-financement de l'opération. Une fois la société intégrée, la cible paie des dividendes qui sont issus de son activité productive à son actionnaire unique (la holding). Ces dividendes servent, pour la holding, à rembourser la dette qui figure à son passif. Financer un achat par la chose que l'on achète s'appelle le *bootstrap financing*. Quand les ménages achètent une maison à crédit, ils utilisent le revenu issu de leur activité courante pour financer les mensualités. Ceci nécessite de transférer de l'argent d'une poche à une autre. Le fait que l'entreprise génère des flux de trésorerie « toute seule » résout

---

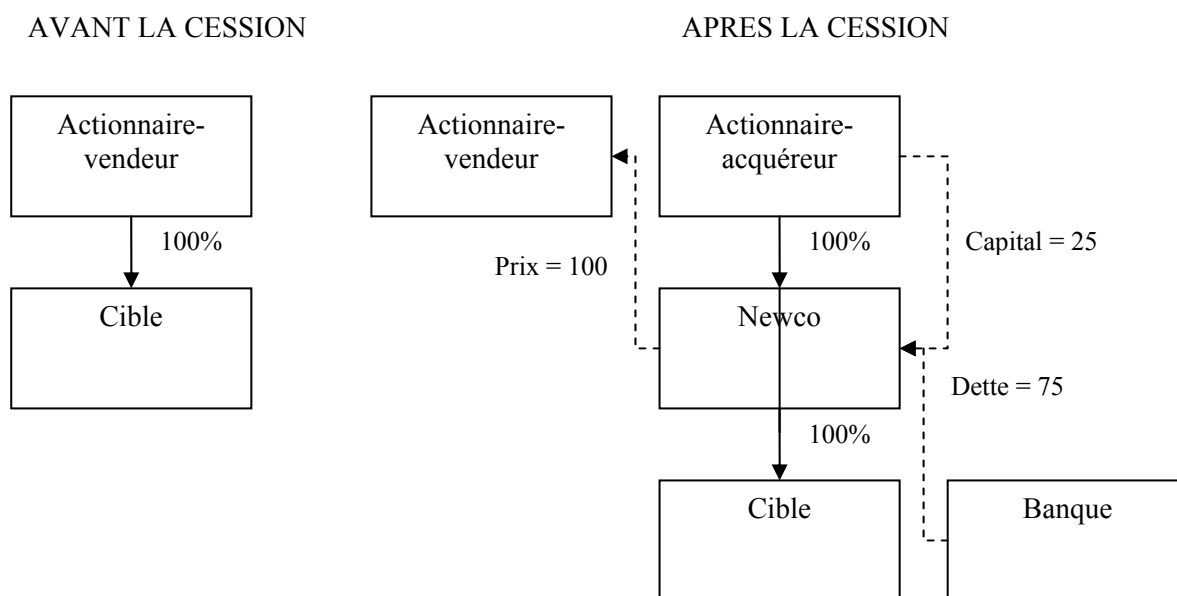
<sup>1</sup> Il s'agit typiquement d'une Société par Actions Simplifiée.

ce problème : l'acheteur peut rembourser sa dette avec l'actif même qu'il vient d'acheter. Si l'on compare le LBO avec l'exemple du ménage achetant une maison à crédit, cela revient à acheter la maison et à rembourser la dette en plaçant un locataire dont c'est le loyer qui paie les mensualités du propriétaire.

c. Le but de la rentabilité

L'utilisation de la dette a un deuxième avantage. La firme de PE ainsi que la direction souhaite revendre l'entreprise au bout de trois ou cinq ans en faisant une plus-value. En limitant les apports en fonds propres, il est possible de démultiplier la rentabilité de l'opération. C'est ce que l'on appelle l'« effet de levier financier ». Bien que ce soit tout à fait variable, on peut dire que le montage comprend 25% de fonds propres pour 75% de dette. Il existe d'autres effets de levier dans l'opération de LBO, notamment l'effet de levier juridique et fiscal, mais c'est l'effet de levier financier qui est le plus important. Il s'agit d'un phénomène économique bien connu que les agents utilisent pour démultiplier la rentabilité de leurs placements. L'idée du levier est que le recours à l'endettement est favorable au gain tant que la rentabilité d'un actif est supérieure au taux d'intérêt de la dette contractée pour acheter cet actif. Dans le cas inverse, c'est la perte qui est démultipliée. L'Annexe A décrit la mécanique de l'effet de levier. Le but des actionnaires est d'obtenir un bon rendement de leurs fonds propres. Participent à cette « création de valeur » non seulement l'effet de levier financier mais aussi la rentabilité économique de l'entreprise. Les investisseurs et les dirigeants de l'entreprise essaient donc aussi d'augmenter le profit de l'entreprise par le biais d'améliorations opérationnelles. La Figure 1 illustre ce que nous venons de décrire.

Figure 1 : acquisition avec effet de levier



Source : adapté de Thoumieux, 1999.

Les investisseurs qui pratiquent le LBO appartiennent à la profession du capital-investissement, aussi appelée *Private Equity*. Cette profession regroupe les investisseurs qui investissent dans des entreprises non cotées, quelle que soit leur taille et leur « stade de développement ». Du point de vue de la gestion de l'épargne, les firmes de PE appartiennent à la « gestion alternative » qui regroupe les segments de la finance qui sont réservés aux professionnels avertis, en raison de leur risque (par différence avec un placement dans un Livret A par exemple).

D'après l'exposé ci-dessus, on peut percevoir que l'activité de LBO est dépendante de conditions macro-économiques et institutionnelles qui forment des configurations historiques plus ou moins favorables. Nous y reviendrons, contentons-nous d'exposer ces conditions. En ce qui concerne les conditions macro-économiques, l'activité de LBO est favorisée par des taux d'intérêts bas, qui dépendent eux-mêmes de la politique monétaire de la banque centrale. Elle est aussi favorisée par la croissance de l'économie réelle, qui elle-même favorise la rentabilité et l'investissement. Elle est aussi influencée par le cours de la bourse, qui agit de manière variable sur la valorisation des entreprises à l'entrée et à la sortie. Elle est enfin

favorisée par le volume d'entreprises à vendre, lui-même fonction des stratégies des grandes entreprises et des enjeux de succession dans les familles propriétaires. Les conditions institutionnelles sont des conditions juridiques complexes qui ont trait au droit fiscal et au droit des sociétés. Ces conditions peuvent être favorisées ou défavorisées selon les lois de chaque Etat. Il s'agit de tout ce que la loi considère comme relevant de l'abus de bien social, de ce qui ressort de la responsabilité des actionnaires et de ce que l'on est en droit de déduire des impôts. Ces déductions d'impôts concernent l'impôt sur les sociétés (intégration fiscale, déductibilité des intérêts) et l'impôt sur le revenu (plus-values de cession).

## **2) LBO : arme organisationnelle et jeu profond**

En quoi ce type d'opération financière est-il susceptible d'une interprétation sociologique ? Pour nous, le LBO est une « arme organisationnelle » et peut être analysé comme un « jeu profond ».

### **a) Une arme organisationnelle**

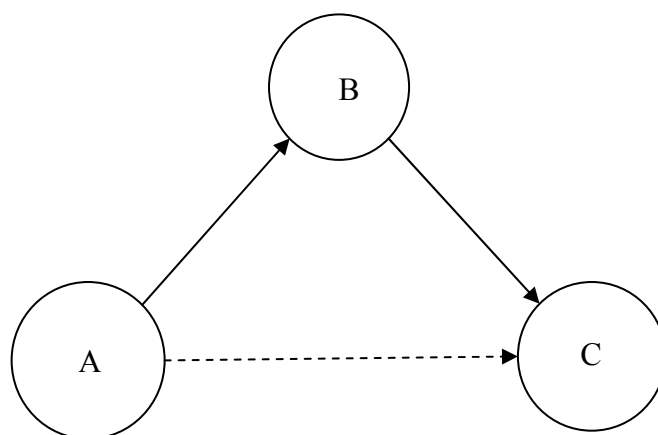
D'abord, le LBO est une arme organisationnelle. La notion d'arme organisationnelle a été forgée par Philip Selznick dans un tout autre contexte : l'étude des stratégies et des tactiques du Bolchévisme en Russie et dans le monde (Selznick, 1960). Dans son cas, c'est le « parti de combat » qui est l'arme organisationnelle. Celle-ci est mobilisée par les marxistes-léninistes dans leur projet de transformation radical de la société. Cependant il offre une définition générique de ce qu'il entend par là et qui peut s'appliquer à d'autres cas : *“We shall speak of organizations and organizational practices as weapons when they are used by a power-seeking elite in a manner unrestrained by the constitutional order of the arena within which the contest takes place”* (p. 2). Une pratique organisationnelle fonctionne donc comme une arme lorsque (1) elle est mobilisée par des élites dans leur compétition pour le pouvoir ; (2) cette compétition n'est pas réglée par le jeu habituel des conventions officielles. Les exemples d'armes organisationnelles selon lui sont : les cliques d'amis, les postes officiels, les réorganisations, les partis conspirationnistes, les associations qui outrepassent leurs limites... En première approche, on peut donc dire que le LBO est une arme organisationnelle car c'est une technique mobilisée par un nouveau segment de l'élite économique, ce qu'on appelle communément les « investisseurs ». Les investisseurs sont des actionnaires, mais ils sont *professionnalisés*, à la différence d'autres actionnaires typiques du capitalisme français,



comme l'Etat ou les grandes familles. Il s'agit de gestionnaires d'actifs ou d'investisseurs institutionnels. Ces investisseurs s'efforcent de prendre le contrôle des entreprises pour faire en sorte qu'elles fonctionnent en conformité avec leur objectif qui est la « création de valeur ». Les firmes de PE sont à l'avant-garde de ce mouvement et le LBO est leur « arme » la plus sophistiquée<sup>1</sup>. Plus généralement, les investisseurs entrent en compétition avec d'autres acteurs<sup>2</sup> pour définir les règles du jeu économique : selon quels critères les entreprises doivent-elles fonctionner et quels sont les groupes sociaux qui doivent bénéficier de leurs opérations ?

Dans cette perspective, le LBO est une arme organisationnelle pour deux raisons. La première raison est que l'effet de levier financier constitue plus fondamentalement un « effet de levier social » (Comet, 2011 ; Gargiulo, 1993 ; Lebeaux et Lazega, 1995). On peut parler d'effet de levier social lorsqu'un acteur A mobilise un acteur B pour agir sur un acteur C (Figure 2).

*Figure 2 : l'effet de levier social*



---

<sup>1</sup> Sur le contrôle (ou la gouvernance) d'entreprise comme mouvement social des investisseurs, voir l'article de Gerald Davis (Davis et Thompson, 1994).

<sup>2</sup> Parmi lesquels on peut compter : industriels, familles, hauts fonctionnaires, élus, syndicats, associations environnementales, etc.

L'effet de levier social s'observe dans des contextes d'action faiblement hiérarchisés, où A est très dépendant de C<sup>1</sup>. Pour parler très généralement, ce sont les actionnaires (A) qui mobilisent des banquiers (B) pour agir sur des dirigeants (C). Il s'agit du cas le plus général, mais comme on va le voir par la suite, la situation peut se retourner, et l'initiative revenir à B ou à C<sup>2</sup>. Dans cette stratégie d'effet de levier social, la dette joue un rôle disciplinaire tout à fait important. C'est au théoricien de l'agence Michael Jensen à qui revient le fait d'avoir théorisé les LBO en conceptualisant la dette non seulement comme une source positive de financement<sup>3</sup>, mais aussi comme un mécanisme de contrôle de la direction générale. Dans un article célèbre intitulé “*Eclipse of the public corporation*”, celui-ci prédit la fin de la grande entreprise cotée au profit des « associations de LBO » (Jensen, 1989)<sup>4</sup>. Le discours de Michael Jensen fait écho à celui des milieux financiers et libertariens américains depuis les années 1970 et bien identifié par Karen Ho (Ho, 2009). Dans ce discours mythique, le capitalisme originel, celui des *robber barons*, a été perverti par le managérialisme de l'après-guerre, ce qui explique le déclin économique de l'Occident face à l'Extrême-Orient. Les acteurs les plus importants et les critères pertinents du « vrai » capitalisme doivent être les actionnaires et la rentabilité du capital, non les dirigeants salariés et la croissance de l'organisation. Ce capitalisme pur doit laisser la main invisible accomplir son dur travail de destruction créatrice, car le marché est le seul apte à sélectionner les bons projets d'investissement. Pour Jensen, le capitalisme managérial est le théâtre d'un conflit opposant les actionnaires aux managers à propos du contrôle et de l'usage des ressources de l'entreprise, spécifiquement de la trésorerie disponible (*free cash-flow*). L'existence et l'importance de cette trésorerie disponible leur permet de s'autonomiser par rapport aux marchés financiers et d'augmenter exagérément la taille de leur organisation (leur rémunération, leur statut social et la loyauté des cadres intermédiaires y est liée). La dette permet d'éviter de gaspiller cet argent

---

<sup>1</sup> Notons que dans la Figure 2, il ne s'agit pas de relations de dépendance à proprement parler mais des mouvements d'attaque ou de défense. Il s'agit donc de relations de « dominance » (Chase, 1980).

<sup>2</sup> Dans le premier cas, on a un renversement des relations de dominance où se sont les banquiers qui prévalent. Dans le second cas, les relations de dominance ne se renversent pas totalement au profit des dirigeants mais deviennent plus égalitaires. Dans le vocabulaire de l'analyse de réseaux sociaux, la triade transitive se transforme en triade cyclique.

<sup>3</sup> En comparaison avec la défiance populaire envers l'« usure ».

<sup>4</sup> Étrangement, Jensen rapproche ces associations de LBO des *keiretsu* japonais alors qu'elles feraient plutôt penser aux conglomérats d'acquisitions (*acquisitive conglomerates*) de l'Amérique des années 1960 (Appelbaum et Batt, 2014).

surnuméraire : *“debt is in effect a substitute for dividends—a mechanism to force managers to disgorge cash rather than spend it on empire-building projects with low or negative returns, bloated staffs, indulgent perquisites and organizational inefficiencies”* (p. 67). De plus, le surendettement est un puissant outil de motivation au changement : *“overleveraging creates the crisis atmosphere managers require to slash unsound investment programs, shrink overhead, and dispose of assets that are more valuable outside the company”* (p. 67). Le consultant Benett Stewart associe l’endettement au processus de destruction créatrice : *“debt creates an illusion of financial distress, even for what may be fundamentally healthy businesses, and thereby precipitates painful but necessary changes. A renewed sense of urgency to create value supplants bureaucratic complacency; a dedication to cash flow replaces a common concern with reported profits; a Darwinian selection suppresses the all-to-human tendency to support weak lines of business that should be put out of their misery”* (Stewart, 1991, p. 11).

La deuxième raison pour laquelle le LBO est une « arme organisationnelle » est que son utilisation, pour ceux qui y sont étrangers, ne semble pas respecter les conventions établies. En effet pour Selznick une pratique organisationnelle constitue une « arme » dans la mesure où elle n'est pas considérée comme très légitime dans son contexte normatif (ce qu'il appelle l' « ordre constitutionnel »). C'est vrai pour les Etats-Unis, où la récalcitrance de l'opinion publique a poussé Jensen à défendre les LBO, mais c'est encore plus vrai en France. Paul Hirsch analyse le vocabulaire employé pour décrire les OPA hostiles des années 1980 aux Etats-Unis (Hirsch, 1986). Le vocabulaire a pu être tiré des genres plutôt négatifs de la guerre (« poursuite », « siège », « barricades »), du Western (« embûches », « fusillades ») ou de la chevalerie (« chevalier noir contre chevalier blanc »)<sup>1</sup>. En ce qui concerne plus spécifiquement les LBO, les fonds ont pu être considérés comme des « barbares » aux Etats-Unis et comme des « sauterelles » en Allemagne. La prise de contrôle externe est souvent qualifiée de « piraterie » et le versement des dividendes pour rembourser la dette de « pillage », le tout constituant une « prise d'otages ». En France il a été possible de qualifier juridiquement une telle pratique d'abus de bien social. Plus généralement, la figure de l'actionnaire est peu légitime dans le contexte institutionnel français. Même si l'entreprise est

---

<sup>1</sup> Sa thèse plus spécifique consiste à dire que le vocabulaire employé a servi de cadrage cognitif légitimant la diffusion de cette innovation organisationnelle.

frappée d'un « tabou communautaire » depuis Vichy (Segrestin, 1996), la conception « anglo-saxonne » de l'entreprise qui consacre la souveraineté des propriétaires n'a jamais été populaire. En témoigne notamment la notion d'intérêt social et les réaffirmations récentes du fait que les actionnaires ne sont pas, à proprement parler, les propriétaires de l'entreprise (Robé, 2009).

### **b) Un jeu profond**

Le LBO est aussi un jeu profond. Il s'agit d'une scène particulièrement frappante pour analyser les transformations du capitalisme français car elle engage trois de ses acteurs les plus importants, que sont les banquiers, les actionnaires et les dirigeants, eux-mêmes distribués selon toute leur diversité sociale, dans des relations subtiles de concurrence et de coopération. Nous utilisons le terme de « jeu profond » pour traduire l'expression « *deep play* » proposée par l'anthropologue Clifford Geertz (Geertz, 1973)<sup>1</sup>. C'est de cette manière qu'il qualifie le combat de coqs à Bali. Geertz emprunte lui-même cette notion à Jeremy Bentham qui parle de « gros jeu » pour un pari auquel, d'un point de vue strictement utilitariste, il est irrationnel de jouer. Dans ces « jeux profonds », c'est le statut social qui compte tout autant, si ce n'est plus, que l'argent. La finance, et aussi les opérations du type LBO, sont parfois décrites dans le vocabulaire du jeu ou de la danse. Les participants y sont engagés parfois de manière très émotionnelle. Certaines indications laissent à penser qu'il est peut-être « irrationnel » de faire des LBO. Si les histoires de réussites entrepreneuriales sont nombreuses, celles des échecs le sont tout autant. Le marché traverse des périodes d'euphorie auxquelles succèdent celles de la « gueule de bois ». Surtout, pour ce qui est des investisseurs qui mettent de l'argent dans les firmes de PE, on a pu montrer que les rendements n'excédaient que marginalement ceux de la bourse (Kaplan et Schoar, 2005), alors que la prise de risque est plus grande notamment du fait de l'illiquidité des placements. En fait, il est tout à fait probable que les investisseurs institutionnels ne soient pas rémunérés aux risques qu'ils prennent, contrairement à ce que voudrait la théorie financière standard (Appelbaum et Batt, 2014)<sup>2</sup>. Plus fondamentalement, le jeu profond est « profond » non seulement parce qu'il est intense

---

<sup>1</sup> En français cette notion a été traduite par « jeu d'enfer ».

<sup>2</sup> Appelbaum et Batt fournissent un certain nombre d'indications qui jettent des doutes sur les performances affichées des firmes de PE et sur la force du lien qui existe entre leurs performances et leurs revenus.

ou sérieux mais parce qu'il donne à voir l'ensemble de la société, comme dans un théâtre. Le combat de coqs est en quelque sorte la projection en miniature de toute la société balinaise. Le macrocosme est dans le microcosme, le tout dans la partie. Ainsi comme dans une synecdoque nous nous servons du LBO (la partie) pour interroger le capitalisme (le tout). En suivant la trajectoire du LBO dans les années 2000, nous pouvons essayer de « tracer » les changements du capitalisme français. En effet dans leurs analyses, économistes et sociologues américains font jouer au LBO le rôle d'*agent de changement* à la fois au niveau de l'entreprise et de l'économie (Davis et al., 2013 ; Dobbin et Zorn, 2005 ; Jensen, 1989).

En quoi l'analyse du LBO nous permet-elle d'analyser les transformations du capitalisme en France ? Nous y voyons quatre raisons. En premier lieu, le LBO apparaît, en particulier dans le contexte français, comme quelque chose d'extrême ou de radical. Le LBO semble exacerber les traits caractéristiques du capitalisme, c'est une sorte de cas-limite. En second lieu, l'étude du LBO nous permet d'opérationnaliser les grands concepts auxquels nous faisons allusion précédemment. La mondialisation peut être opérationnalisée en « convergence avec le modèle américain », puisque cette technique provient directement des Etats-Unis. La financiarisation peut être opérationnalisée en stratégies de maximisation de la rentabilité du capital, en particulier de rentabilité des fonds propres qui mesure la richesse des actionnaires et justifie leur prise de risque. Le néo-libéralisme peut être opérationnalisé en « doctrines de la valeur actionnariale ». Il s'agit du corpus hétérogène de prescriptions et de proscriptions qui est dérivé de la recherche académique en économie financière et qui est enseigné dans les *business schools* américaines (et maintenant un peu partout)<sup>1</sup>. En troisième lieu, l'analyse du LBO nous permet de nous focaliser sur le niveau méso-social. Il se situe entre les transformations macro-sociales du marché et de l'Etat et les transformations microsociales de l'entreprise et du travail. Du point de vue des groupes sociaux concernés, nous pouvons lier les investisseurs institutionnels aux salariés<sup>2</sup>. Par ce biais, nous pouvons faire dialoguer économie de la régulation et sociologie des organisations et du travail, comme le montre le Tableau 1 :

---

<sup>1</sup> On pourrait dire que les doctrines de la valeur actionnariale sont des « filles » du néo-libéralisme car elles ont été élaborées en grande partie par les tenants de l'Ecole de Chicago en économie. Nous y reviendrons au Chapitre IV.

<sup>2</sup> Nous parlerons surtout des cadres car ne sommes pas « descendus » beaucoup plus loin dans le niveau hiérarchique des entreprises.

Tableau 1 : l'articulation entre les niveaux d'analyse

Niveau d'analyse	Acteur central	Littérature pertinente
Macro	Actionnaires	Economie de la régulation
Méso	Dirigeants	Sociologie économique américaine
Micro	Salariés	Sociologie des organisations et du travail

En quatrième lieu, et surtout, nous pouvons passer d'une conception du changement comme une réponse à des chocs ou des contraintes exogènes (mondialisation, financiarisation, néolibéralisme) vers une conception du changement comme restructuration de champs d'action (voir plus bas). Nous pouvons mettre en valeur le rôle actif des groupes sociaux dans le changement institutionnel, en particulier celui des professions de l'investissement. Dans cette perspective, le LBO nous permet de montrer en quoi les transformations des stratégies et structures des entreprises doivent être attribuées à l'« isomorphisme normatif » qui provient des pressions exercées par ces nouvelles professions (DiMaggio et Powell, 1983)<sup>1</sup>. Comme l'écrivent Powell et DiMaggio: *“Two aspects of professionalization are important sources of isomorphism. One is the resting of formal education and of legitimation in a cognitive base produced by university specialists; the second is the growth and elaboration of professional networks that span organizations and across which new models diffuse rapidly”* (p. 152). Comme on l'a entrevu avec l'idée d'« arme organisationnelle », les investisseurs – en particulier ceux qui pratiquent le LBO – sont porteurs d'une sorte de projet de transformation du capitalisme dans le sens de sa régénération.

En effet, le LBO est adossée à de nouvelles théories, une nouvelle éthique et même un nouvel imaginaire. Les théories de la valeur actionnariale reconceptualisent l'entreprise (nœuds de contrats), les marchés financiers (efficients) et les liens entre les propriétaires et les gestionnaires (relation principal/agent). Les investisseurs promeuvent l'éthique américaine du « budgétisme » ou « discipline de la dette »<sup>2</sup>, c'est-à-dire dans notre contexte, la régulation externe de la production par l'endettement. L'imaginaire est celui d'un capitalisme « pur et dur », qui ne rechigne pas devant les basses besognes qui sont nécessaires à la survie. Il est bien incarné par le personnage de Gordon Gekko dans le film *Wall Street* d'Oliver Stone.

---

<sup>1</sup> Un argument similaire est avancé par Valérie Boussard en ce qui concerne les méthodes de gestion et le changement organisationnel (Boussard, 2008).

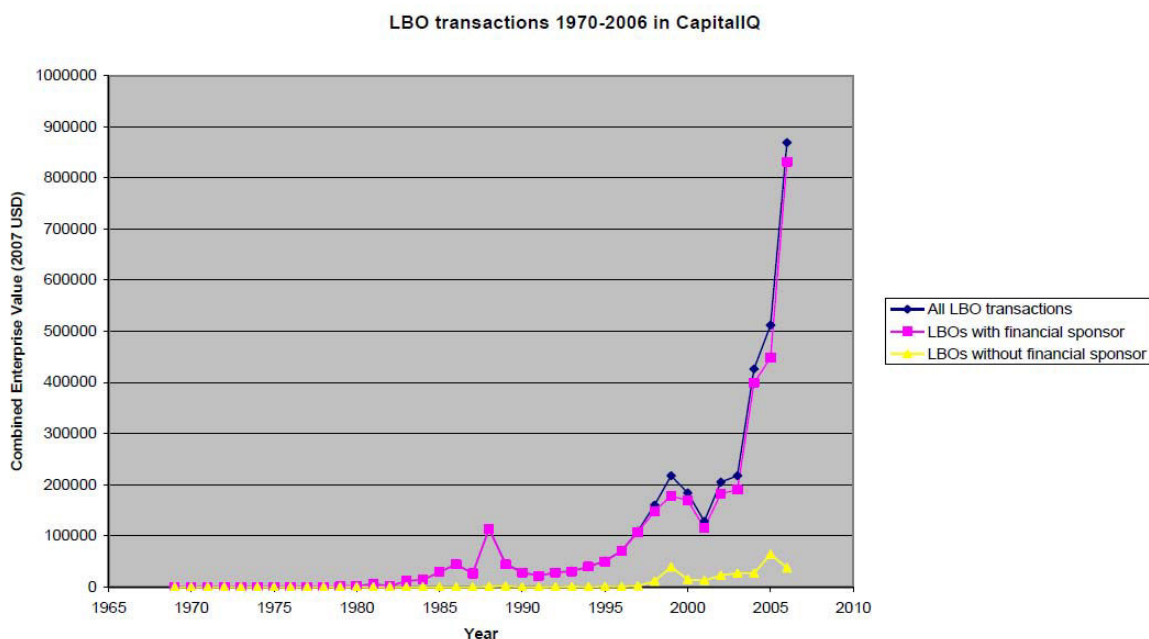
<sup>2</sup> Sur le budgétisme voir le livre de Lendol Calder (Calder, 2001).

Nous parlons d'un projet de régénération car il ne s'agit pas seulement de clore l'ordre ancien mais d'en forger un nouveau en s'inspirant d'un modèle (passé dans le cas des Etats-Unis, étranger dans le cas de la France). L'arme organisationnelle transforme les *organisations* : les grandes entreprises bureaucratiques doivent devenir des entreprises flexibles focalisées sur un cœur de métier ; elle transforme la *gestion* : le point de vue de l'investisseur exige que l'on se focalise sur le bilan et la *bottom-line*, que l'on raisonne en termes de création de valeur et que l'on équipe l'entreprise en conséquence, ceci en tout point différemment d'une gestion patrimoniale ou politique ; elle transforme même les *personnes* : les actionnaires sont des professionnels et non des amateurs familiaux ou technocrates, de même que les dirigeants doivent être des « *mavericks* » ou des « *serial entrepreneurs* » à la différence des membres de l'*establishment* français. Quelle est l'ampleur de cette sorte de projet et d'où vient-il ?

### **3) Comparaison et historique du LBO**

Esquissons maintenant une brève histoire comparative du LBO. L'économiste Per Strömberg évalue la taille totale du marché du LBO, mesuré par la valeur des transactions sur la période 1970-2007, à 3,6 mille milliards de dollar (Strömberg, 2007). L'essentiel des transactions a été réalisé dans les années 2000, puisque la valeur des transactions de 2000 à 2007 compose 75% de ce montant (2,7 mille milliards de dollars). Plus de 40% du nombre d'opérations ont été réalisés après 2004. La Figure 3 permet de prendre une première mesure de l'explosion de ces opérations et de la bulle qui s'est formée :

Figure 3 : l'explosion mondiale du LBO



Source: Strömberg, 2007.

Le marché mondial des LBO, sur toute la période, est concentré aux Etats-Unis avec 55% du nombre d'opérations et 50% de leur valeur. Les entreprises sous LBO sont essentiellement des entreprises détenues par des particuliers ou des familles (47% du volume) et des anciennes divisions de groupes (31% du volume). Par contre, les transactions les plus grosses en valeur concernent les anciennes divisions (30%) et les entreprises cotées (28%). La distribution sectorielle est très dispersée mais les entreprises sous LBO sont essentiellement des entreprises du secteur de la distribution (6,3%), des nouvelles technologies (5,9%) et de l'industrie manufacturière<sup>1</sup> (5,8%). Au cours de la période, on assiste à une diffusion géographique du LBO vers l'Europe continentale et l'Asie. On assiste aussi à un déclin relatif des opérations sur les firmes cotées au profit des entreprises externalisées et des entreprises appartenant à d'autres fonds (LBO secondaires). On assiste enfin à un déclin des entreprises de la distribution et une montée des entreprises industrielles. Bédu et Montalban analysent les facteurs qui sont associés au développement du LBO en Europe dans les années 2000 (Bedu

<sup>1</sup> « *Industrial machinery* ».



et Montalban, 2013). Selon leurs données, la France se situe en troisième position en termes de valeur des opérations (0,55% du PIB français en 2007) derrière la Suède (1,05%) et la Grande-Bretagne (1,5%). Conformément à la théorie des variétés du capitalisme, la profondeur du marché des LBO est associée au développement des marchés financiers, à la flexibilité du marché du travail et à l'existence d'un environnement fiscal favorable aux compagnies d'assurance.

Le LBO est né aux Etats-Unis dans les années 1960. Selon les principaux récits, cette technique a été inventée par Jerome Kohlberg, un banquier travaillant pour la banque d'investissement Bear Stearns, qui l'applique pour la première fois en 1964 (Burrough et Helyar, 2003)<sup>1</sup>. Jerome Kohlberg découvre une opportunité de profit dans le fait d'acheter à des fondateurs d'entreprise les parts de leur société qu'ils ne peuvent, pour diverses raisons, transmettre. Il achète l'entreprise à crédit et se finance par la trésorerie dégagée par la cible, ce qu'il appelle alors des « *bootstrap deals* ». Comme dans la théorie sociologique de l'entrepreneur, sa trouvaille consiste essentiellement à connecter deux mondes (les petites entreprises familiales et les banques de Wall Street) qui existaient séparément auparavant. Bear Stearns ne le soutient pas dans cette activité et il fonde donc sa propre firme en 1976 avec deux de ses cousins, Henry Kravis et George Roberts appelée KKR (Kaufman et Englander, 1993). L'entreprise se développe sur le modèle initial et ils peuvent pour la première fois acquérir une entreprise cotée, Houdaille, en 1981. Ceci attire de nombreux concurrents (comme Bain ou Goldman Sachs) et un boom des LBO se produit dans les années 1980. Les LBO sont financés notamment grâce aux « obligations pourries » (*junk bonds*) qu'émet en particulier Michael Milken de Drexel Burnham Lambert. Pendant cette période les *deals* deviennent de plus en plus gros et de plus en plus agressifs, ce qui pousse en particulier Kohlberg à quitter KKR en 1987. La bulle qui se déclare est symbolisée par l'achat du conglomérat RJR Nabisco pour 25 milliards de dollars. Ce LBO se soldera par un échec retentissant dont l'histoire est racontée dans le livre *Barbarians at the gate*. Au début des années 1990 après la faillite de Drexel, le LBO s'effondre et provoque en partie la crise des *Savings & Loans*. La mauvaise conjoncture économique et la contestation politique des restructurations forcent de nombreuses firmes de LBO à revoir leur stratégie. Les *deals*

---

<sup>1</sup> Il est probable que cette technique ait été employée plus tôt, dans les années 1950, par des hommes d'affaires à la tête de conglomérats (Fligstein, 1993). Il est peut-être possible de remonter au tournant du XXème siècle.

redeviennent plus petits, plus amicaux, et incorporent une dimension industrielle plus poussée (Anders, 1992 ; Kester et Luehrman, 1995). Mais à la faveur de la conjoncture économique, deux autres booms se produisent ensuite, l'un à la fin des années 1990, l'autre vers le milieu des années 2000. Comme nous le verrons, ce dernier est marqué par l'utilisation massive des produits structurés qui permettent aux banques d'alimenter les fonds en dette pour réaliser des transactions jamais vues (*jumbo deals*).

La genèse des LBO en France est curieuse car elle est à la fois proche et différente des récits habituels sur la transformation du capitalisme français<sup>1</sup>. La date de naissance officielle du LBO en France est 1984, sous la forme du Rachat d'Entreprise par les Salariés (RES)<sup>2</sup>. Cette initiative prend place dans le « tournant de la rigueur » impulsé par Jacques Delors et le développement des marchés financiers impulsé par Jean-Charles-Naouri, directeur de cabinet du ministre de l'économie Pierre Bérégovoy<sup>3</sup>. L'objectif est de redresser l'économie nationale en motivant les salariés. Le nom de cette procédure reflète les idées autogestionnaires ou scandinaves des années 1970 et même une continuité avec le thème gaulliste de la participation. Selon Jacques Delors il s'agit d'une « formule originale, de prévoir un dispositif ouvrant la transmission de l'entreprise non seulement aux héritiers mais à tous ceux qui, cadres et salariés, en font la richesse et l'avenir »<sup>4</sup>. Mais il ne s'agit absolument pas de socialiser les moyens de production en France par ce biais-là. Le RES semble en fait réservé aux seuls cadres dirigeants de l'entreprise. Selon l'investisseur Jean-François Vaury (Ciclad Gestion) : « lors du montage d'un LMBO<sup>5</sup>, il faut éviter le dérapage possible vers la coopérative ouvrière. Le dosage des pourcentages de participations doit être étudié avec délicatesse ; il doit refléter la structure de direction post LMBO, tout en tenant compte de la motivation de l'ensemble des salariés » (CF n°14, Juil-Août 88, p. 5). Cette mesure vise à

---

<sup>1</sup> Ce récit se fonde sur l'examen des sources écrites que l'on présente à l'Annexe M.

<sup>2</sup> Loi n°84-578 du 8 Juillet 1984 sur le développement de l'initiative économique.

<sup>3</sup> Les conditions dans lesquelles a été importé et réinterprété le LBO sont complexes. La loi de 1984 semble devoir beaucoup aux évolutions des années 1970. Précisons tout de même que les personnages de cette histoire ont quelques points communs : membres de la grande bourgeoisie, ils ont fait une partie de leurs études aux Etats-Unis, notamment dans des *business schools* et ont occupé des postes dans l'administration dans les années 1970, notamment au sein de l'Institut de Développement Industriel.

<sup>4</sup> Cité dans Delfosee, 1988.

<sup>5</sup> *Leveraged Management Buy-Out*, un autre nom pour *Management Buy-Out*, voir le Tableau 19 Chapitre II et l'Annexe L.

résoudre les problèmes de transmission d'entreprise qui avaient été construits en problème public quelques années auparavant. Dans les faits, elle servira aussi à l'Etat à privatiser des entreprises et à favoriser les restructurations. Selon l'investisseur Alain Célérier (TEAM Gestion) : « les problèmes de succession et la vente d'une société étaient suspects, souvent assimilés à un échec ou une fin de règne. [...] Pour entrer dans nos mœurs, le LMBO a donc pris l'aspect d'une mesure sociale : la reprise d'entreprise par les salariés » (CF n°15, Sept. 1988, p. 2).

Le RES/LBO peut s'appuyer sur la toute nouvelle profession du « capital-risque » qui se structure en association en 1984 sur le modèle de la *British Venture Capital Association* et se dote d'une publication professionnelle en 1987 (*Finance & Entreprise* renommée ensuite *Capital Finance*). Celle-ci impulse la création des Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR) en 1983 et des sociétés de capital-risque (SCR) en 1985, qui s'appuient eux-mêmes sur l'expérience de Siparex, une entreprise financière régionale, créée en 1977 à Lyon. Au cours des années 1980 vont participer au RES/LBO des organismes publics typiques de l'Etat développementaliste, comme l'Institut de Développement Industriel. Cette mesure du RES légalise en quelque sorte la pratique qui consiste à créer une société holding qui rembourse la dette d'acquisition à partir des dividendes de sa filiale opérationnelle, ce qui était semble-t-il considéré jusque-là comme relevant de l'abus de bien social. Le ministère des finances contrôle le déroulement des premières opérations par le biais d'un processus d'agrément jusqu'en 1987. Pour *Capital Finance*, il s'agit bien d'un projet d'« acclimatation » de ce qui est encore appelé le « capital-risque anglais et américain » (projet duquel le journal distingue plusieurs phases). Le LBO connaît un premier boom après 1987 car à cette date, en plus de la suppression de l'agrément, est prise la mesure de l'intégration fiscale des filiales aux sociétés-mères. L'Etat vend certaines de ses entreprises à des fonds dans le cadre de son programme de privatisations. L'opération phare de l'époque est celle réalisée par LBO France sur Darty. En 1988, le management de Darty, associé à 90% des salariés, rachète l'entreprise avec la famille et des financiers, pour en détenir 56%. Comme aux Etats-Unis, la crise économique du début des années 1990 touche sévèrement les LBO et entraîne dans sa chute notamment le Crédit Lyonnais. Au milieu des années 1990, le secteur se restructure. Nous examinerons la suite de la trajectoire au Chapitre II.

### ***C - Question de recherche et organisation de la thèse***

Après avoir défini le LBO et expliqué en quoi l'examen de cette technique nous permettait d'interroger les transformations du capitalisme français, nous pouvons exposer notre question de recherche. La thèse se focalise sur la période 2001-2009. Comme nous l'avons déjà évoqué, l'activité de LBO suit globalement les cycles du marché des fusions-acquisitions. Cette période constitue le troisième cycle du LBO au cours de laquelle le marché a subi une explosion (2005-2007) et implosion mondiale (2007-2009). Les années 2000 sont les années où triomphe le PE. Le choix d'une période d'une dizaine d'années possède deux avantages. Cela nous permet de prendre un certain recul pour pouvoir analyser les transformations du champ qui ont conduit à cette explosion et implosion. Une période resserrée nous permet de pouvoir nous concentrer sur les acteurs afin d'offrir une description qui contient suffisamment de détails empiriques. Ceci dit, nous serons parfois amenés à élargir la focale.

La thèse entend répondre à la question générale suivante : *quel rôle joue le LBO dans les transformations récentes du capitalisme français ?* Et plus précisément : le LBO a-t-il joué le même rôle qu'aux Etats-Unis dans les années 1980 ? Pour répondre à cette question, nous avons identifié un double problème. Le premier problème concerne les *causes* du développement rapide de ces opérations financières : pourquoi et comment les LBO ont-ils explosé en France dans les années 2000 ? Cette question est significative dans la mesure où la France est réputée être un pays dans lequel ce genre de pratiques « à l'anglo-saxonne » est frappée d'illégitimité sociale. Or, comme on l'a vu non, seulement la taille du marché des LBO place la France au troisième ou quatrième rang mondial, mais, si l'on rapporte celle-ci à la taille de l'économie française, le marché semble comparable à celui des Etats-Unis. Le deuxième problème concerne les *conséquences* de l'utilisation de cette technique : qu'est ce que le LBO fait aux entreprises et aux groupes qui les composent ? Cette question est aussi significative car faisant l'objet d'une controverse entre partisans et opposants de cette technique. Les premiers en défendent l'utilité sociale en affirmant que le LBO répond à un besoin des entreprises françaises (notamment les PME), tandis que les seconds dénoncent le caractère prédateur de ce genre d'opérations. Les arguments échangés dans cette controverse sont insatisfaisants, des deux côtés. En effet, comme on le verra, les investisseurs redéfinissent les besoins de l'économie française selon leurs besoins propres, tandis que la plupart des LBO des années 2000 en France ont été marqués par la volonté de ces

investisseurs de faire croître les entreprises dans leur portefeuille et non de les dépecer, même si cet objectif demandait d'opérer une restructuration.

Ces deux problèmes ne sont pas indépendants l'un de l'autre : les conséquences de l'utilisation de la technique du LBO dépendent des conditions dans lesquelles celle-ci s'est développée. En effet, le LBO est une arme organisationnelle mobilisée par des acteurs dans leurs champs d'action respectifs mais qui se trouvent réunis dans le champ du LBO. Celui-ci est composé d'acteurs hétérogènes dont les dynamiques sont variables. Nous utilisons le terme de « champ d'action » dans le sens de Fligstein et McAdam (2012). Ceux-ci parlent de « champ d'action stratégique » (*strategic action field*). Leur théorie assez flexible nous semble mieux convenir à notre objet qu'une position structuraliste, comme celle de la théorie des champs de Pierre Bourdieu, ou une position interactionniste analysant les systèmes d'interdépendances locaux (par exemple, Friedberg, 1997)<sup>1</sup>. Le champ d'action du LBO, et notamment le champ organisationnel des fonds d'investissement, constitue une structure de médiation qui filtre les mouvements qui affectent l'économie française (les « causes ») et qui les réfracte dans les entreprises (les « conséquences »). On verra ainsi comment les fonds d'investissement ont réagi différemment à la mutation du capitalisme français vers la fin des années 1990 et comment les effets des LBO sur les entreprises diffèrent suivant leur position dans le champ. Cette structure de médiation a donné sa forme spécifique à la trajectoire du changement : à la différence des Etats-Unis, celui-ci est plus incrémental que disruptif. Ceci explique la permanence de certains traits traditionnels du capitalisme français.

La thèse est globalement organisée en resserrant progressivement la focale de l'analyse. Nous commençons d'abord par décrire la structure sociale et la dynamique historique du LBO dans les années 2000. Le Chapitre I décrit le champ du LBO français. Celui-ci appartient au monde de la propriété et du contrôle des entreprises et il constitue une sous-partie de la profession du capital-investissement. Les acteurs les plus importants du LBO sont les banquiers, les investisseurs et les dirigeants d'entreprise. Les données stratégiques et morphologiques permettent d'affirmer la prééminence des banques, le rôle d'intermédiaire des fonds et la marginalisation des entreprises dans cet arrangement. Le Chapitre II se concentre

---

<sup>1</sup> Sur les diverses théorisations du « champ » voir le très clair article de John Levi Martin (Martin, 2003).

sur les fonds d'investissement en dégageant ses modes de différenciation et d'intégration. Les fonds d'investissement sont différenciés de manière analogue au champ du LBO total, suivant une logique d'échelle. Des systèmes d'échange intègrent ce champ inter-organisationnel par le biais du rôle crucial d'une élite parisienne qui articule le niveau global et le niveau local. Le Chapitre III analyse la trajectoire historique du champ du LBO depuis la fin des années 1990. Il montre que cette trajectoire a été caractérisée par la traduction puis la consécration d'un modèle d'activité provenant des Etats-Unis (le « modèle actionnarial ») par les fonds français établis qui ont enrôlé les dirigeants tandis que les banquiers l'ont alimenté. La dynamique qui s'est enclenchée a débouché sur la formation d'une bulle spéculative qui a été stoppée avec l'assèchement du crédit à l'été 2007 et a mis en difficulté toute la communauté du LBO.

Ensuite, nous nous intéressons aux logiques institutionnelles portées par les fonds d'investissement et à leur réception en se situant au niveau de la dyade investisseurs-dirigeants. Le Chapitre IV décrit la manière dont les investisseurs évaluent et valorisent les entreprises. Il montre que du fait de leur logique professionnelle spécifique, les investisseurs accomplissent un travail de rationalisation des entreprises orienté vers la production de valeur actionnariale. Le Chapitre V montre que ce processus de rationalisation actionnarial subit un amortissement. Il donne lieu à des échanges à la frontière, des tensions et des conflits. Pour prévenir ou résoudre ces conflits, les investisseurs se « rationalisent » en modérant leurs initiatives et en fabriquant le discours du « LBO français ».

Enfin, nous nous intéressons aux effets concrets du LBO dans les entreprises. Le Chapitre VI propose une introduction à une étude de cas en résumant les principales études disponibles concernant les effets des LBO sur l'emploi et l'organisation du travail et en resituant le cas dans son contexte historique. On montre que les effets des LBO sont tout à fait contrastés et sont fonction de la structure et de la dynamique du champ d'action. Le Chapitre VII analyse le cas de TechnologieAvancée, une entreprise sous LBO. Il montre que le LBO s'est traduit par une pression forte à la restructuration de la part du fonds d'investissement qui a été en partie contrecarrée par la direction générale pour préserver l'ordre social d'entreprise, mais que le compromis institué a été déstabilisé par l'onde de choc de la crise financière. Le Chapitre VIII poursuit l'analyse de TechnologieAvancée plus en profondeur. Nous montrons que le fonds d'investissement tire son principal pouvoir de l'incertitude qu'il fait peser sur l'ensemble de l'entreprise, mais que cette incertitude structure les anticipations de ses membres les plus puissants qui voulaient tirer partie de la situation. Ces données permettent

de comprendre pourquoi les forces centripètes et centrifuges qui traversaient l'entreprise commençaient à former un « cercle vicieux de l'épuisement ».

La conclusion rendra explicite notre réponse à la question de savoir *ce que nous dit* le LBO sur les transformations du capitalisme français, et en tirera les principales implications.

## Prologue méthodologique

---

La démarche que nous adoptons dans cette thèse demande quelques explications. Notre démarche peut se caractériser par trois traits : nous étudions la finance d'un point de vue sociologique, nous mettons en œuvre une démarche pragmatique adossée à un pluralisme épistémologique et nous utilisons des données de nature différentes.

### *A - La finance d'un point de vue sociologique*

Au sein des sciences sociales, la finance n'est pas habituellement considérée comme un objet typiquement sociologique. Le fonctionnement des marchés de capitaux (externes ou internes) est avant tout étudié par une autre discipline : l'économie. Cependant au sein de cette discipline, les deux grands courants que sont l'économie néo-classique et l'économie institutionnaliste accordent une place privilégiée au fonctionnement du marché des biens et surtout du marché du travail par rapport au marché des capitaux. Il faut se placer au niveau de sous-champs pour pouvoir avoir une vision plus approfondie. Ces deux sous-champs sont l'économie financière, originaire des Etats-Unis (*financial economics*), et l'économie de la régulation, originaire de France. Les sciences de gestion étudient aussi la finance, mais d'un point de vue moins théorique et plus pragmatique, mettant en avant les stratégies et outils de gestion permettant d'évaluer et de créer de la valeur financière<sup>1</sup>.

Ce travail de thèse analyse la finance d'un point de vue différent qui est celui de la sociologie. Si l'on peut dire que la sociologie s'est intéressée aux phénomènes économiques depuis ses débuts (Vatin et Steiner, 2009), celle-ci s'est de plus en plus mise à les étudier depuis les années 1980 et surtout 1990 à la fois en France et aux Etats-Unis, pour donner naissance à la sous-discipline de la « sociologie économique »<sup>2</sup>. La sociologie économique s'intéresse en particulier au fonctionnement des marchés (François, 2008). Si ce sont les marchés des biens ou du travail qui sont les plus étudiés, les marchés de capitaux le sont aussi. L'étude sociologique de la finance n'a vraiment pris son essor que dans les années 2000,

---

<sup>1</sup> Voir par exemple le manuel de Michel Albouy (Albouy, 2003).

<sup>2</sup> On pourra se reporter aux manuels de référence en anglais (Smelser et Swedberg, 1994) et en français (Vatin et Steiner, 2009).



en particulier en France<sup>1</sup>. La sociologie économique, et par voie de conséquence la sociologie de la finance, part du principe général selon lequel l'économie est « encastrée » dans le social (Granovetter, 1985 ; Polanyi, 2001). On ne peut totalement comprendre le fonctionnement des marchés sans les replacer dans leur contexte social, que celui-ci soit conceptualisé comme une structure de relations, une communauté de valeurs, un environnement légal ou un cadre cognitif (Steiner, 2011).

Au sein de la sociologie de la finance, notre démarche se différencie quelque peu de celles existantes. On peut très schématiquement regrouper les travaux selon deux grandes perspectives. L'une s'inspire plutôt de la sociologie des élites autour Charles Wright Mills (Mintz et Schwartz, 1987 ; Mizruchi, 2013 ; Useem, 1993, 1999) ou Pierre Bourdieu (Godechot, 2005, 2007 ; Lagneau-Ymonet et Riva, 2012). L'autre s'inspire plutôt de la sociologie des sciences autour de Bruno Latour et Michel Callon (Beunza et Stark, 2004 ; Callon et Muniesa, 2003 ; Lépinay, 2011 ; MacKenzie, 2008). Notre démarche se veut complémentaire de ces dernières et est inspirée de la *sociologie des organisations*<sup>2</sup>. Par « sociologie des organisations » nous entendons à la fois une sociologie qui prend pour unité d'analyse les organisations comme types d'acteurs (et non pas seulement les individus) et une sociologie qui étudie les processus d'organisation et de désorganisation collectives, reflétant la double acception du terme (Scott et Davis, 2006). Nous nous inspirons des travaux des auteurs néo-institutionnalistes (Powell et DiMaggio, 1991), en particulier ceux de Neil Fligstein (Fligstein, 1993, 2002 ; Fligstein et McAdam, 2012). Nous nous inspirons aussi de la sociologie des organisations française, qui se situe à un degré de généralité moins élevé, notamment les travaux de Crozier et Friedberg (Crozier et Friedberg, 1992), Friedberg (Friedberg, 1997), Reynaud (Reynaud, 1997) et Lazega (Lazega, 1994). L'utilité de cette perspective pour notre sujet est défendue dans l'introduction et illustrée dans les pages suivantes.

---

<sup>1</sup> Pour un bref historique de ces travaux, voir le chapitre d'Olivier Godechot dans le manuel de Philippe Steiner et François Vatin (Godechot, 2009).

<sup>2</sup> Voir notre discussion de cette littérature en introduction.

## ***B - Pluralisme épistémologique et démarche pragmatique***

Notre thèse fait état d'un pluralisme épistémologique qui commande le pragmatisme dans la recherche empirique. Par « pluralisme épistémologique » il faut entendre une attitude intellectuelle qui ne prend pas partie *a priori* sur les grandes options métathéoriques des sciences sociales. Ce pluralisme épistémologique a des conséquences sur la manière de conduire la recherche empirique. Comme l'explique le sociologue Mario Small: “*I assume that different questions require not only different data but also different methodological orientations, and that data sources should be employed to answer only those type of questions [...] for which they are best suited. In the pluralist perspective, integration arises not from the unity of the method but from the complementarity of methods and data sources*” (Small, 2010, p. 199). Dans cette perspective, le chercheur ne s'interdit pas d'utiliser tels types de données et telles méthodes d'analyse. Ce qui lui importe, c'est que celles-ci soient adaptées aux questions qu'il se pose. Il ne découvre cette utilité qu'au fur et à mesure de son processus d'enquête.

Notre démarche empirique est plus précisément guidée par trois principes classiques : la production de théorie ancrée, la pratique de la variation d'échelle et le paradigme indiciaire. La production de théorie ancrée vise à élaborer une théorie substantive à partir de la méthode de la « comparaison continue » au sein d'un cas (Glaser et Strauss, 2010). La comparaison avec des cas similaires permet éventuellement de monter en généralité vers une théorie formelle par le biais de l'induction analytique. La production de théorie ancrée est donc une démarche « hypothético-inductive » (Friedberg, 1997) et s'oppose à la démarche hypothético-déductive. La pratique de la variation d'échelle provient de la micro-histoire et de l'anthropologie culturelle (Geertz, 1973 ; Revel, 1998). Elle part du principe selon lequel à chaque niveau d'analyse correspond un mode de réalité spécifique. En termes triviaux, on ne voit pas la même chose en fonction du point de vue où l'on se place. Par delà les distinctions entre niveaux d'analyse, on peut dire que les méthodes quantitatives permettent d'obtenir une vision *extensive* tandis que les méthodes qualitatives permettent d'obtenir une vision *intensive*. Dans ce travail, nous progressons globalement du macro-social vers le micro-social en augmentant la « résolution » de l'analyse, même si nous serons amenés à faire des allers-retours entre le macro et le micro. Le paradigme de l'indice provient aussi de la micro-histoire, mais il nous semble qu'il constitue le paradigme standard de l'historien en général ainsi que celui de l'archéologue. Ces deux catégories de chercheurs sont confrontées au problème de la rareté des sources. Ce type de problème est aussi rencontré par le sociologue

qui travaille sur des cas spéciaux ou atypiques. L'idée générale du paradigme indiciaire est que le chercheur mène une *enquête*. Dans cette perspective, l'administration de la preuve ne repose pas sur le test d'hypothèse mais sur la triangulation. La qualité de la triangulation est indiquée par le nombre et la diversité des sources utilisées.

### ***C - Description des données utilisées***

Les deux parties précédentes donnent le cadre général d'interprétation de nos données. Nous allons maintenant décrire celles-ci. Nous utilisons à la fois des données qualitatives et quantitatives (Dietrich, Loison et Roupnel, 2010). Une telle méthodologie est habituellement qualifiée de « méthode mixte ». Malgré les barrières existant entre les cultures sociologiques de la recherche qualitative et de la recherche quantitative, c'est devenu une méthodologie classique. Dans la perspective la plus féconde d'un « bricolage raisonné », aucun type de donnée ne prime sur l'autre, car elles s'éclairent mutuellement (Lemerancier, Ollivier et Zalc, 2013).

Pour ce qui est des méthodes qualitatives, nous utilisons des entretiens semi-directifs. Ceux-ci sont au nombre de 68. Nous disposons de 25 entretiens avec des personnes travaillant dans le champ du LBO et de 43 entretiens avec des personnes travaillant dans une entreprise sous LBO. Les conditions de recueil de ces entretiens ainsi que les grilles d'entretien sont données dans les annexes I et K. Pour ce qui est des données quantitatives, nous nous appuyons sur une base de données originale issue d'une recension de 1428 opérations de LBO et construite à partir de publications professionnelles. Les données quantitatives sont de trois natures : des données relationnelles sur les organisations et les individus qui participent à ces *deals*, des données d'attributs sur ces organisations et des séries temporelles. Ces données quantitatives sont analysées avec plusieurs méthodes. La base de données est décrite à l'Annexe B. Chaque traitement, à condition qu'il ne soit pas trivial, fait l'objet d'une annexe spécifique. Le croisement de ces données et des niveaux d'analyses individuel et organisationnel nous permet d'avoir une vision, non pas totale, mais assez globale du LBO en France dans les années 2000. C'est ce que montre le Tableau 2.

Tableau 2 : dimensions des données de la thèse

<i>Niveau\Données</i>	<b>Données quantitatives</b>	<b>Données qualitatives</b>
<b>Au niveau des individus</b>	Quelques éléments au Chapitre I	Entretiens avec des investisseurs (Chapitres IV et V)
<b>Au niveau des organisations</b>	Champ du LBO (Chapitres I, II et III)	Etude de cas de Technologie Avancée (Chapitres VI, VII et VIII)

Note : tableau inspiré de Small, 2010.

En plus de ces données qualitatives et quantitatives, des sources écrites viennent compléter l'analyse : il s'agit de manuels, de rapports, d'articles de presse, de documents internes, de sites internet, de diverses publications professionnelles (brochures, notes)... Celles-ci sont recensées à l'Annexe M.

Il est important de se pencher sur les caractéristiques de notre échantillon d'opérations, notamment en comparaison avec d'autres échantillons. Cette comparaison semble nécessaire car les échantillons de LBO français ont été recueillis à l'aide de sources hétérogènes et les chercheurs ont récolté des variables différentes. Pour la description de notre source et du principe d'échantillonnage on pourra se reporter à l'Annexe B. A notre connaissance, il n'existe que sept échantillons disponibles pour pouvoir le comparer. Le Tableau 3 présente quelques variables clés.

Tableau 3 : variables clés pour huit échantillons de LBO en France

	<b>Riberolles, 1995</b>	<b>Desbrières et Schatt, 2002</b>	<b>Le Nadant et Perdreau, 2003</b>	<b>Boucly et al., 2011</b>	<b>Gaspar, 2013</b>	<b>Palard et al., 2013</b>	<b>Bédu et Palard, 2014</b>	<b>Foureault, 2014</b>
<i>Période</i>	1984-1994	1988-1994	1996-2001	1994-2004	1995-2005	2003-2007	2000-2010	2000-2010
<i>Nombre d'opérations</i>	36	161	350	839	158	123	626	1428
<i>Valeur totale des opérations</i>	22582,4							147882,7
<i>Valeur moyenne des opérations</i>	122,48 (1321,100)			303,85		323,33		225,1 (545,82)
<i>Chiffre d'affaires moyen de l'entreprise-cible</i>							37,9 (81)	119,88 (338,21)
<i>Ventes moyennes de l'entreprise-cible</i>		29,30 (352,147)			51,74 (100,23)			
<i>Effectifs de l'entreprise-cible</i>				173 (242)			220 (51)	670,12 (2649,04)
<i>Résultat opérationnel moyen de l'entreprise-cible</i>	20,14 (317,79)				4,50 (7,39)	12,38		29,65 (64,95)
<i>Marge opérationnelle moyenne de l'entreprise-cible</i>					0,11 (0,10)			0,14 (0,13)
<i>Multiple du résultat moyen</i>	12,05 (10,12)					5,44		10,28 (12,57)
<i>Secteur modal de l'entreprise-cible</i>			Distribution		Industrie			Industrie
<i>Source modale de l'opération</i>	Externalisation	Famille	Externalisation	Famille	Famille			Famille/institutionnel

Note: pour assurer la comparabilité entre les études, la plupart des données ont été exprimées en millions d'euros constants 2010. Pour la comparabilité, on a aussi utilisé les valeurs moyennes même si les distributions sont très asymétriques. Entre parenthèse figurent les écarts-types.

On peut constater que les échantillons diffèrent beaucoup par leur taille et leur période. A part celui de Bédu et Palard, et Palard et ses collègues (Bedu et Palard, 2014 ; Palard, Barredy et Bedu, 2013), notre échantillon traite de la période récente (troisième vague de LBO). Pour cette raison il est difficile de dire si les différences que l'on peut constater sont dues à l'échantillonnage ou à la nature changeante du LBO. Les autres échantillons traitent de la première vague du LBO (Desbrières et Schatt, 2002 ; de Riberolles, 1995), de la deuxième vague (Nadant and Perdreau 2006), ou sont à cheval sur la deuxième et troisième vague (Boucly, Sraer et Thesmar, 2011 ; Gaspar, 2012). Notre échantillon contient des opérations d'une taille moyenne se situant entre celle de Riberolles d'une part, et Boucly et ses collègues ainsi que Palard et ses collègues d'autre part. Bien que la valeur moyenne des *deals* soit supérieure, l'échantillon de ces derniers semble comprendre des entreprises plus petites et plus homogènes. Les échantillons convergent sur la nature des entreprises sous LBO : ce sont soit des entreprises du secteur de l'industrie ou de la distribution, et issues du capitalisme familial ou managérial. Bien qu'étant comparable aux autres échantillons, le nôtre est plus grand et semble plus complet et plus hétérogène.

Il est utile de comparer notre échantillon à celui de Riberolles, qui traite de la première vague de LBO en France et pour lequel nous disposons des données brutes. Le Tableau 4 présente les distributions de certaines variables clés au niveau des opérations.

Tableau 4 : distributions de variables clés pour les échantillons de Riberolles et Foureault

Riberolles, 1995

Valeur	Multiple du résultat	Ratio dette sur fonds propres	Multiple de dette	Pourcentage du capital au management
Min.: 2.83	Min. : 0.2553	Min. :0.0679	Min. : 0.1351	Min. : 0.000
1er Qu.: 17.33	1er Qu.: 7.3055	1er Qu.:1.2588	1er Qu.: 4.4508	1er Qu.: 6.638
Médiane : 35.34	Médiane :10.1129	Médiane :2.0000	Médiane : 6.6562	Médiane : 28.450
Moyenne : 122.48	Moyenne :12.0513	Moyenne :2.4428	Moyenne : 7.8142	Moyenne : 34.866
3è Qu.: 98,41	3è Qu.:12.2636	3è Qu.:2.3028	3è Qu.: 8.2892	3è Qu.: 55.000
Max. :1393,37	Max. :60.0000	Max. :9.0000	Max. :36.0000	Max. :100.000

Foureault, 2014

Valeur	Multiple du résultat	Ratio dette sur fonds propres	Multiple de dette	Pourcentage du capital au management
Min. : 0.2	Min. : 0.883	Min. : 0.023	Min. :0,02804	Min. : 1.00
1er Qu.: 10.0	1er Qu.: 5.947	1er Qu.: 1.000	1er Qu.:2.50	1er Qu.: 20.00
Médiane : 44.0	Médiane : 8.000	Médiane : 1.167	Médiane :4.035	Médiane : 39.00
Moyenne : 225.1	Moyenne : 10.277	Moyenne : 1.517	Moyenne :4.933	Moyenne : 38.46
3è Qu.: 180.0	3è Qu.: 11.000	3è Qu.: 1.875	3è Qu.:6.023	3è Qu.: 53.00
Max. :6100.0	Max. : 161.111	Max. : 12.556	Max. :88.61	Max. : 98.00

Les caractéristiques des deux échantillons sont assez similaires. Les contrastes reflètent vraisemblablement les évolutions historiques du marché du LBO (entre la première et la troisième vague). L'échantillon de Riberolles fait état d'opérations de plus petites tailles : la valeur médiane des *deals* est de 35 millions d'euros comparé à 44 millions d'euros pour notre échantillon. L'opération la plus grosse est d'un milliard d'euros contre 6 milliards d'euros.

Pourtant, les opérations apparaissent plus risquées. Les entreprises sont valorisées en moyenne 12 fois leur résultat opérationnel dans son échantillon contre 10 fois dans le nôtre. L'effet de levier est aussi plus élevé : le ratio dette sur fonds propres est en moyenne de 2,4 contre 1,5 ; la dette représente presque 8 fois le résultat opérationnel dans son échantillon, contre presque 5 fois dans le nôtre. La direction générale détient en moyenne 35% de la propriété de l'entreprise dans son échantillon et 38,5% dans le nôtre. Il est probable que notre échantillon contient plus de petites entreprises que le sien<sup>1</sup>. Les distributions sont aussi différentes : même si les opérations apparaissent moins risquées en moyenne, notre échantillon fait apparaître un petit nombre d'opération très risquées. Dans son échantillon, le ratio dette sur fonds propre maximal est de 9 contre 12,5 dans le nôtre. Le ratio dette sur résultat est au maximum de 36 dans son échantillon, contre 88,6 dans le nôtre. Il est difficile de dire si ces valeurs extrêmes sont aberrantes ou si elles reflètent l'emballement spéculatif de la période 2005-2007.

Dans ce prologue, nous avons présenté notre démarche et en particulier nous avons décrit nos données. Celles-ci sont de nature qualitative et quantitative. Les prochains chapitres analysent ces données à la lumière de la question de recherche posée précédemment

---

<sup>1</sup> Cela reflèterait l'entrée dans ce marché des petits fonds régionaux décrite au Chapitre III.





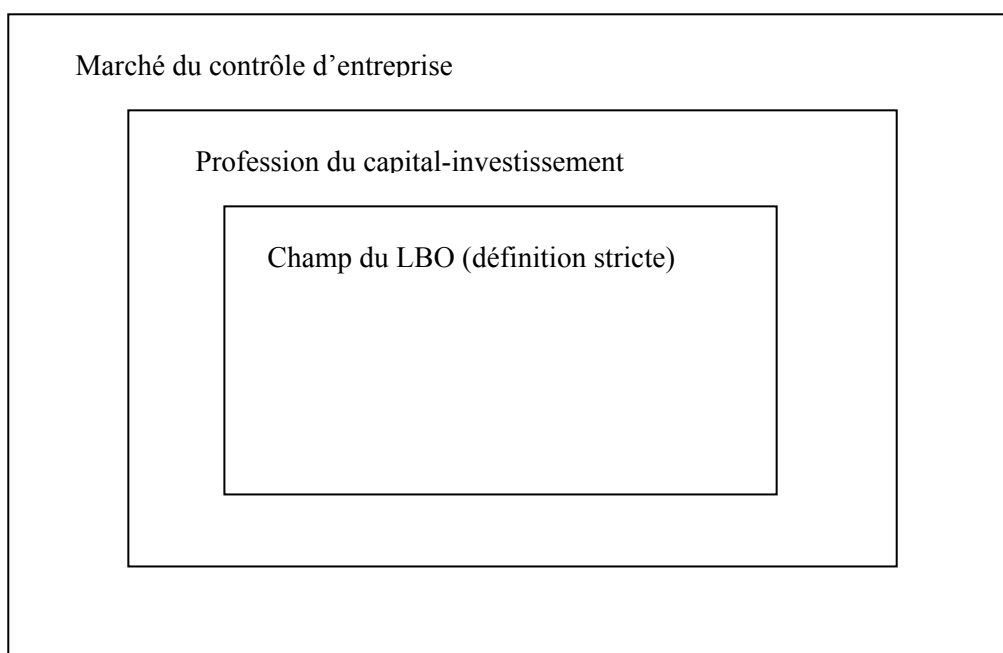
## Chapitre I- Le champ du LBO français

---

Ce chapitre s'attache à montrer que l'utilisation de la technique du LBO par des groupes élitaires tels que les banquiers, les investisseurs et les dirigeants d'entreprise contribue à former une structure sociale spécifique que nous appelons le « champ du LBO ». Il en décrit la structure et esquisse ses principaux modes de régulation.

Comme nous l'avons vu en introduction, nous utilisons le terme de « champ d'action ». Nous employons ce terme dans le sens que lui donnent, globalement, Fligstein et McAdam qui parlent de « champ d'action stratégique » (*strategic action field*). Dans leur théorisation, un champ d'action stratégique est un ensemble d'acteurs qui interagissent sur la base d'une même compréhension des buts à atteindre dans le champ, des relations que les acteurs entretiennent entre eux et des règles définissant les actions légitimes. Les relations entre les acteurs peuvent être de nature coercitive, compétitive ou coopérative. Le champ est structuré de manière grossière en trois positions principales: des acteurs établis (*incumbents*), des acteurs opposants (*challengers*) et des unités de gouvernance internes (*internal governance units*). Nous définissons le champ du LBO comme l'ensemble des acteurs qui utilisent cette technique financière. Bien que chaque acteur utilise celle-ci pour ses buts propres, il existe un double enjeu commun au champ du LBO : la réussite de l'opération et l'extension du marché. Comme nous le verrons, ce champ d'action est composé de petites coalitions qui entrent en compétition pour acheter et vendre des parts de sociétés. Le champ du LBO est donc une sous-partie de ce qu'on appelle le « marché du contrôle d'entreprise » (*market for corporate control*). Le marché du contrôle d'entreprise regroupe différents types d'actionnaires. Parmi ces actionnaires, les fonds d'investissement qui pratiquent le LBO appartiennent à la profession du capital-investissement (*Private Equity*). On peut donc décrire l'environnement du LBO comme un emboîtement de trois champs, comme l'illustre la Figure 4 :

Figure 4 : l'emboîtement des champs d'action



Le but de ce chapitre est essentiellement descriptif. Il procède à l'examen du champ du LBO en France, formé par les banquiers, les investisseurs et les dirigeants, dans les années 2000. Cette description nous servira à esquisser les principaux modes de régulation du champ. Dans une première sous-partie, ce champ d'action est replacé dans son environnement naturel, celui du marché du contrôle d'entreprise d'une part et celui du capital-investissement d'autre part (A). Dans une deuxième sous-partie, nous décrivons la morphologie de ce champ d'action: sa démographie, ses acteurs principaux et ses grandes lignes de force (B).

### ***A - Du marché du contrôle d'entreprise au champ du LBO***

Le champ du LBO est entouré par un « environnement naturel » qui peut lui-même être considéré comme un emboîtement de champs. Au sein du marché du contrôle d'entreprises se trouve la profession du capital-investissement, de laquelle font partie les fonds d'investissement qui pratiquent le LBO. A strictement parler, le champ du LBO est composé de coalitions de banquiers, d'investisseurs et de dirigeants d'entreprises.

## 1) Le marché du contrôle d'entreprise

Le marché du contrôle d'entreprise est un marché dans lequel s'échangent non seulement des droits de propriété de l'entreprise (parts de capital) mais aussi des droits de contrôle sur l'entreprise, typiquement des parts de capital suffisamment grandes pour que le nouvel actionnaire puisse infléchir la stratégie et la gestion de l'entreprise. Le marché du contrôle d'entreprise est plus communément appelé « marché des fusions-acquisitions » et a été théorisé par des économistes et juristes américains, notamment Henry Manne (Manne, 1965).

Au sein de ce marché du contrôle interviennent différents types d'actionnaires. Comme tout marché, celui-ci est une structure sociale composée de relations de concurrence et d'échange (François, 2008 ; Weber, 2003b [1921]) : concurrence pour l'échange de titres de propriété entre actionnaires potentiels. En quoi le marché du LBO fait-il partie du marché du contrôle d'entreprise ? Les participants à l'échange sont, du côté des *acheteurs* : les investisseurs et les managers. Du côté des *vendeurs* : les actionnaires précédents, qui peuvent être la direction générale d'un grand groupe, une famille, ou un véhicule coté et, dans un certain nombre de cas, d'autres investisseurs ainsi que les mêmes managers. Des coalitions *ad hoc* d'investisseurs et de managers entrent donc en concurrence avec d'autres coalitions du même genre, pour acquérir 100% du capital d'une entreprise. Les banquiers interviennent dans ces coalitions en fournissant la dette nécessaire à l'acquisition<sup>1</sup>. Plus généralement, on peut distinguer quatre grands types d'actionnaires qui sont présents sur le marché du contrôle d'entreprise.

Le premier type de propriétaire dans une économie comme celle de la France, est l'Etat. Bien que son poids soit déclinant, cette entité possède toujours un certain nombre d'entreprises, équivalent à 5% des effectifs salariés et 6% de la valeur ajoutée de l'économie française en 2006 selon l'INSEE. Cette détention est soit directe, soit indirecte, à travers des institutions prenant des participations dans les entreprises. Certaines de ces organisations pratiquent le LBO, comme la Caisse des Dépôts et des Consignations (CDC). Certains fonds d'investissement pratiquant aujourd'hui le LBO étaient détenus par l'Etat, comme l'Institut de Développement Industriel (IDI) ou l'Institut de Participation de l'Ouest (IPO). Des fonds

---

<sup>1</sup> Voir le schéma en introduction.

régionaux participant à ces opérations sont détenus par leur Conseil Régional, comme l'Institut de Développement Economique de la Bourgogne ou Picardie Investissement. De plus, le LBO a été utilisé dans les années 1980 et 1990 pour effectuer des privatisations d'entreprises publiques. L'IDI a été privatisée en 1987 : ce sont les dirigeants de cette entité qui l'ont rachetée en LBO. Enfin, certains investisseurs en LBO sont de hauts fonctionnaires pratiquant le pantouflage : Xavier Moréno d'Astorg Partners, Robert Daussun de LBO France ou encore Walter Butler de Butler Capital Partners<sup>1</sup>.

Le deuxième type de propriétaires d'entreprises sont les familles. Celles-ci tiennent toujours une grande place dans l'actionnariat des entreprises françaises (Windolf, 1999). Le rachat d'entreprises familiales est d'ailleurs une des spécialités des fonds de LBO. L'exemple canonique à ce sujet est le rachat de l'entreprise Darty en 1988 par la technique du RES. LBO France, mené à cette époque par Gilles Cahen-Salvador, a racheté cette entreprise avec la famille, les managers et les salariés, pour 1,2 milliards de dollars<sup>2</sup>. Certains fonds sont eux-mêmes issus de grandes familles industrielles, comme Paluel-Marmont Capital, issu de l'alliance entre Roger Paluel-Marmont et la famille Lebon ; ou bien le fonds français Sagard, créé par un regroupement de familles autour de la famille canadienne Desmarais, par ailleurs présente dans le fonds américain Carlyle. Mis à part les familles de l'aristocratie ou de la grande bourgeoisie, les fonds rachètent aussi des petites et moyennes entreprises appartenant à la bourgeoisie de province.

Le troisième type de propriétaires d'entreprises sont les grands groupes, qu'ils soient industriels ou financiers. Le poids économique impressionnant de ces entités est souvent reconnu. Skalitz souligne qu'en 2002, plus de la moitié des salariés travaillaient dans des groupes, et que les entreprises appartenant à des groupes produisaient 60% de la valeur ajoutée de l'économie française (Skalitz, 2002). Le rachat d'entreprises à des grands groupes, comme des divisions ou des lignes de produits, sont l'autre spécialité des fonds de LBO. Un exemple peut-être donné par le rachat de la société de transports Kéolis à la SNCF en 2004

---

<sup>1</sup> Cette remarque sur les liens personnels entre l'Etat et les investisseurs en LBO est aussi valable pour les pays Anglo-Saxons. L'exemple le plus connu est celui du fond américain Carlyle, lié au monde pétrolier et symbole du « complexe militaro-industriel ». Il regroupe (entre autres) John Major, ancien Premier Ministre britannique, George Bush, ancien Président des Etats-Unis et James Baker, ancien Secrétaire d'Etat. Il a été fondé par David Rubenstein, lui-même conseillé de Jimmy Carter (CF n°586, Nov. 2001). On pourrait trouver de nombreux autres exemples.

<sup>2</sup> «Debt financed take-over growing in Europe», *Financial Times*, 30 Avril, 1989.

par le fonds anglais 3i pour 520 millions d'euros. Les grands groupes peuvent être vendeurs mais aussi *acheteurs* d'entreprises sous LBO, une fois que le fonds désire valoriser sa participation. Tout comme les familles et l'Etat, de grands groupes industriels peuvent être à l'origine de fonds d'investissement, mais cela semble limité aux fonds de capital-risque ou de capital-développement, comme Arevadelfi qui est une émanation du groupe Areva. Par contre, la quasi-totalité des groupes bancaires possèdent des fonds d'investissement en tant que filiales : c'est le cas de Barclays PE pour la banque Barclays, de Socadif pour la Société Générale, ou d'Alliance Entreprendre pour la Caisse d'Epargne. La participation de dirigeants de grandes entreprises industrielles en tant que partenaires dans des fonds de LBO reste aussi limitée, mais ce phénomène croissant dans les années 2000 n'est pas à négliger<sup>1</sup>. On peut à cet égard citer l'exemple de Noël Goutard, ex-PDG redresseur de Valéo, qui a fondé sa propre société de capital-investissement NG Investments en 1999 et qui est associé à LBO France.

Le quatrième type de propriétaire d'entreprises est plus hétérogène. Ce sont des acteurs qui sont présents en Bourse. De notre point de vue il s'agit de fonds de placements, de *hedge funds* ou de raiders. Les commentateurs ont souligné le poids croissant de ces acteurs dans le modèle économique français, tout particulièrement les tenants de l'école de la régulation. Les organismes de placements, comme les compagnies d'assurance ou les fonds de pension, financent les fonds de LBO en leur confiant de l'argent. Un certain nombre d'entre eux détiennent des fonds d'investissement en tant que filiale. Des exemples sont ceux d'Axa PE pour Axa, Pefectis PE pour Euler Hermes (du groupe Allianz), et Acto pour Groupama. Mais il ne faut pas exagérer la proximité des fonds d'investissement en LBO avec tous ces acteurs. D'abord, parce que le propre des fonds d'investissement en LBO est de prendre des positions majoritaires dans des sociétés non cotées. Les opérations de « sortie de cote » sont relativement rares, même si elles représentent une part significative du marché en valeur. Ensuite, parce qu'il convient de bien distinguer les acteurs. A notre connaissance, le seul fonds de pension qui investisse directement dans le cadre d'opérations à effet de levier est la Caisse de Dépôts et de Placements du Québec. Les *hedge funds* opèrent grâce à des stratégies d'arbitrage qui peuvent être de très court terme, à la différence d'un fonds de LBO dont la durée de détention est de l'ordre de trois à cinq ans. Enfin, les fonds de LBO ne sont pas forcément des raiders. Si l'on définit par ce terme des investisseurs qui opèrent des rachats

---

<sup>1</sup> Le Chapitre III s'étendra plus sur la signification et l'extension de ce phénomène.

hostiles de sociétés pour les revendre par appartements, alors certains fonds de LBO ont été raiders dans les années 1980, surtout aux Etats-Unis, mais cela ne semble pas une caractérisation adéquate des LBO en France dans les années 2000.

## 2) La profession du capital-investissement

L'environnement local du champ du LBO est celui de son milieu professionnel. Celui-ci regroupe tous les acteurs dont le métier est d'investir dans des entreprises non cotées. Cette profession a donné naissance à une petite industrie qui vient en soutien aux fonds d'investissement.

Les investisseurs dans des entreprises non cotées sont dotés d'une association professionnelle appelée l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC). L'AFIC définit le capital-investissement comme suit : « Le métier du Capital Investissement consiste à prendre des participations majoritaires ou minoritaires dans le capital de petites et moyennes entreprises généralement non cotées. Cette prise de participation permet de financer leur démarrage, leur croissance, leur transmission, parfois leur redressement et leur survie »<sup>1</sup>. Le métier de capital-investissement réunit donc bien des actionnaires puisqu'il s'agit de prendre part au capital d'entreprises, mais cette activité s'effectue dans la plupart des cas sur des entreprises qui ne sont pas cotées en Bourse et qui ne sont pas de grande taille. Le but de ces investisseurs tel qu'exprimé ici est d'apporter des fonds propres à ces entreprises. En contrepartie de cet investissement, ils désirent obtenir une plus-value, lorsqu'ils revendent les parts de l'entreprise achetée. L'entreprise est conceptualisée comme ayant un cycle de vie : de la naissance, jusqu'à la mort éventuelle. Cette conceptualisation biologique définit plusieurs sortes d'activités pour ces investisseurs qui accomplissent donc plusieurs fonctions vitales successives. La profession est divisée en plusieurs segments correspondant à ces différentes fonctions.

Le *capital-risque*, ou *venture capital*, finance les entreprises au moment de leur création. Il s'agit d'entreprises produisant des technologies avancées, comme les entreprises de l'Internet ou de biotechnologies. Le *capital-développement* finance des entreprises un peu moins jeunes ou un peu moins petites qui sont en phase de croissance, c'est-à-dire une fois

---

<sup>1</sup> [http://www.afic.asso.fr/Website/site/fra\\_rubriques\\_lecapitalinvestissement.htm](http://www.afic.asso.fr/Website/site/fra_rubriques_lecapitalinvestissement.htm) (consultation le 15/01/13)

qu'elles ont un marché relativement établi. Le *capital-transmission* concerne les entreprises dont l'actionnaire principal (fondateur, familial, de groupe...) désire se désengager. Il s'agit d'entreprises matures, dont la croissance est faible. La fonction accomplie par les investisseurs est ici comprise comme étant celle d'un relais vers un autre actionnaire. C'est de cette manière qu'a été historiquement définie l'activité de LBO par les investisseurs eux-mêmes, particulièrement en France dans les années 1980. Le *capital-retournement*, consiste quant à lui à acheter une entreprise en faillite ou au bord de la faillite pour la redresser. Les firmes de PE peuvent être spécialisées dans un seul segment ou bien recouvrir plusieurs segments, voire la totalité. A titre d'exemple Le Tableau 5 compte, parmi les fonds actifs dans le LBO français des années 2000, le nombre de fonds actifs dans d'autres segments au pic de l'activité.

*Tableau 5 : nombre de fonds actifs dans chaque segment en 2008*

<i>N</i>	<b>Capital-risque</b>	<b>Capital-développement</b>	<b>Capital-transmission</b>	<b>Capital-retournement</b>
<b>Capital-risque</b>	26	19	19	0
<b>Capital-développement</b>	19	44	35	2
<b>Capital-transmission</b>	19	35	77	3
<b>Capital-retournement</b>	0	2	3	4

Source : GSCI.

On constate que les fonds qui ont pratiqué le LBO dans les années 2000 étaient loin d'être spécialisés uniquement dans le segment du capital-transmission. Si l'on regarde les recouvrements de segments, on observe une opposition structurale entre le capital-risque, qui s'occupe de la création d'entreprises et le capital-retournement, qui s'occupe de leur redressement. Les segments du capital-développement et du capital-transmission articulent ces segments opposés. Le segment du capital-transmission entretient le plus de relations avec le segment du capital-développement, puisque 35 fonds étaient actifs dans ces deux segments. Ce segment est aussi celui qui est le plus proche du capital-retournement, puisque trois fonds étaient actifs dans ces segments.

L'activité de capital-investissement entraîne un certain nombre d'activités périphériques. Il existe donc d'autres acteurs qui viennent en aide aux fonds d'investissement,



en particulier lors de l'achat et de la vente de l'entreprise. Ceux-ci sont enregistrés comme membres associés à l'AFIC. Il s'agit de cabinets d'avocats, de cabinets d'experts-comptables, d'auditeurs et, de manière croissante, de banques d'affaires et de cabinets de conseil en stratégie. Les trois premiers acteurs offrent leurs conseils techniques aux fonds d'investissement, en particulier lors de phases de *due diligence* (vérifications) dans les processus d'achat et de vente, tandis que les deux derniers, s'ils interviennent aussi lors de ces phases, ont un rôle moins technique. Les banques d'affaires organisent le processus en sélectionnant les participants et en garantissant sa qualité, tandis que les cabinets de conseil en stratégie assistent les fonds dans leur volonté de création de valeur actionnariale en identifiant des zones d'amélioration des performances opérationnelles de l'entreprise-cible. Parmi les cabinets d'avocats les plus connus nous pouvons citer Linklaters, Clifford Chance ou Gilde Loirette Nouel. Parmi les banques d'affaires : Rothschild & Cie, Goldman Sachs ou Lazard Frères ; et parmi les cabinets de conseil en stratégie : Boston Consulting Group, Roland Berger ou bien A.T. Kearney.

### 3) Le champ du LBO

Le champ du LBO est défini comme l'ensemble des acteurs qui ont un intérêt financier dans la menée à bien de l'opération. Il s'agit d'une définition restrictive du champ du LBO qui inclut uniquement les investisseurs, les banquiers et les cadres dirigeants. Plus spécifiquement, *le champ du LBO est ici défini comme étant constitué des acteurs ayant un intérêt direct et durable dans une opération de LBO*. Dans une définition extensive, le champ du LBO inclut bien d'autres acteurs, notamment les investisseurs institutionnels et les conseils et même les pouvoirs publics. Mais ces acteurs, s'ils ont intérêt à ce que le marché s'étende, ne sont pas liés par des relations d'interdépendances aussi fortes que la participation au montage du *deal*<sup>1</sup>. Les investisseurs institutionnels ont bien un intérêt financier dans le LBO comme classe d'actifs, mais pas dans telle opération prise isolément : il n'est donc pas *direct*. A l'inverse, les conseils ont un intérêt financier dans des opérations individuelles de LBO puisqu'ils en retirent des commissions, mais uniquement dans sa phase préparatoire : il n'est donc pas *durable*. Le LBO est donc fondamentalement un jeu à trois. Nous allons décrire ces trois types d'acteurs ainsi que leurs enjeux principaux.

---

<sup>1</sup> Ces acteurs n'apportent pas de capitaux, ils ne figurent pas au bilan de la *holco*.

### a) Les fonds d'investissement

Les investisseurs peuvent être déclarés comme étant les acteurs les plus importants dans le LBO puisque l'organisation de cette opération constitue leur métier principal. Ceux-ci sont groupés dans de petites organisations agiles appelées fonds d'investissement, firmes de LBO ou fonds de *Private Equity*. Ce sont typiquement des organisations partenariales (*partnerships*). Ces fonds sont organisés de manière relativement simple. Une division verticale du travail distingue environ trois échelons hiérarchiques : analyste ou chargé d'affaire, directeur de participation (*investment manager*) et associé (*partner*). Les chargés d'affaires ont entre 25 et 35 ans et sont chargés du travail d'analyse financière. Les directeurs de participations ont entre 35 et 45 ans et sont chargés du montage de l'opération et du suivi opérationnel des entreprises-cibles. Les associés, ayant entre 45 et 60 ans, sont chargés de la performance globale du fonds, de la levée de fonds et des sources d'opérations. Les fonds d'investissement semblent avoir une structure organisationnelle « en diamant » et non pas pyramidale puisque ce sont les grades intermédiaires qui concentrent le plus de personnes. Etant donné la petitesse de ces organisations, la division horizontale du travail est souvent inexistante. Si le fonds est d'une grosse taille, il peut tout de même exister une différenciation de rôles en termes de marchés, dont les critères de définition peuvent être la taille des entreprises-cibles, leur secteur d'activité ou bien – si le fonds n'est pas spécialisé dans le LBO seul – différentes classes d'actifs. La plupart des investisseurs sont des hommes et sont diplômés de grandes écoles. *Capital Finance* souligne en 2008 que parmi les jeunes recrues des fonds, 32 étaient des hommes et 11 étaient des femmes et que 60% d'entre eux avaient un diplôme d'une grande école de commerce (CF HS, Av. 2008). Valérie Boussard et Marie-Anne Dujarier évaluent à 71% la proportion d'hommes et 57% les diplômés de grandes écoles de commerce (Boussard et Dujarier, 2014). Un nombre significatif d'entre eux semble détenir des MBA, y compris d'universités américaines prestigieuses.

Les investisseurs ont trois sources de revenus. Une première source de revenu provient d'honoraires qui sont facturés au cas par cas pour conseil dans la gestion des entreprises-cibles. Une deuxième source de rémunération sont les frais de gestion, qu'ils facturent à leurs propres investisseurs pour payer diverses charges, dont leurs salaires. Ces frais représentent

1,5 ou 2 % de la taille du fonds géré par an<sup>1</sup>. La troisième, et la plus significative, des sources de revenu est le *carried interest*. Celui-ci est une plus-value réalisée sur la vente des participations, qu'ils reçoivent après l'atteinte d'un seuil minimal de rémunération de leurs investisseurs, appelé *hurdle rate*. En général ce système est appelé le « 2-20 » puisque les employés du fonds apportent 2% du capital et peuvent capter 20% de la plus-value une fois dépassé le *hurdle* de 8% ou 10% (Appelbaum et Batt, 2014).

La rémunération concrète des personnes travaillant dans des firmes de PE varie suivant la taille du fonds et la position hiérarchique. A titre d'exemple, en 2006, les chargés d'affaires gagnaient entre 30 000 et 100 000 euros par an, plus des bonus de 0 à 100%, plus un *carried interest* de 0,5 à 5%<sup>2</sup>. Les directeurs de participations gagnaient entre 70 000 et 250 000 euros, recevaient un bonus de 20 à 100% et un *carried* de 5 à 15%. Les associés gagnaient de 130 000 à 500 000 euros, entre 50 et 100% de bonus, plus le *carried* de 20% et éventuellement des dividendes (PEM n°11, Dec-Janv. 2006). Selon Jacquillat, les rémunérations annuelles médianes des associés-gérants (*managing general partners*) de petits fonds étaient de 475 000 dollars en 2006, celles des fonds moyens de 1,3 millions de dollars et celles des grands fonds de 2,7 millions de dollars (Jacquillat, 2008). Ces modes de rémunération incitent les associés à augmenter continuellement la taille des fonds gérés et à prendre des risques, même si une grande partie de ceux-ci seront supportés par l'entreprise-cible (Appelbaum et Batt, 2014 ; Kaplan et Rauh, 2010).

Le travail des investisseurs peut se décomposer en trois grandes phases : la levée de fonds, l'investissement et la vente. Les deux dernières phases seront abordées dans les Chapitres IV et V, il s'agit ici essentiellement de comprendre la première phase. Pour la comprendre, il faut se rappeler que les investisseurs sont des gestionnaires d'actifs : ils n'investissent pas leur propre argent, mais celui d'investisseurs institutionnels. Il s'agit pour la plupart d'entre eux de caisses de retraites, de banques, de compagnies d'assurance, de « fonds de fonds » ou de grandes fortunes (*family offices*). Ceux-ci sont impliqués dans le partenariat en tant que *Limited Partners*, tandis que les associés sont les *General Partners* (LP et GP). De plus, leur organisation est appelée « fonds », mais celui-ci crée des instruments

---

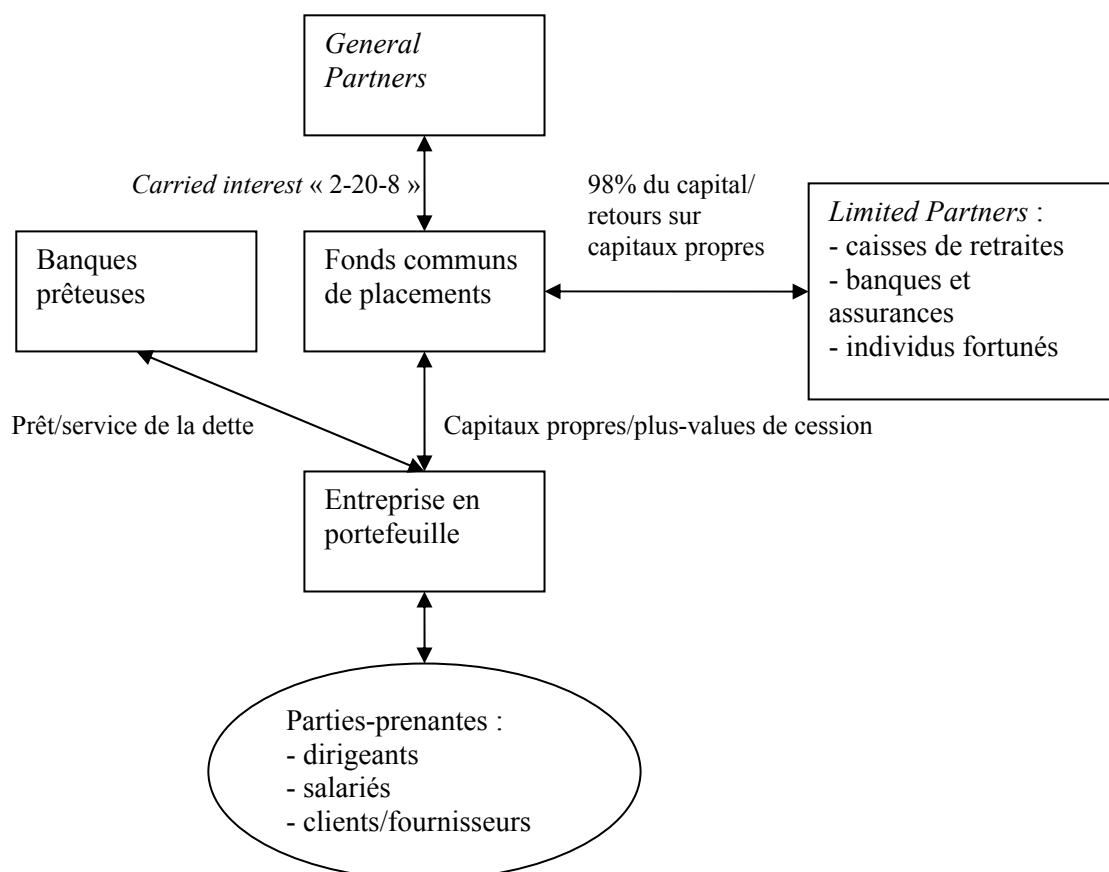
<sup>1</sup> Chevalier, M., Langlois D., *Private Equity et management des entreprises*, Economica, Paris, 2010, p. 66

<sup>2</sup> La fourchette de rémunération varie selon la taille et le prestige du fond.

juridiques, eux aussi appelés « fonds » dans lesquels ces investisseurs institutionnels viennent placer leur argent. Il s'agit de Fonds Communs de Placements à Risque (FCPR), mais aussi de Fonds Communs de Placements pour l'Innovation (FCPI) ou de Fonds d'Investissement de Proximité (FIP). La levée de fonds est la période pendant laquelle le fonds en tant qu'organisation rassemble des investisseurs et essaie de les convaincre d'investir dans un de ses fonds-véhicules. Ce travail est le plus délicat (car il détermine la survie de l'organisation) et est réalisé par les associés dont le réseau d'affaire est plus important, et parfois aussi à l'aide d'intermédiaires spécialisés. Les investisseurs souscrivent au fonds de placement pour une période de huit ans, plus deux ans additionnels. Ils s'engagent à placer la somme d'argent dite dans le fonds, mais ils ne la versent qu'à intervalles réguliers au long des huit ans. Ils reçoivent leur argent avec un certain taux de rendement promis à l'issue de ces huit ans plus deux.

Du point de vue de l'investisseur institutionnel, le LBO est donc un investissement très peu liquide, et dans des actifs qu'il maîtrise très peu. Le risque d'investissement est donc très élevé. Mais, corrélativement, la rémunération de cette classe d'actifs est très importante, puisque le taux de retour sur investissement, *non ajusté du risque*, est de l'ordre de 20 à 25% par an (en guise de comparaison, la bourse assurait un rendement de l'ordre de 3 ou 4% en France dans les années 2000). Ils investissent donc de manière sélective en prenant soin d'examiner l'équipe de gestion du fonds : elle doit avoir un bon « *track-record* » et être fiable. Pour s'assurer que les gestionnaires de fonds n'utilisent pas leur argent dans un sens qui ne leur convienne pas, les investisseurs institutionnels essaient d'aligner les intérêts de ceux-ci sur les leurs en les faisant investir dans le fonds. C'est du moins la justification du système « 2-20 ». Ils organisent aussi des réunions de *reporting* tous les trois ou quatre mois dans lesquelles les performances du fonds sont jugées. Ces performances sont liées aux plus-values que les gestionnaires de fonds réalisent en achetant et en vendant les entreprises-cibles, soit les deux autres phases de leur travail que nous aborderons plus tard. Nous décrivons les différents types de fonds d'investissement dans le prochain chapitre. La Figure 5 résume ce que nous venons de présenter.

Figure 5 : l'organisation du Private Equity



Source : adapté de Appelbaum et Batt, 2014.

Comme le soulignent à la fois Appelbaum et Batt et Froud et Williams, les associés des fonds de PE se situent au pinacle d'une hiérarchie de droits de tirage sur le surplus dégagé par les entreprises-cibles (Appelbaum et Batt, 2014 ; Froud et Williams, 2007).

### b) Les banques et les entreprises

Ayant décrit l'acteur principal du LBO, penchons-nous plus brièvement sur les deux autres acteurs du champ d'action : les banquiers et les dirigeants d'entreprises. Les banquiers sont regroupés dans des équipes au sein des banques, équipes spécialisées dans le financement

d'acquisition ou le financement à effet de levier (*leveraged finance*). Ce sont ces départements qui sont en contact avec le fonds de PE et le management de l'entreprise. Au sein de ceux-ci, les commerciaux sont chargés de trouver des affaires, qu'ils transmettent à un comité de crédit qui décide de l'opportunité du prêt suivant le profil de risque de l'entreprise. Leur métier consiste donc à prêter de l'argent aux deux autres acteurs, réunis dans la *holco*, pour qu'ils achètent l'entreprise. Il s'agit là du métier traditionnel de la banque, soit le prêt à intérêt. Deux autres processus bancaires sont typiques dans les opérations de LBO. Le premier est la syndication du prêt, qui consiste à réunir d'autres banques qui prendront part à un prêt d'un montant important pour en partager le risque. Le second est la titrisation du prêt, à travers la fabrication de produits structurés appelées *Collateralized Loan Obligations* (CLO), de la famille des *Collateralized Debt Obligations* (CDO). Les CLO sont des véhicules financiers qui regroupent des dettes de diverses sources, qui les réorganisent dans des tranches de risques homogènes et qui émettent des obligations vendues aux investisseurs<sup>1</sup>. Selon nos données la plupart des banques ayant participé à des opérations de LBO pendant la période 2000-2010 étaient françaises (47,8%), américaines (11,6%) ou anglaises (10,9%). Il s'agissait de banques généralistes (26,8%) ou de banques d'investissement (25,4%). Mais des fonds d'investissements eux-mêmes ont pu jouer le rôle de prêteurs (17,4%), ainsi que des fonds spécialisés dans la dette mezzanine (11,6%).

Les dirigeants d'entreprises sont le troisième acteur du champ du LBO. Ceux-ci sont à la tête d'entreprises de divers secteurs et de diverses tailles. Par « dirigeants d'entreprises » nous entendons au premier chef le Président de la société et le Directeur Général, parfois confondus dans la même personne de Président Directeur-Général. Mais nous étendons aussi cette définition aux plus hauts cadres de l'entreprise car ils constituent des éléments actifs dans le LBO. En effet, ceux-ci ne sont pas seulement les agents des actionnaires, mais sont aussi les propriétaires de l'entreprise car ils en détiennent une partie à la suite du LBO<sup>2</sup>. Dans la période considérée, ils détenaient en moyenne 35 ou 40% de l'entreprise, mais cela est variable suivant le type d'opération et selon le type de fonds. De manière idéale-typique, dans les plus grosses opérations mettant en jeu des entreprises cotées rachetées par des fonds

---

<sup>1</sup> Une introduction abordable à la titrisation est donnée dans le livre de Choudhry et ses collègues (Choudhry et al., 2010). MacKenzie analyse la titrisation en CDO sur le plan de sa « culture d'évaluation » spécifique (MacKenzie, 2011). Voir l'encadré du Chapitre III.

<sup>2</sup> La logique de ce partage de propriété sera présentée dans les Chapitres III et IV.

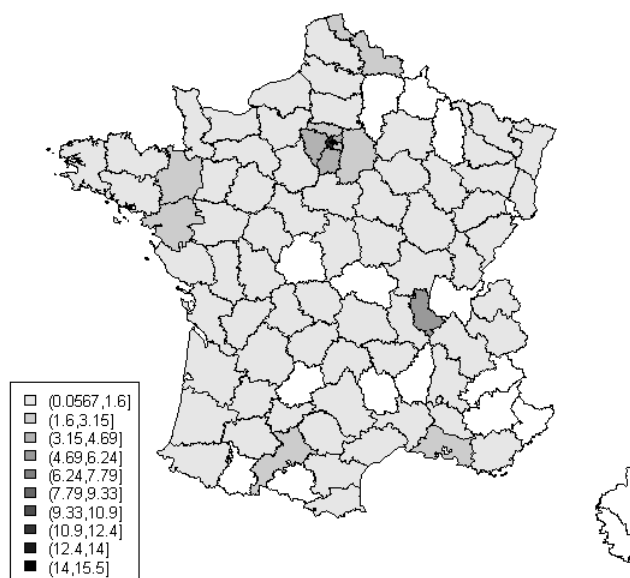
anglo-saxons, ils pouvaient détenir environ 15% de l'entreprise, tandis que dans les petites opérations mettant en jeu des entreprises familiales rachetées par des fonds régionaux, ils pouvaient en détenir 75%. Mais au sein même des cadres, la propriété de l'entreprise n'est pas répartie également. Le patron de la société détient la plupart des parts, souvent en tandem avec son directeur financier, tandis que les autres cadres en détiennent de moins en moins à mesure que l'on descend dans la hiérarchie. Le management de l'entreprise sous LBO peut être soit le management en place avant le rachat de la société, soit un nouveau management nommé par les actionnaires, soit les deux.

Les entreprises qualifiées pour faire un LBO sont réputées être des entreprises matures, qui évoluent dans un environnement stable, éventuellement dans un marché de niche. Ces critères conditionnent l'existence d'importants et récurrents flux de trésorerie (*cash-flow*), nécessaires pour rembourser la dette d'acquisition. Mais il apparaît que les entreprises sous LBO sont en fait extrêmement diverses. Au niveau de la taille, 47,8 % des entreprises achetées en LBO entre 2000 et 2010 avaient un chiffre d'affaire de moins de 30 millions d'euros et seulement 5% avaient un chiffre d'affaires de plus de 500 millions d'euros. Il s'agit donc de petites et moyennes entreprises, même si les fonds couvrent un spectre très large, puisque la plus grosse entreprise achetée avait un chiffre d'affaires de quelques 7 milliards d'euros. De même pour l'âge, 50% des entreprises achetées étaient nées après 1980, mais la plus vieille entreprise sous LBO était née en 1710. La répartition sectorielle est aussi extrêmement diverse puisqu'on dénombre 19 secteurs selon le premier niveau de la classification NAF de l'INSEE (qui compte 21 secteurs), le secteur le plus présent étant l'industrie manufacturière (36,5% des entreprises sous LBO de cette période), avant le commerce de gros et de détail (20,4%) et le secteur de l'information et de la communication (9,1%). Les sièges sociaux des entreprises-cibles sont concentrés en Ile-de-France à 43% tandis qu'il existe de petits centres régionaux dans la région Rhône-Alpes (10%) et Pays-de-la-Loire (6%), mais aussi en Provence-Alpes Cotes d'Azur et Bretagne (5%)<sup>1</sup>. La Figure 6 représente la distribution géographique des opérations par déciles.

---

<sup>1</sup> Ces données sont globalement similaires à celles fournies dans les rapports de l'AFIC.

Figure 6 : répartition géographique des entreprise-cibles, 2000-2010



Source : CF. Note : pourcentages dans l'encadré.

Notons les différences entre les entreprises sous LBO et le reste des entreprises françaises selon l'INSEE en 2007. Les premières sont plus grosses en effectifs (une médiane de 150 employés contre une médiane de 0 employés) et en chiffres d'affaires (une médiane de 42 millions d'euros contre une médiane de 78 millions d'euros). La répartition sectorielle est aussi différente de celle qui prévalait en 2010, car l'industrie manufacturière est massivement surreprésentée (36,5% contre 6,7%), le secteur de l'information et de la communication est aussi surreprésenté (9,1% contre 3,30%) et le secteur du commerce de gros et de détail est sous-représenté (20,4% contre 30,9%). En ce qui concerne leur répartition géographique, leurs sièges sociaux sont beaucoup plus concentrés dans la région Ile-de-France (43,6% contre 20,1%). Ainsi on peut dessiner le portrait robot d'une entreprise sous LBO : il s'agit d'une grosse PME du secteur de la distribution ou de l'industrie localisée à Paris ou dans les alentours. Les entreprises sous LBO s'opposent donc à la fois à la plupart des entreprises françaises (micro-entreprises du secteur du commerce de détail et de la restauration) et aux grands groupes typiques du capitalisme d'Etat (multinationales des secteurs de l'armement, de



l'énergie et de l'équipement). Si l'on devait tenter une comparaison, les entreprises sous LBO ressembleraient plus aux entreprises allemandes du *Mittelstand*. Gaspar a modélisé la probabilité d'une entreprise d'être rachetée en LBO (Gaspar, 2012). Comparé aux reste des entreprises, les cibles ont de plus grands retours sur capitaux investis mais moins de retours sur capitaux propres, elles sont plus intensives en travail et génèrent plus de ventes, elles disposent de moins de capital circulant et paient plus d'impôts.

Dans cette sous-partie, nous avons replacé le champ du LBO dans son environnement. Le LBO, dénommé capital-transmission est un segment de la profession du capital-investissement. Celle-ci intervient dans le marché du contrôle d'entreprise en prenant part au capital des entreprises non cotées au milieu d'actionnaires plus typiques. Le champ du LBO, au sens restreint, fait intervenir trois types d'acteurs : les fonds d'investissement bien entendu, mais aussi les banques et les entreprises qui forment des coalitions d'acteurs fortement interdépendants.

## ***B - Morphologie du champ du LBO***

Jusqu'à présent nous avons recensé les acteurs qui participent au champ du LBO. Il convient maintenant de voir comment celui-ci est structuré avant d'examiner sa dynamique au cours des années 2000 (dans le Chapitre III). Pour analyser la morphologie du champ nous allons d'abord comparer des données démographiques sur les banquiers, les investisseurs et les dirigeants d'entreprises, avant d'examiner comment ceux-ci sont répartis dans des positions sociales que l'on peut ordonner verticalement ou horizontalement.

### **1) Démographie**

Il est utile de comparer des données démographiques succinctes sur les trois catégories d'acteurs. Comme nous n'avons pas pu réunir de données sur les individus, nous nous fondons surtout sur les attributs des organisations. Le Tableau 6 dispose leur nombre, leur taille, leur répartition géographique et leur âge, pour la période de 2000 à 2010. Une attention particulière pour la comparaison est mise sur les paramètres structurels de la population que sont son homogénéité ou son hétérogénéité et leur influence sur des processus sociaux substantiels (Blau, 1977).

Tableau 6 : données démographique sur les acteurs du champ du LBO, 2000-2010

	<b>Banques</b>	<b>Fonds</b>	<b>Entreprises</b>
<i>Nombre d'organisations</i>	123-138	341-355	1253-1319
<i>Nombre d'individus</i>	1192-1276	1257-1273	1253-641111
<i>Taille médiane</i>	9	7	150
<i>Ecart de taille</i>	-	7	345
<i>Localisation modale</i>	Paris 8ème	Paris 8ème	Paris 8ème
<i>Entropie Géographique</i>	7,17	8,35	14,81
<i>Age médian</i>	45 ans	19 ans	30 ans
<i>Ecart d'âge</i>	116 ans	16 ans	280 ans
<i>Noms à particules</i>	3,86%	5,41%	3,15%

Source: CF, GSCI et calculs de l'auteur.

Ce tableau permet dans un premier temps d'estimer quelle est la taille approximative du champ du LBO. D'après la définition restrictive que nous en avons donnée, celui-ci regroupe environ 1800 organisations et concerne plusieurs milliers, voire plusieurs centaines de milliers d'individus. Revenons dans les détails du comptage. Les banques, les fonds et les entreprises ayant participé à au moins un LBO durant la période diffèrent quant à leur nombre<sup>1</sup>. Les acteurs les plus nombreux sont les entreprises, puis les fonds et les banques. Il y avait environ une centaine de banques actives dans le LBO en France dans les années 2000, quelques centaines de fonds d'investissement<sup>2</sup> et quelques milliers d'entreprises-cibles. Suivant que l'on considère que les acteurs bancaires pertinents sont les succursales de banques ou bien les groupes bancaires, le nombre de « banques » est peut-être sous-estimé ou surestimé<sup>3</sup>. Une fourchette très large est donnée pour les individus dans les entreprises : si l'on ne compte que les PDG, alors environ 1300 individus étaient concernés. Si l'on compte l'ensemble des salariés sous LBO, alors il y avait plus de 600 000 individus concernés. Une estimation intermédiaire peut tenir compte du fait que les individus qui participent à l'opération de LBO en tant qu'investisseurs sont souvent confinés à la direction générale, que l'on peut estimer être composée de cinq personnes clés. Si ces hypothèses sont justes, cela nous donne entre

<sup>1</sup> Une fourchette est donnée car il est difficile d'estimer le nombre exact de participants au LBO d'après les comptes rendus de *Capital Finance*. En effet, dans un nombre non négligeable de cas, les noms ne sont tout simplement pas renseignés. Cette limite à l'estimation est plus prononcée en ce qui concerne les banques, et si l'on se situe au niveau individuel.

<sup>2</sup> Les membres de l'AFIC étaient entre 200 et 250 sur la période.

<sup>3</sup> Nous avons adopté un codage qui se situe entre ces deux positions en fonction de notre connaissance du champ. Voir nos remarques à l'Annexe B.

6265 et 6595 managers. Une telle comptabilité a son importance puisque la taille des groupes influence un certain nombre de processus sociaux essentiels, comme la coordination ou la concurrence et *in fine* les relations de pouvoir. Selon que l'on retient telle ou telle estimation, les conclusions peuvent différer. Cependant nos estimations offrent à notre sens une vision relativement claire : les acteurs financiers étant moins nombreux, ils peuvent être en mesure de mieux se coordonner et de tenir en dépendance les entreprises.

La taille des acteurs au sein des groupes est aussi importante pour les processus sociaux considérés. Les entreprises apparaissent bien plus grosses que les fonds et les équipes de LBO des banques qui comptent moins de 10 personnes. Il est aussi intéressant de remarquer que les entreprises sont bien plus hétérogènes en termes de taille ; hétérogénéité mesurée par l'intervalle interquartile<sup>1</sup>. La plus petite entreprise de notre base de données est en effet composée de 6 employés et la plus grosse de 55 000 employés. Du point de vue de leur répartition géographique, la plupart des banques, fonds et entreprises sont localisés dans le quartier d'affaire le plus prestigieux de Paris, soit le 8<sup>ème</sup> arrondissement. Mais cette unité d'apparence cache une diversité interne et externe, telle que mesurée par l'indice d'entropie de Shannon<sup>2</sup>. Interne, car au sein même des groupes il existe bien d'autres localisations ; externe, car cette diversité n'est pas la même entre les groupes : les banques apparaissent les plus concentrées, puis viennent les fonds et les entreprises. En ce qui concerne l'âge, ce sont les banques qui sont les plus vieilles et les fonds qui sont les plus jeunes, mais ce sont là encore les entreprises qui sont les plus hétérogènes. Les fonds sont relativement homogènes si on les compare aux autres acteurs, étant nés pour la plupart entre 1980 et 2000<sup>3</sup>. Nous avons relevé aussi la proportion de noms à particules en tant qu'indicateur grossier du prestige de chaque catégorie d'acteurs. On voit que ce sont les dirigeants d'entreprise qui ont le moins de particules, comparé aux banquiers et aux investisseurs. 5,41% d'investisseurs ont des noms à

---

<sup>1</sup> Aussi appelé écart interquartile,  $Q_3 - Q_1$ , tel que 50% des effectifs sont situés dans cet intervalle.

<sup>2</sup> Nous avons choisi un indice d'entropie plutôt qu'un indice d'hétérogénéité comme l'indice d'Herfindahl car le premier est moins sensible aux petits effectifs au sein des catégories. La formule retenue est la suivante :  $H = -\sum p_i \log_2 p_i$  Où  $p_i$  est la proportion d'individus dans la  $i$ -ème catégorie.

<sup>3</sup> La distribution par âge des fonds est très différente de celles des autres acteurs, étant bimodale. Ceci recouvre les cycles très prononcés du LBO. Les banques apparaissent encore plus vieilles si l'on remonte à leurs origines. Dans ce cas, l'âge médian est de 100 ans et l'intervalle interquartile de 137 ans.

particule, une fréquence remarquablement élevée si on la compare avec celle de la population française.

Le constat principal qui se dégage de l'examen de ce tableau est qu'il est possible d'opposer les entreprises d'une part aux acteurs financiers (banques et fonds) d'autre part. Comme dans l'économie en général, les entreprises sont plus nombreuses et plus hétérogènes que ces deux autres catégories d'acteurs. Il semble plus difficile de différencier les banques des fonds, mis à part le fait que les banques sont plus vieilles et plus hétérogènes que les fonds d'investissement. Ces deux constats entraînent des conséquences sur la coordination et la concurrence au sein des groupes et entre les groupes. Il semble que les entreprises soient beaucoup plus fragmentées en tant que groupe, tandis que les deux autres apparaissent beaucoup plus intégrés. Cette fragmentation rend difficile toute coordination globale entre les entreprises et leurs dirigeants respectifs, et ouvre la voie à des relations de dépendance envers les deux premiers groupes<sup>1</sup>. Par contre, il est beaucoup plus difficile de dire à ce stade quel groupe, des banquiers ou des investisseurs, peut bénéficier d'avantages en termes de coordination et de désavantage en termes de dépendance, par le seul examen de ces données démographiques.

Notre répartition en « banques », « fonds » et « entreprises » peut sembler simpliste. Il existe en effet des rôles hybrides, comme les mezzaneurs qui sont des fonds qui fournissent des titres intermédiaires entre la dette et le capital comme les obligations convertibles en action. Des fonds de PE tout comme des banques peuvent avoir le rôle de mezzaneur. Cependant, nous avons identifié seulement 24 organisations qui ont un rôle hybride soit à peu près 1% de l'ensemble. La liste figure à l'Annexe B. De même, les individus peuvent assumer plusieurs rôles consécutifs. Par exemple un dirigeant peut devenir un investisseur et un banquier aussi. Ainsi, dans le champ du LBO, certains acteurs circulent dans les rôles de banquier, d'investisseur ou dirigeant. Nous avons essayé de quantifier ce phénomène. Pour cela, nous avons assigné un rôle principal à chaque acteur, si nous pouvions l'identifier sans ambiguïté (c'est-à-dire si la majorité de ses positions sont dans ce rôle). Puis nous avons regardé si cet acteur avait migré dans un autre rôle de 2000 à 2010. Nous avons pu identifier

---

<sup>1</sup> On verra par la suite que cette situation de dépendance due à la fragmentation a été quelque peu contrecarrée au cours des années 2000.

50 individus dans ce cas là, ce qui représente aussi à peu près 1% du total en adoptant les estimations les plus restrictives. Le Tableau 7 présente les résultats de cette recension.

*Tableau 7 : circulation des individus dans les rôles, 2000-2010*

<i>N</i>	<b>Banquier</b>	<b>Financier</b>	<b>Dirigeant</b>	<b>Total</b>
<b>Banquier</b>	-	31	0	31
<b>Financier</b>	10	-	3	13
<b>Dirigeant</b>	0	6	-	6
<b>Total</b>	10	37	3	50

Source : CF.

Il est important de remarquer que le flux principal concerne la mobilité du rôle de banquier vers le rôle d'investisseurs, puisqu'on dénombre 31 banquiers qui deviennent investisseurs, contre 10 investisseurs qui deviennent banquiers. Mais le fait le plus remarquable est qu'il existe aussi un flux d'échange entre les dirigeants et les investisseurs, puisque 6 dirigeants deviennent investisseurs et 3 investisseurs deviennent même dirigeants. Par ailleurs, l'examen de la structure des flux nous permet d'affirmer deux propositions : (1) ce sont les investisseurs qui sont en position charnière, puisque qu'aucun banquier ne devient dirigeant ou inversement et (2) le rôle de dirigeant semble le plus dévalorisé par rapport à celui de banquier et d'investisseur, au vu de l'ordre numérique des flux.

## **2) Différenciation verticale**

Le champ du LBO est quadrillé par des positions sociales. Ces positions sociales sont des points du champ d'action que viennent occuper les individus et les organisations à la suite des processus de différenciation verticales et horizontales. Ces positions sont définies par des paramètres que Peter Blau appellerait le degré d' « inégalité » et le degré d' « hétérogénéité ». On pourrait aussi parler de stratification et de factionalisation. Commençons par les positions qui distinguent les organisations verticalement au sein du champ du LBO. Celles-ci peuvent être plus ou moins impliquées dans le champ suivant le nombre d'opérations qu'elles réalisent et suivant la valeur de celles-ci.

Le nombre d'opérations pendant la période de croissance du marché, entre 2001 et 2007, était de 943 et le nombre de participations s'élevait à 4034 (il y avait donc environ

quatre acteurs par opération)<sup>1</sup>. Si l'on calcule les parts de marché en volume on pourrait penser que celui-ci est très fragmenté puisque le premier acteur concentrait seulement 5% du marché. Mais si l'on examine la *distribution* de ces parts de marché, on se rend compte que celui-ci est très concentré, puisqu'environ 4% des acteurs concentraient plus de 50% de ces parts<sup>2</sup>. Concrètement il s'agit de 52 organisations, pour la plupart des banques. Sur cette période, la taille totale du marché en valeur était de 88 633 millions d'euros courants. Si l'on additionne les valeurs de toutes les participations de chaque organisation, on obtient 578 995,9 millions d'euros courants (ce qui nous fait une valeur moyenne de participation de 7 millions d'euros). Les parts de marché en valeur étaient aussi très concentrées. En fait elles l'étaient plus que les parts de marché en volume, puisque si 4% des organisations concentraient plus de 50% de l'activité (25 organisations) comme dans le cas précédent, mais seulement 11% des organisations concentraient 80% du marché en valeur, contre 32% en volume. On obtient donc l'image d'une structure sociale très stratifiée de type presque oligarchique. Quelle est la différenciation suivant le type d'acteurs ? On a divisé la distribution du nombre de participations et de leur valeur à intervalles réguliers et on a compté le nombre d'acteurs présent dans chaque intervalle.

*Tableau 8 : nombre et valeur totales des participations par type d'acteur, 2001-2007*

<b>Nombre</b>	<b>Nombre de banques</b>	<b>Nombre de fonds</b>	<b>Nombre d'entreprises</b>
123-163	3	0	0
82-123	2	0	0
41,4-82	7	3	0
0-41,4	91	181	422
Nombre total de participations	1853	1485	500
Médiane	6	4	1

<b>M€</b>	<b>Nombre de banques</b>	<b>Nombre de fonds</b>	<b>Nombre d'entreprises</b>
21800-21900	2	0	0
14000-21800	1	1	0
7260-14000	10	9	0
0-72600	90	174	422
Valeur totale des participations	257257,3	194923,7	126814,9
Médiane	305,25	145,4	48

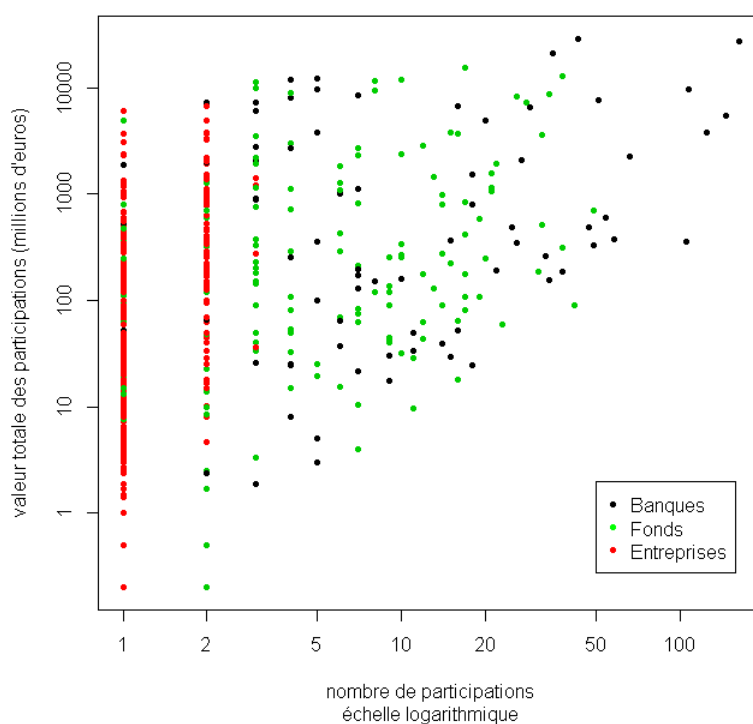
Source : CF.

<sup>1</sup> Par exemple : une entreprise, deux fonds et deux banques.

<sup>2</sup> A cela il faut ajouter que les acteurs syndiquent leurs participations et donc ont tendance à former un cœur extrêmement concentré.

Sans surprise, les banques participent plus au LBO que les fonds et les entreprises. *Grosso modo*, les banques sont présentes six fois dans le champ, contre quatre fois pour les fonds et une fois pour les entreprises. Les banques participent aussi à des plus grosses opérations. La moitié d'entre elles participent à des opérations de plus de 305 millions d'euros, tandis que la moitié des fonds participent à des opérations de plus de 145,5 millions et la moitié des entreprises participent à des opérations de plus de 48 millions. On constate que les types d'acteurs ne sont pas répartis de la même manière dans la distribution globale, puisque les banques sont relativement dispersées tandis que les entreprises sont concentrées dans l'intervalle le plus faible. Les fonds sont dans une situation intermédiaire. Par ailleurs il existe une relation entre ces deux dimensions, comme le montre la Figure 7.

*Figure 7 : relation entre le nombre de participations et la valeur totale des participations, 2001-2007*



Source : CF.

On constate qu'il existe une relation globalement positive entre le nombre de participations et la valeur totale de ces participations, même si cette relation n'est pas linéaire. Si l'on différencie par type d'acteur, on constate que la relation est la plus marquée pour les banques et la moins marquée pour les entreprises. Autrement dit les acteurs à plus faibles participations (entreprises) sont très dispersés suivant la valeur de celles-ci alors que c'est l'inverse pour les acteurs à forte participation (banques). Il existe en particulier un petit groupe de banques qui participent beaucoup au champ du LBO et dont la valeur des participations est très élevée.



Tableau 9 : 52 acteurs qui concentrent 50% des parts de marché en volume, 2001-2007

Rang	Nom	Nombre	%	Acteur	Nationalité	Rang	Nom	Nombre	%	Acteur	Nationalité
1	BNP Paribas	163	4,041	Banque	Française	27	Idia Participations	27	0,669	Banque	Française
2	Credit Agricole	147	3,644	Banque	Française	28	CDC Entreprises	26	0,645	Fond	Française
3	Credit Lyonnais	125	3,099	Banque	Française	29	Credit Mutuel	26	0,645	Banque	Française
4	Societe Generale	108	2,677	Banque	Française	30	Credit Commercial de France	25	0,620	Fond	Française
5	Banque Populaire	106	2,628	Banque	Française	31	Perfectis PE	23	0,570	Fond	Française
6	CIC	66	1,636	Banque	Française	32	Credit Industriel de l'Ouest	22	0,545	Banque	Française
7	Caisse d'Epargne	58	1,438	Banque	Française	33	Euromezzanine	22	0,545	Mezzaneur	Française
8	Fortis	54	1,339	Banque	Belge	34	3i	21	0,521	Fond	Anglaise
9	Natixis	51	1,264	Banque	Française	35	Capzanine	21	0,521	Mezzaneur	Française
10	BNP Developpement	49	1,215	Fond	Française	36	Edmond de Rothschild Capital Partners	21	0,521	Banque	Française
11	Naxicap Partners	49	1,215	Fond	Française	37	Barclays Bank	20	0,496	Banque	Anglaise
12	Banque Palatine	47	1,165	Banque	Française	38	Credit du Nord	20	0,496	Banque	Française
13	Royal Bank of Scotland	43	1,066	Banque	Anglaise	39	21 Centrale Partners	19	0,471	Fond	Française
14	MBO Partenaires	42	1,041	Fond	Française	40	Avenir Entreprises	19	0,471	Fond	Française
15	Axa PE	38	0,942	Fond	Française	41	Bred	18	0,446	Banque	Française
16	IPO	38	0,942	Fond	Française	42	European Capital	18	0,446	Mezzaneur	Américaine
17	Siparex	38	0,942	Fond	Française	43	IKB	18	0,446	Mezzaneur	Allemande
18	Calyon	35	0,868	Banque	Française	44	Atria Capital Partenaires	17	0,421	Fond	Française
19	ICG	34	0,843	Mezzaneur	Anglaise	45	Banexi	17	0,421	Fond	Française
20	SNVB	34	0,843	Banque	Française	46	Chequers Capital	17	0,421	Fond	Anglaise
21	Lyonnaise de Banque	33	0,818	Banque	Française	47	Ciclad Gestion	17	0,421	Fond	Française
22	Barclays PE	32	0,793	Fond	Anglaise	48	Neuflize OBC	17	0,421	Banque	Française
23	CIC Finance	32	0,793	Fond	Française	49	SNVB Participations	17	0,421	Fond	Française
24	Initiative And Finance Gestion	31	0,768	Fond	Française	50	Alliance Entreprendre	16	0,397	Fond	Française
25	HSBC	29	0,719	Banque	Anglaise	51	Astorg Partners	16	0,397	Fond	Française
26	LBO France	28	0,694	Fond	Française	52	Banque Commerciale pour le Marche et l'Entreprise	16	0,397	Banque	Française

Source : CF.

Il est utile de se pencher sur l'identité de ces acteurs. Le Tableau 9 donne la liste des 52 acteurs qui concentrent 50% des parts de marché en volume. On constate que plus de la moitié de ces acteurs sont des banques ou des mezzaneurs. Si l'on prend en compte le fait que BNP Développement appartient à BNP Paribas et que Naxicap Partners appartient à Natixis on se rend compte que les dix premiers acteurs sont des acteurs bancaires. La quasi-totalité de ces acteurs sont de nationalité française. Les premiers acteurs sont les plus grandes banques françaises, en particulier BNP Paribas, le Crédit Agricole, le Crédit Lyonnais, La Société Générale. L'image que l'on obtient en examinant le même type de liste en ce qui concerne la valeur totale des participations est sensiblement différente, comme le montre le Tableau 10.

*Tableau 10 : 25 acteurs qui concentrent 50% des parts de marché en valeur, 2001-2007*

<b>Rang</b>	<b>Nom</b>	<b>Valeur</b>	<b>%</b>	<b>Acteur</b>	<b>Nationalité</b>
1	Royal Bank of Scotland	29093	5,025	Banque	Anglaise
2	BNP Paribas	26988,1	4,661	Banque	Française
3	Calyon	21156,5	3,654	Banque	Française
4	Chequers Capital	15367,5	2,654	Fond	Anglaise
5	Axa PE	12761,5	2,204	Fond	Française
6	Deutsche Bank	12237	2,113	Banque	Allemande
7	Merrill Lynch	12100	2,090	Banque	Américaine
8	Lehman Brothers	11945	2,063	Banque	Américaine
9	PAI Partners	11772	2,033	Fond	Française
10	Eurazeo	11538	1,993	Fond	Française
11	KKR	11350	1,960	Fond	Américaine
12	Goldman Sachs PE	9820	1,696	Fond	Américaine
13	Societe Generale	9567,8	1,652	Banque	Française
14	JP Morgan	9540	1,648	Banque	Américaine
15	Cinven	9407	1,625	Fond	Anglaise
16	Wendel Investissements	9025	1,559	Fond	Française
17	ICG	8732,5	1,508	Mezzaneur	Anglaise
18	Credit Suisse First Boston	8375	1,446	Banque	Américaine
19	CDC Entreprises	8301,8	1,434	Fond	Française
20	Goldman Sachs	7969	1,376	Banque	Américaine
21	Natixis	7692	1,329	Banque	Française
22	LBO France	7211,4	1,246	Fond	Française
23	Mizuho	7200	1,244	Banque	Japonaise
24	Morgan Stanley	7200	1,244	Banque	Américaine
25	TDF	6800	1,174	Entreprise	Française

Source : CF.

On obtient une image plus diverse, puisque seulement la moitié de ces acteurs sont des acteurs français. On peut noter la présence importante d'acteurs anglais et américains, en particulier des banques de Wall Street, qui disposent d'une puissance financière considérable : Merill

Lynch, Lehman Brothers, Goldman Sachs, J.P. Morgan... Par contre, la moitié de ces acteurs sont toujours des banques et des mezzaneurs. On peut finalement identifier les acteurs les plus importants du champ du LBO en France en regardant les acteurs qui figurent *sur les deux listes*. Il s'agit de BNP Paribas, Royal Bank of Scotland, la Société Générale, Natixis et le Crédit Agricole/Calyon. BNP Paribas en particulier était la banque reine du LBO français dans les années 2000. Ses principaux rivaux étaient Calyon et Royal Bank of Scotland.

L'examen de ces données sur la différenciation verticale des positions au sein du champ du LBO permet de montrer que les entreprises sont relativement marginalisées tandis qu'un petit groupe de banques dominant le marché. Les fonds sont dans une position intermédiaire.

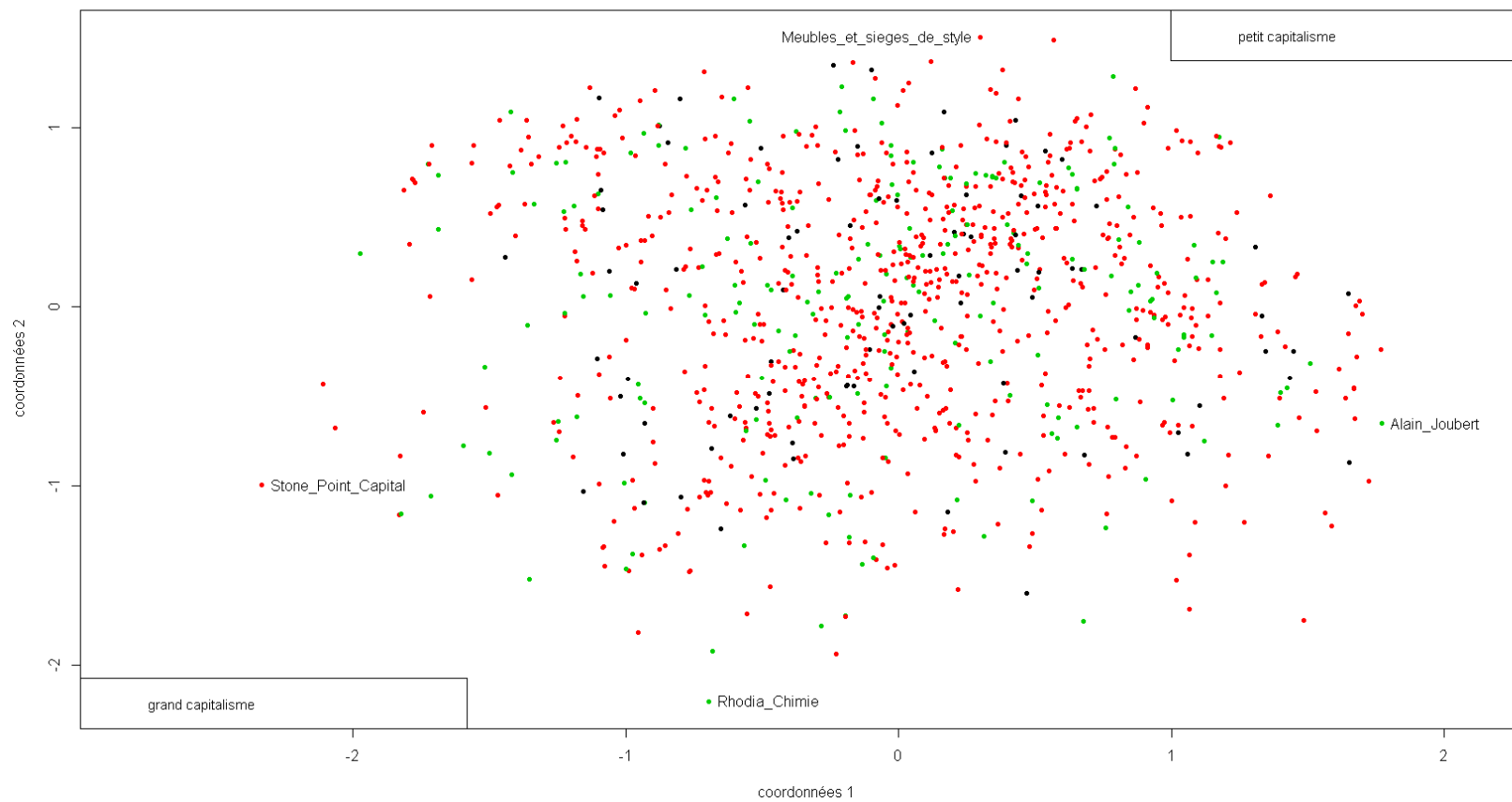
### **3) Différenciation horizontale**

Après avoir examiné la différenciation verticale des positions des acteurs du champ du LBO, nous pouvons examiner leur différenciation horizontale. Les acteurs sont non seulement stratifiés mais ils sont aussi « factionnalisés ». Pour analyser une telle factionnalisation, nous nous fondons sur une analyse des distances entre les acteurs. Il s'agit en quelque sorte d'examiner leur répartition dans l'espace social. Nous examinons non pas les distances générées par leurs attributs mais par les relations qu'ils entretiennent<sup>1</sup>. En analyse de réseaux sociaux, la distance est mesurée par la longueur des chemins c'est-à-dire le nombre de pas qu'un acteur  $i$  doit faire pour atteindre un acteur  $j$  (distance géodésique). Les relations sont définies comme des relations de coparticipation aux opérations.

---

<sup>1</sup> On examinera ces distances générées par les attributs avec l'ACM sur les fonds d'investissement dans le Chapitre II.

Figure 8 : PMD des distances géodésiques du réseau de coparticipation aux opérations de LBO, 2001-2007



Source : CF.

La Figure 8 présente une carte de ces distances en projetant les deux premières dimensions d'un Positionnement Multi-Dimensionnel (PMD), une technique similaire à l'Analyse en Composantes Principales. L'Annexe C détaille la procédure. Cette technique a quelque fois été utilisée en analyse des réseaux sociaux, notamment par Edward Laumann et David Knoke ainsi que par John Padgett (Laumann et Knoke, 1987 ; Padgett, 2012). Comme ce dernier auteur l'explique, ceci revient à regarder la structure sociale « du dessus » et non « de côté » comme dans la section précédente. L'examen des distances entre les acteurs montre que le champ du LBO oppose des gros acteurs opérant à l'échelle globale et des petits acteurs opérant à l'échelle locale. Par contre on ne distingue pas d'opposition nette entre les banques, les fonds et les entreprises. Pour la clarté du schéma, nous avons disposé les noms des acteurs qui se trouvent à l'opposé les uns des autres<sup>1</sup>. La première dimension oppose l'entreprise Alain Joubert au fond d'investissement Stone Point Capital. Alain Joubert est une bijouterie parisienne (vraisemblablement familiale) dont le chiffre d'affaires était de trois millions d'euros l'année précédent son rachat en 2001 par un petit fond d'investissement français appartenant à Esfin Gestion, qui finance les entreprises du secteur de l'économie sociale. Stone Point Capital est un fond d'investissement américain spécialisé dans le secteur financier. Avec un autre fond américain (Vestar Capital) il a acheté la compagnie d'assurance Axa Ré en 2006 qui avait généré un milliard d'euros de chiffre d'affaire l'année précédente. La deuxième dimension oppose l'entreprise Meubles et sièges de style à l'entreprise Rhodia. Meubles et sièges de style est une petite entreprise (chiffre d'affaires d'environ 7 millions d'euros) qui a été achetée par l'Institut Lorrain de Participations en 2003. Elle siège à Neufchâteau dans les Vosges. Rhodia est une entreprise du secteur chimique qui avait un chiffre d'affaire de 240 millions d'euros l'année précédent son rachat en 2002. Cette année là elle avait été vendue par sa maison mère Rhône Poulenc à Bain Capital. Rhodia a son siège social à Boulogne-Billancourt mais est présente sur tous les continents. Tandis que Meubles et sièges de style était alliée aux banques régionales Société Nancéenne Varin-Bernier (SNVB), Banque Populaire de Loire et Champagne et la banque Kolb, Rhodia était alliée à la banque de Wall Street Bear Stearns. Ainsi le champ du LBO est organisé suivant une opposition classique entre le « petit capitalisme » et le « grand capitalisme ». Le Tableau 11 donne trois

---

<sup>1</sup> Les couleurs correspondent à celles de la Figure 4 mais comme plusieurs acteurs peuvent occuper le même point de l'espace social, les noms ne correspondent pas forcément aux couleurs.

exemples de coalitions d'entreprises, de fonds et de banques qui correspondent aux oppositions mise en évidence.

*Tableau 11 : trois exemples de coalitions*

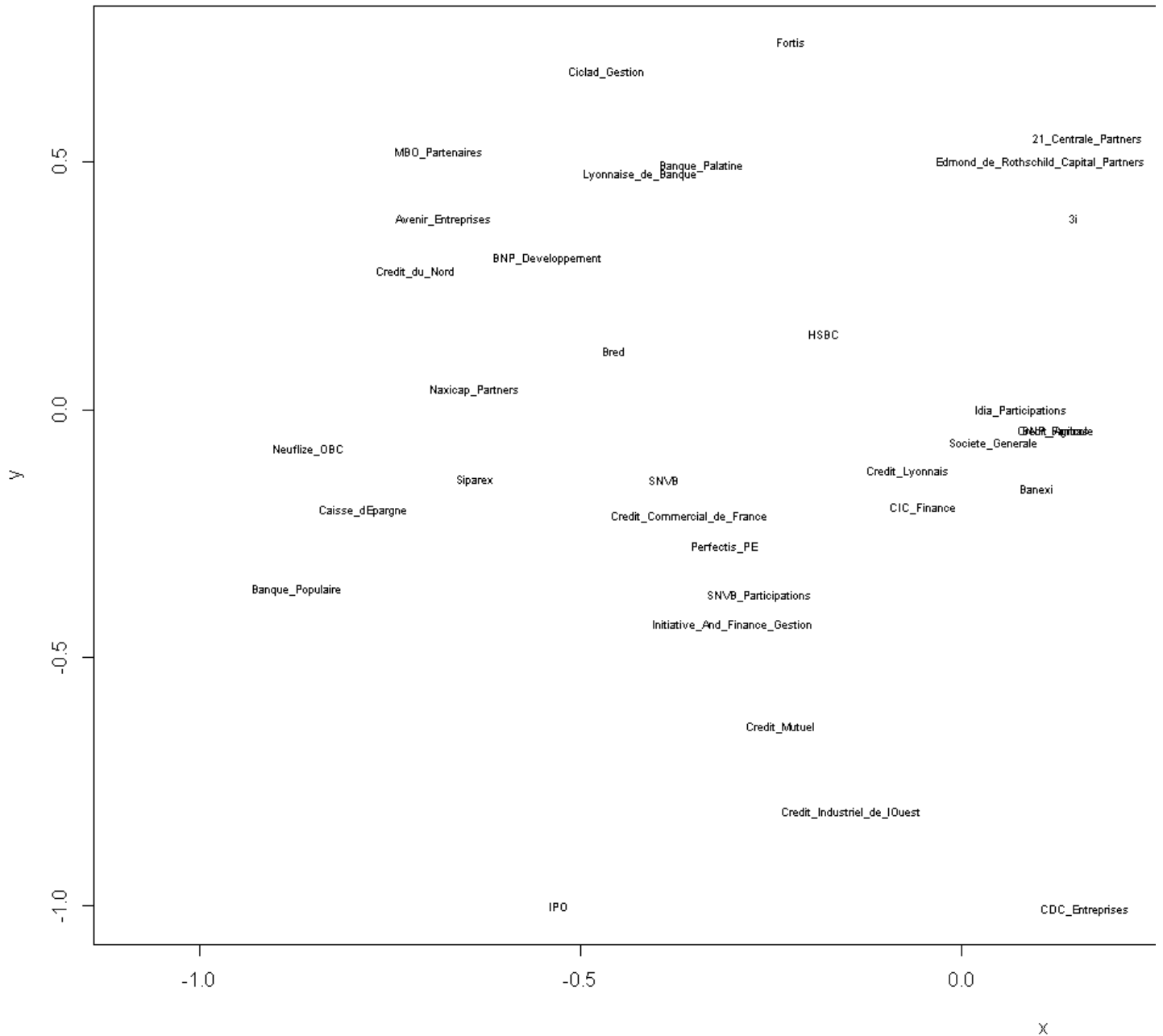
<b>Opération</b>	<b>Fonds</b>	<b>Banques</b>
Pages Jaunes 2006 Valeur d'entreprise : 6 100 millions d'euros Effet de levier : 12,5 Localisation : Sèvres (Hauts de Seine)	KKR Goldman Sachs PE	Goldman Sachs Lehman Brothers Calyon Mizuho Deutsche Bank Bank of America J.P. Morgan
Le Moniteur 2004 Valeur d'entreprise : 275 millions d'euros Effet de levier : 1,8 Localisation : Paris 2ème	Sagard	Crédit Lyonnais ING Royal Bank of Scotland Intermediate Capital Group
Saveur 2007 Valeur d'entreprise : NA Effet de levier : NA Localisation : Bréal-sous-Montfort (Ille-et-Vilaine)	Banexi Céréa capital Unigrains BNP Développement	Crédit Lyonnais CIC Axa Mezzanine Céréa Mezzanine

Il est possible de préciser un peu plus ces constats. Pour cela nous avons choisi de nous concentrer sur les 49 acteurs qui ont le plus participé au LBO dans les années 2000 (au moins 17 fois présents). Ceux-ci ont entretenu 587 relations de coparticipation. Nous proposons le même type d'analyse que dans la Figure 8 (Figure 9)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> A une exception près : les distances sont évaluées dans la Figure 4 et non évaluées dans la Figure 9.

Figure 9: PMD des distances géodésiques des 49 acteurs les plus présents, 2001-2007



Source : CF.





La première dimension oppose les gros acteurs qui opèrent à l'échelle européenne aux petits acteurs qui opèrent à l'échelle régionale. D'un côté nous avons Royal Bank of Scotland et de l'autre nous avons la Banque populaire. Dans la moitié droite on trouve les fonds Axa PE, Barclays PE, LBO France et Chequers Capital/Charterhouse. On trouve des mezzaneurs et des acteurs anglais. Dans la moitié gauche on trouve des petits fonds bancaires comme BNP Développement et Naxicap Partners, voire Alliance Entreprendre (détenu par la CDC). On trouve des fonds appartenant au pôle Sud-Est autour de Lyon et au pôle de l'Ouest autour de Nantes. La deuxième dimension oppose les acteurs suivant qu'ils sont alliés ou concurrents. Par exemple pour les grandes banques, Calyon est opposée à Natixis et pour les mezzaneurs, Capzanine à European Capital. Les fonds de la région lyonnaise qui s'opposent sont Initiative & Finance et MBO partenaires, avec Siparex en intermédiaire. Au centre du schéma nous avons les banques dominantes : BNP Paribas, le Crédit Agricole, la Société Générale et le Crédit Lyonnais<sup>1</sup>. Il faut aussi ajouter les fonds filiales de banques qui couvrent tout le territoire national, comme Banexi (BNP), Idia Participations/UI Gestion (Crédit Agricole) et CIC Finance. Ces acteurs bancaires articulent l'espace local et l'espace international. Nous avons fait la même analyse pour les acteurs qui ont réalisé les plus gros *deals* mais celle-ci n'est pas vraiment concluante : l'espace est structuré en *clusters* qui correspondent en fait aux opérations sans que l'on puisse dégager des oppositions significatives. Ainsi les acteurs du champ du LBO sont organisés suivant deux grandes « factions » ou « moitiés », en deux grands groupes à la fois opposés mais complémentaires<sup>2</sup>. Les grandes banques, fonds et entreprises qui opèrent au niveau global s'opposent aux petites banques, fonds et entreprises qui opèrent à l'échelle locale. L'articulation entre ces deux moitiés est assurée par les grandes banques parisiennes, notamment BNP Paribas.

Dans cette sous-partie nous avons examiné la morphologie du champ du LBO. Ce champ d'action, qui regroupe environ 1800 organisations (pour la plupart des entreprises-cibles), est structuré par des positions qui différencient les acteurs verticalement et horizontalement. L'examen des distributions du nombre et de la valeur totale des participations au champ d'action montre que celui-ci est extrêmement concentré (comme la

---

<sup>1</sup> BNP Paribas et le Crédit Agricole sont confondus car ils occupent la même position dans cet espace.

<sup>2</sup> Pour une application du concept de « moitié » à la structure de l'élite financière française on pourra se reporter à l'article de Charles Kadushin (Kadushin, 1995).

plupart des champs économiques). Au sommet de cette structure quasi-oligarchique se trouvent les banques BNP Paribas, Royal Bank of Scotland et Crédit Agricole/Calyon, tandis que les entreprises apparaissent fragmentées et marginalisées. Les acteurs sont répartis horizontalement dans l'espace social suivant deux grandes positions : les grands acteurs globaux et les petits acteurs locaux.

### ***Conclusion du Chapitre I***

Dans ce chapitre nous avons analysé la structure du champ du LBO français. Nous avons montré que ce champ d'action était situé dans le marché du contrôle d'entreprise où des actionnaires entrent en concurrence pour échanger des parts significatives de capital. Le champ du LBO contient les acteurs qui ont un intérêt financier direct et durable dans la menée à bien des opérations de LBO. Il est composé de coalitions d'acteurs qui regroupent les banques qui apportent la dette, les fonds d'investissement qui apportent les fonds propres et les entreprises qui dégagent des profits. Après avoir montré la diversité interne de ces acteurs et leurs enjeux principaux, nous avons analysé la morphologie du champ. Même en adoptant une définition restrictive, ce champ est relativement grand, bien qu'il soit très concentré. Ce sont de grandes et vénérables banques qui sont à son sommet. Ce champ oppose deux moitiés complémentaires, les acteurs appartenant au grand capitalisme et les acteurs appartenant au petit capitalisme.

Il est utile de revenir sur la conception du champ d'action de Fligstein et McAdam à partir de nos données. Pour ces auteurs il existe une différenciation polaire entre des acteurs établis et des acteurs opposants. Quels sont ces acteurs dans notre cas, c'est-à-dire dans le champ du LBO français des années 2000 ? Selon nous les acteurs établis sont les acteurs d'envergure nationale et surtout européenne : des banques comme BNP Paribas ou Calyon ; des fonds comme Axa PE ou bien LBO France. Les acteurs opposants sont les acteurs locaux et étrangers (surtout américains). Il s'agit d'acteurs comme Siparex ou bien les Caisses d'Epargnes d'un côté, et KKR ou bien Goldman Sachs de l'autre. Les acteurs anglais occupent une position ambiguë : certains peuvent être considérés comme des établis comme Barclays PE et d'autres comme des opposants comme Cinven. Ces constats doivent donc être complétés par un examen plus précis du champ organisationnel des fonds d'investissement.

Nous pouvons d'ores et déjà esquisser les principaux modes de régulation du champ du LBO. Ils sont au nombre de trois : le contrôle écologique des banques, le système d'alliance

préférentielle et l'articulation parisienne. Commençons par le *contrôle écologique des banques*. Le « contrôle écologique » est une notion proposée par John Padgett dans un article sur la formation du budget américain (Padgett, 1981). Le contrôle écologique est le contrôle indirect des prémisses de la décision et non pas le contrôle direct de la décision elle-même (Simon, 1997)<sup>1</sup>. Appliqué au monde financier, une telle notion est proche de celle d'« hégémonie financière » proposée par Mintz et Schwartz dans le cas des liens *interlocks* (Mintz et Schwartz, 1987). Ces auteurs montrent que ce sont les grandes banques qui sont les plus importantes dans le champ des grandes entreprises, quelle que soit l'année. Ceci est un constat classique que nous retrouvons dans ce chapitre. Ce constat est expliqué par l'existence de relations d'interdépendances asymétriques entre les entreprises et les banques à travers l'acte de prêt. Ils identifient quatre raisons qui rendent la relation de créateur à débiteur asymétrique : le capital financier est plus liquide que d'autres sources de capital ; il peut être échangé pour lui-même ; les banques sont peu nombreuses et coordonnées ; et le besoin de capital est souvent ressenti dans l'urgence. Le contrôle écologique des banques ne veut pas dire que les banques contrôlent le comportement de telle ou telle entreprise, mais que les banques contrôlent la disponibilité du crédit pour l'ensemble des entreprises. C'est un contrôle macroscopique et non pas microscopique, c'est un contrôle des flux et non des stocks. L'unité du comportement bancaire assure une fonction de planification de l'économie en rendant possible, ou au contraire en rendant impossible, les choix d'investissement.

Dans le cas plus spécifique du LBO, le contrôle écologique peut être vu de trois manières. Premièrement, comme la plupart des entreprises sous LBO sont des petites et moyennes entreprises, il s'ensuit qu'elles ont une capacité d'autofinancement limitée. Si elles veulent croître, il leur faut trouver des sources de capital externes. Deuxièmement, lorsque les banques octroient un prêt elles ajoutent des clauses au contrat dont la fonction est de limiter la prise de risque de l'entreprise. Ces clauses sont appelées *covenants* et peuvent être des ratios de couverture (par exemple dette/EBITDA), un montant d'investissement à ne pas dépasser, ou garder le périmètre de l'entreprise intact. Troisièmement, si les banques n'interviennent en général pas dans la stratégie de l'entreprise, cette possibilité constitue une menace crédible

---

<sup>1</sup> La décision étant la sélection du terme d'une alternative. Les prémisses de la décision sont donc le nombre et le contenu de ces alternatives. Le contrôle est exercé sur les alternatives et non pas sur le processus de sélection.

pour les dirigeants quand la situation financière de l'entreprise se dégrade. Lors de faillites, certaines banques peuvent même prendre le contrôle de l'entreprise en vue de se rembourser.

Les deux autres modes de régulation seront analysés plus en détail dans le prochain chapitre, nous ne ferons donc que les évoquer. Il y a d'abord le *système d'alliance préférentielle*. Nous avons vu que les banques et les fonds entraînent dans des relations de coparticipation quand ils partagent des *deals*. Ce partage des *deals* a deux fonctions : une fonction de dispersion du risque et une fonction de baisse de la pression concurrentielle. Dans les deux cas, les acteurs alliés doivent avoir confiance l'un envers l'autre. Le sentiment de confiance est souvent le plus fort lorsque les acteurs se connaissent et ils se connaissent le plus souvent quand ils appartiennent à des cercles sociaux proches. Nous avons identifié une dimension majeure de cette proximité sociale, qui est la taille des acteurs et l'échelle géographique à laquelle ils opèrent. Ceci nous amène au troisième mode de régulation : *l'articulation parisienne*. Nous avons vu que les acteurs financiers étaient concentrés à Paris, en particulier dans le 8<sup>ème</sup> arrondissement. Nous avons aussi vu que les grandes banques nationales étaient situées entre le niveau local et le niveau européen. Les acteurs situés à Paris apparaissent articuler ces deux niveaux géographiques : d'une manière ou d'une autre les places de New York et de Londres sont connectées aux places de Nantes et de Lyon via la place parisienne<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> A titre d'exemple, KKR ou Clayton Dubilier et Rice peuvent joindre Siparex ou même l'Institut Lorrain de Participations à travers seulement trois intermédiaires.



## **Chapitre II- Les fonds d'investissement : différenciation et intégration**

---

Le chapitre précédent a décrit le champ du LBO, qui regroupe dans une définition restrictive les banques, les fonds d'investissements et les entreprises. A partir d'une recension des acteurs, de leurs enjeux et d'une analyse de la morphologie globale du champ d'action, il a esquissé les principaux modes de régulation de celui-ci. Dans cette sous-partie, nous nous focalisons en particulier sur les investisseurs.

Comme nous l'avons énoncé précédemment, ces acteurs sont les plus importants dans le LBO étant donné que cette activité constitue leur métier principal (à la différence des banquiers ou des dirigeants d'entreprise). Il est donc fondamental pour nous de nous pencher sur la structure sociale des investisseurs. Ceux-ci sont regroupés dans des fonds d'investissement. Comme nous n'avons pas de données sur leurs attributs individuels, nous allons nous pencher uniquement sur les organisations. Ainsi notre tâche consiste à examiner la structure du « champ organisationnel » des fonds d'investissement (DiMaggio et Powell, 1983). Cette tâche est capitale pour la suite de notre travail étant donné que les fonds d'investissement sont porteurs de logiques professionnelles qui sont élaborées à l'intérieur de ce champ et qui exercent une pression normative sur les entreprises. Pour décrire cette structure sociale, nous énumérerons les principales lignes de différenciation du champ et ses principaux modes d'intégration. Nous pourrons ensuite préciser les modes de régulation du champ du LBO dans son ensemble que nous avons esquissés dans le chapitre précédent. Nous examinerons la dynamique du champ d'action dans le Chapitre III, en considérant les constats que nous pouvons dégager ici comme le résultat de processus.

Dans une première sous-partie, nous examinerons les principales lignes de différenciation du champ des fonds d'investissement (A). Nous verrons que celui-ci est structuré de manière globale suivant une logique d'échelle. Dans une seconde partie, nous nous intéresserons aux stratégies et aux pratiques des fonds d'investissement (B). Nous verrons que celles-ci forment deux modèles idéal-typiques d'activité. Dans une troisième sous-partie, nous examinerons les modes d'intégration du champ des fonds (C). Nous verrons que celui-ci est intégré par l'existence de systèmes d'échanges sociaux et par la prédominance d'une élite parisienne.

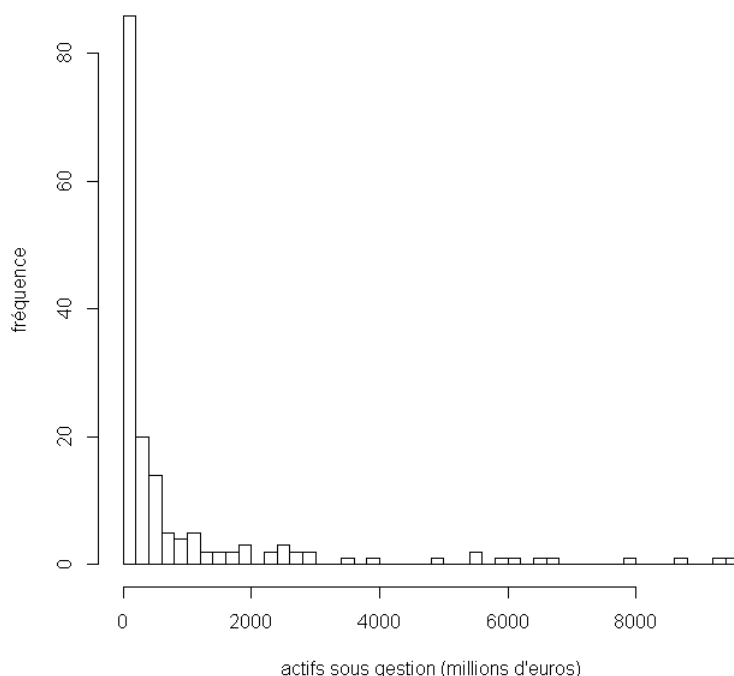
## ***A - Lignes de différenciation***

Les fonds d'investissement, décrits dans la sous-partie précédente, sont les acteurs les plus importants du LBO. Ils peuvent apparaître extrêmement homogènes au néophyte, qui les assimile aux « fonds de pension » ou aux « fonds spéculatifs ». Mais ils peuvent aussi apparaître excessivement hétérogènes au chercheur qui débute, en raison de leurs affiliations complexes, de leurs nombreuses fusions ou scissions, et de leurs simples changements de nom. Il est donc important de distinguer des lignes de différenciation au sein des fonds d'investissement. Ces lignes organisent l'hétérogénéité de ces acteurs. Selon nous, la principale ligne de différenciation suit un principe d'échelle. Pour décrire ce principe d'échelle nous allons nous fonder sur l'examen de trois distributions : la distribution de la richesse des fonds d'investissement (distribution économique), la distribution de leur nombre et de leur spécialisation dans des segments de marché (distribution écologique) et la distribution de leur propriétés sociales pertinentes (distribution sociale).

### **1) Distribution économique des fonds d'investissement**

Les fonds d'investissement sont distribués selon qu'ils sont plutôt « riches » ou « pauvres ». La richesse est définie comme le montant courant des actifs sous gestion, conformément aux conceptions indigènes. La Figure 10 présente la distribution des fonds suivant cette grandeur *circa* 2006.

Figure 10 : distribution des actifs sous gestion des fonds d'investissement, ca. 2006



Source : GSCI.

On remarque que la distribution est très concentrée. Le plus petit fond (Citizen Capital Partners, né en 2008) ne disposait que d'un million d'euros sous gestion tandis que le plus gros fond (Permira) disposait lui de 9,5 milliards. Environ 7% des acteurs concentrent plus de 50% de la richesse. Il s'agit d'un niveau de concentration tout à fait élevé. Mais il est en fait moins important que celui que l'on observe dans le cas d'une « loi de puissance » aussi appelée loi de Pareto (dans le cas de distributions continues) ou loi de Zipf (dans le cas discret), selon laquelle le logarithme du rang décroît proportionnellement à celui de la taille (Chenu, 2008)<sup>1</sup>. Même si à peu près 20% des acteurs concentrent 80% de la richesse comme

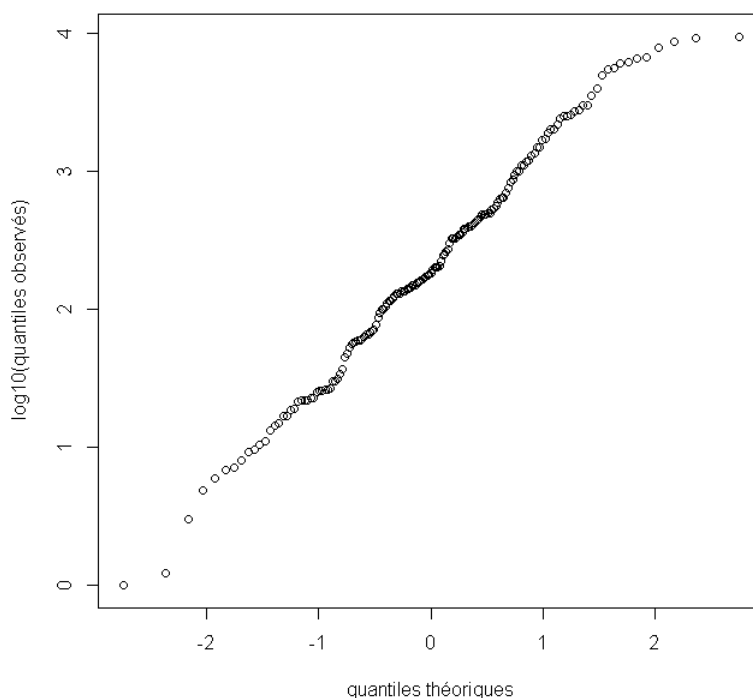
---

<sup>1</sup> Le physicien Mark Newman offre une synthèse très utile sur ce genre de distributions et des mécanismes qui peuvent les générer (Newman, 2004). Dans les sciences sociales de tels processus de renforcement de l'avantage comparatif sont parfois appelés « tournois de popularité » ou « effet Mathieu ». Voir par exemple la revue de littérature de Thomas DiPrete (DiPrete et Eirich, 2006).



dans le cas de Pareto, cette distribution n'est pas bien modélisée par une telle loi « rang-taille »<sup>1</sup>. La Figure 11 montre qu'elle suit approximativement une loi log-normale.

Figure 11 : diagramme quantile-quantile de la distribution de la richesse des fonds, ca. 2006



Source : GSCI.

Le milieu de la distribution s'approche relativement bien d'une loi log-normale (mais pas les extrémités). Ce type de distribution est censé être la résultante d'un processus aléatoire dans laquelle les observations sont indépendantes les unes des autres. Donc la richesse des fonds d'investissement ne semble a priori pas le produit d'un « effet Mathieu »<sup>2</sup>.

Quoiqu'il en soit, quelles sont les identités des acteurs les plus riches et les plus pauvres ? Le Tableau 12 donne les acteurs qui concentrent environ 50% de la richesse. Ceux-ci (ainsi que ceux directement au dessous d'eux) ont des caractéristiques communes très

---

<sup>1</sup> En effet, si l'on relie la taille au rang, on s'aperçoit que pour le milieu de la distribution, le logarithme de la taille est lié au rang et non pas au *logarithme du rang*, ce qui est une loi exponentielle ( $R^2 = 0,99$ ).

<sup>2</sup> Voir les références dans la note 1 p. 85.

claires : ce sont des fonds anglo-américains qui opèrent à l'échelle européenne ou mondiale et qui ont été créés avant la fin des années 1990. Ces fonds sont indépendants au sens où ils lèvent de l'argent de *Limited Partners* (LP) et ne sont pas financièrement dépendants d'un groupe bancaire. Cependant on voit que beaucoup d'entre eux ont été fondés par de grandes institutions financières internationales qui les ont laissés, comme on dit, « prendre leur liberté » durant les années 1980 et 1990. Par exemple Permira est une émanation de Shroders et BC Partners est une émanation de Barings, qui toutes deux trouvent leurs origines au XVIII<sup>e</sup> siècle. 3i a été fondé au sortir de la seconde guerre mondiale par un syndicat de banques anglaises et on pourrait dire que KKR a débuté grâce à Bear Stearns. Les fonds français qui apparaissent à ce niveau reflètent la structure du « grand capital » de ce pays : Axa côtoie Paribas et des alliances familiales autour des noms comme Wendel ou David-Weill. L'examen du bas de la distribution montre que les petits fonds ont aussi des caractéristiques communes : ce sont des fonds français opérant à l'échelle régionale. Ils sont détenus en majorité par des banques, le Conseil régional, voire l'Etat ou certains groupes industriels souvent dans le cadre de « tours de table ». Par exemple, Finexplus, qui gère 1,22 millions d'euros est une filiale de la Banque Populaire basé à Aguts dans le Tarn. Sodéro Gestion est détenu par la Caisse d'Epargne, la Caisse des Dépôts et des Consignations, le Conseil régional et des investisseurs institutionnels. Cet acteur a été fondé en 1958 dans le cadre des Sociétés de Développement Régionales. Il gère environ 11 millions d'euros via des petits fonds dans la région de Bretagne. Participex Gestion, qui gère 57 millions d'euros a été créée en 1974 à Lille et est détenue par la banque Scalbert-Dupont, Bonduelle, la Caisse d'Epargne, la Chambre de Commerce et d'Industrie et la CDC.

Figure Tableau 12 : les 12 fonds qui concentrent 50% de la richesse, ca. 2006

Rang	Nom	Actifs sous gestion (m€)	Nationalité	Aire géographique	Date de création	Propriétaire (origine connue)
1	Permira	9500	Anglaise	Monde	1985	Associés (Schroders)
2	CVC Capital Partners	9300	Anglaise	Europe	1981	Associés (Citicorp)
3	Cinven	8700	Anglaise	Europe	1977	Associés
4	BC Partners	7900	Anglaise	Europe	1987	Associés (Barings)
5	PAI Partners	6750	Française	Europe	1872	Associés (Paribas)
6	Axa PE	6581	Française	Europe	1996	Compagnie d'Assurance
7	KKR	6200	Americaine	Monde	1976	Associés
8	3i	6000	Anglaise	Monde	1945	Associés
9	Candover	5600	Anglaise	Europe	1980	Associés
10	Wendel Investissements	5500	Française	France	1974	Holding familiale
11	Bridgepoint	5000	Anglaise	Europe	1990	Associés (NatWest)
12	Industri Kapital	4000	Anglaise	Europe	1989	Associés (Skandinaviska Enskilda)

Source : GSCI.

L'observation de la distribution de la richesse suggère donc qu'elle correspond à une différence d'échelle géographique qui oppose l'espace global à l'espace local. Le Tableau 13, qui ventile la distribution en fonction de l'aire géographique dans laquelle opèrent les fonds, montre que c'est bien le cas<sup>1</sup>.

Tableau 13 : distribution des actifs sous gestion suivant l'aire géographique des fonds, ca. 2006

M€	Mondiale	Européenne	Nationale	Régionale
7130-9051	1	3	0	0
4750-7130	2	4	1	0
2370-4750	6	4	0	0
0-2370	4	18	76	44
Médiane	2700	1725	200	25,95

Source : GSCI.

Alors que la moitié des fonds qui opéraient à l'échelle mondiale disposaient de plus de 2,7 milliards d'euros d'actifs sous gestion, la moitié des fonds régionaux disposaient de seulement plus de 26 millions d'euros. Les fonds mondiaux sont répartis de manière relativement égalitaire dans la distribution, tandis que les fonds nationaux et régionaux sont

<sup>1</sup> Une analyse de régression succincte suggère que l'aire géographique explique à elle seule environ 60% de la variance de cette distribution.

concentrés dans le bas de la distribution. Les fonds européens se situent dans une situation intermédiaire.

## **2) Distribution écologique des fonds d'investissement**

La section précédente suggère que les fonds peuvent être décrits par leur distribution dans l'espace. Cet espace est non seulement géographique mais aussi catégoriel. Il s'agit là de quelque chose de plus abstrait. Pour le comprendre, il faut avoir à l'esprit que les fonds d'investissements sont spécialisés. La spécialisation la plus commune n'est pas en termes de secteur économique, mais en termes de taille des entreprises-cibles. Cette taille est mesurée soit en termes de chiffre d'affaires, soit en termes de valeur d'entreprise (le plus courant). Les fonds d'investissement vont donc partitionner leur environnement selon cette métrique. Concrètement, ils vont sélectionner un intervalle de taille à l'intérieur duquel ils vont se placer. Par exemple, tel fonds peut choisir de réaliser des opérations sur des entreprises dont la valeur est comprise entre 30 et 100 millions d'euros. Dans le vocabulaire de l'écologie des organisations, une telle position s'appelle une « niche » et un tel intervalle est la « taille de la niche » (*niche width*) (Hannan et Freeman, 1977). Comme les aires géographiques, il s'agit bien là d'un sous-espace d'un espace plus vaste, mais celui-ci n'est pas territorial mais *catégoriel*. Il n'est pas matériel mais symbolique. Il existe de grandes catégories de niches, qui sont autant de partitionnements de l'espace catégoriel. Ces grands partitionnements sont appelés des segments de marché. Ainsi les investisseurs distinguent les petites entreprises appelées « Small-Cap », des moyennes entreprises appelées « Mid-Cap », des grandes entreprises appelées « Large-Cap ». Le segment « Mid-Cap » peut éventuellement faire l'objet d'un partitionnement plus fin entre « Lower Mid-Cap » et « Upper Mid-Cap ». Seulement, il n'existe pas de définition standardisée de ces segments. De ce fait, chaque fonds se place dans une niche particulière, qui peut appartenir à un segment ou plus.

Nous avons essayé de quantifier ce phénomène de la manière suivante. Pour chaque fonds nous avons répertorié le nombre d'opérations qu'il avait réalisées sur la période de croissance (2001-2007) dans des segments types. Ces segments ont été définis suivant la définition indigène donnée par *Private Equity Magazine* (en 2007) que voici :

Tableau 14 : définition des segments, 2001-2007

Valeur d'entreprise (m€)	Appellation du segment	Abréviation	N	%
0-30	Small Cap	SC	245	39,83
30-75	Lower Mid Cap	LMC	78	12,68
70-200	Mid Cap	MC	129	20,97
200-500	Upper Mid Cap	UMC	82	13,33
plus de 500	Large Cap	LC	81	13,17

Source : PEM, CF.

On constate que la plupart des opérations (40%) ont été réalisées sur des petites entreprises, dont la valeur était de moins de trente millions d'euros. Le segment moyen est aussi relativement important (20% des opérations). Les grosses entreprises, dont la valeur dépassait 500 millions d'euros, ne représentaient que 13% du nombre d'opérations réalisées. Les fonds sont répartis dans ces segments de la manière suivante :

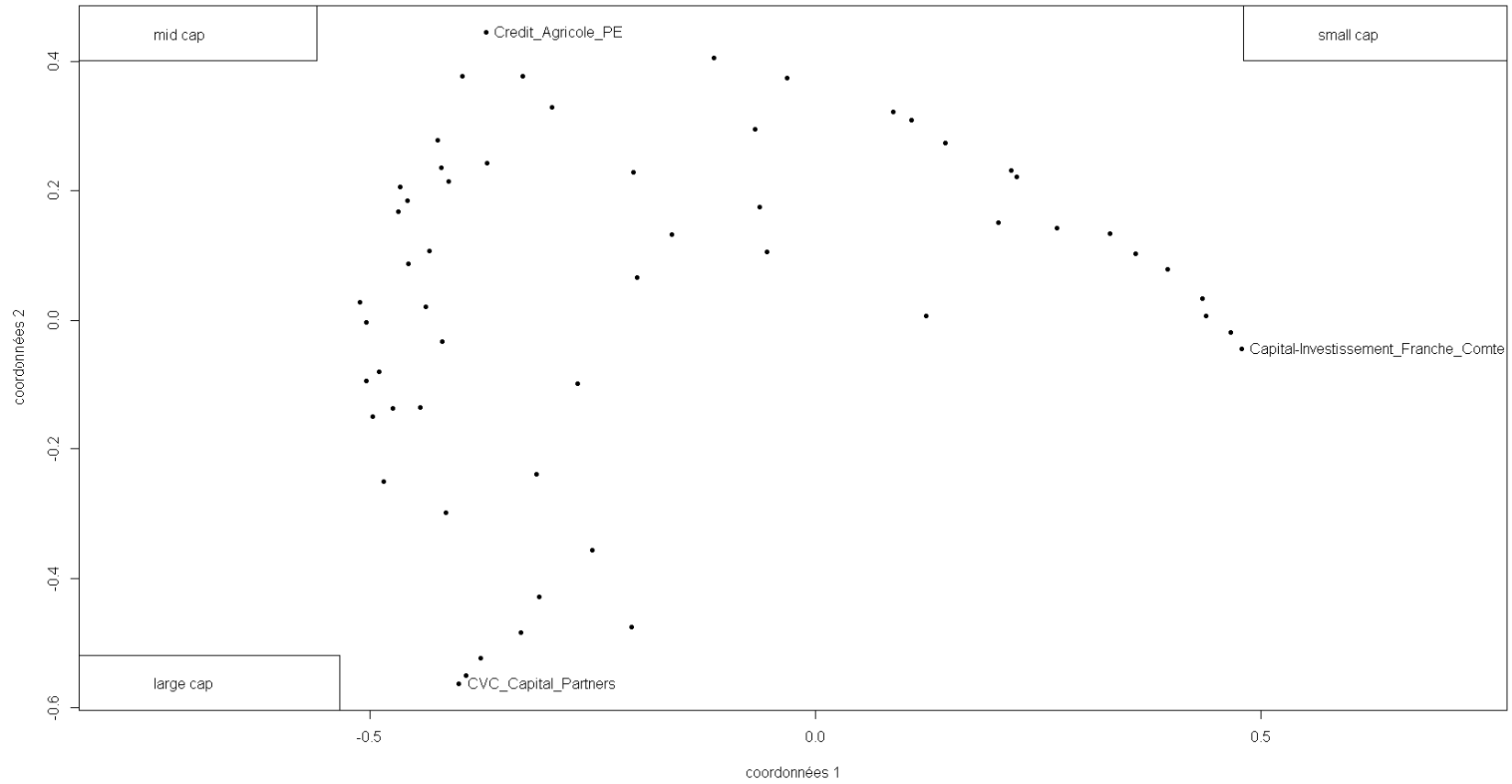
Tableau 15 : distribution du nombre de fonds dans les segments, 2001-2007

N	SC	LMC	MC	UMC	LC
SC	90	28	22	8	7
LMC	28	52	27	12	9
MC	22	27	66	23	17
UMC	8	12	23	44	18
LC	7	9	17	18	35

Source : CF.

Le détail de la procédure et de celle qui va suivre est donné dans l'Annexe D. On constate que les segments les plus peuplés sont aussi ceux où il y a plus d'opérations : il s'agit des segments SC et MC où sont présents respectivement 90 et 66 fonds. Comme pour les segments professionnels on voit une opposition structurale entre les petits segments et les gros segments puisqu'ils ne se recouvrent que très peu. Seul le segment moyen partage plus ou moins également des fonds avec les autres (environ une vingtaine). Finalement, les fonds semblent répartis de manière assez systématique dans l'espace puisque la distribution globale des fonds s'approche d'une distribution gaussienne « vue de haut ».

Figure 12 : PMD des recouvrements de territoire des fonds d'investissements, 2001-2007



Source : CF.

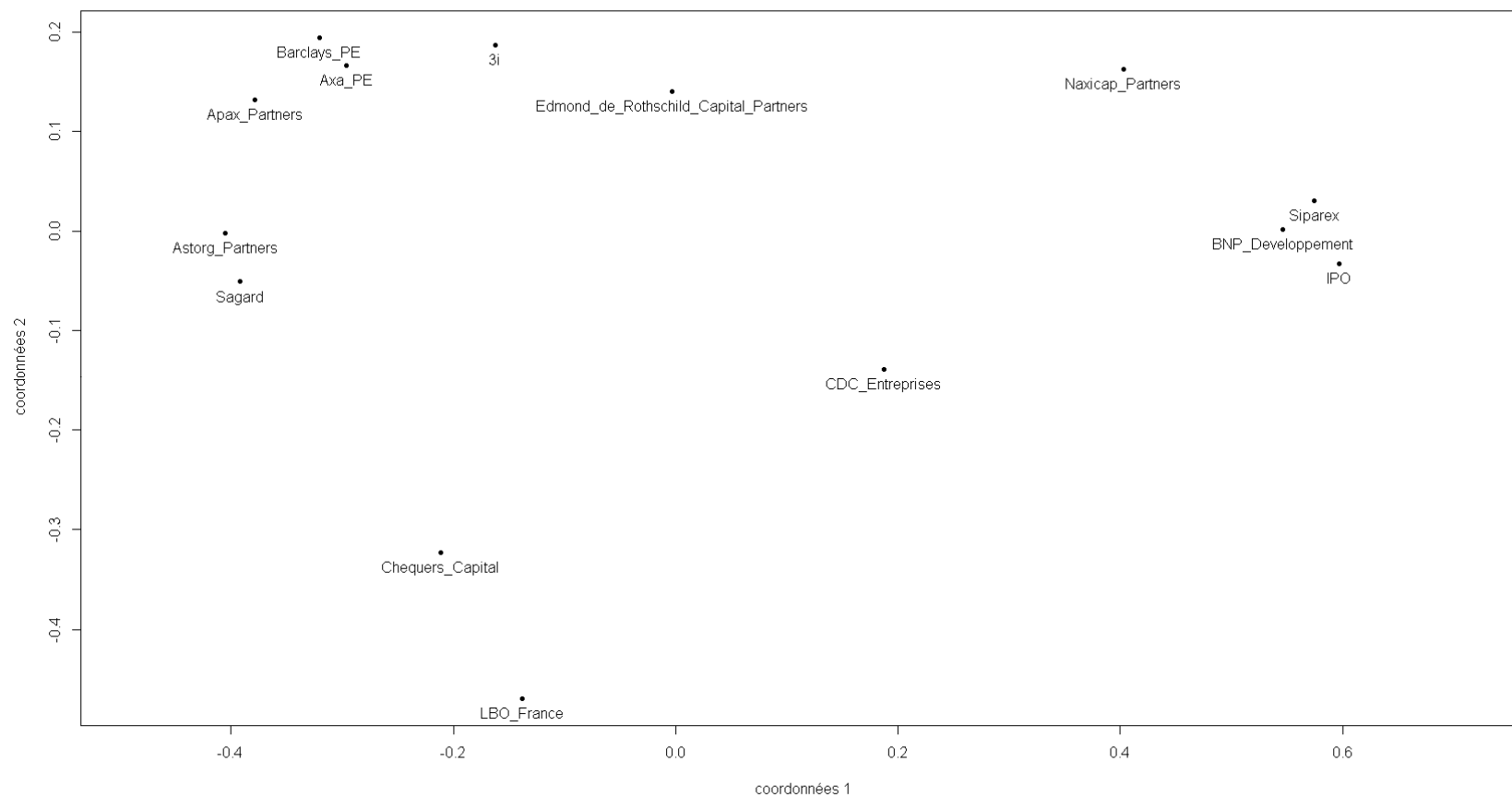
Il faut penser à ces segments comme des aires de compétition. Généralement, les petits fonds entrent en compétition entre eux et n'empiètent pas sur le terrain des grands fonds, et inversement. Dans la littérature écologique en sociologie des organisations et des professions (voire en sociologie en général), les groupes entrent en compétition lorsque leurs territoires se recouvrent. Ils ont donc tendance à se différencier les uns des autres en formant des niches. Pour chaque paire de fonds, nous avons quantifié la mesure dans laquelle leur territoire se recouvrait avec l'indicateur de Bray. Nous aboutissons à une matrice que nous pouvons projeter en deux dimensions par la technique du PMD (Figure 12)<sup>1</sup>. La représentation qui en résulte est remarquable puisqu'elle forme un arc de cercle, c'est-à-dire que les fonds se positionnent pratiquement à égale distance les uns des autres localement, mais contribuent par là à former une hiérarchie globale qui correspond aux segments bas, moyens et hauts du marché. Ainsi dans le secteur SC nous avons le fonds Capital-Investissement Franche-Comté basé à Allondans près de Besançons et gérant 14,31 millions d'euros. Dans le secteur MC nous avons Crédit Agricole PE, localisé dans le 14<sup>ème</sup> arrondissement de Paris et gérant un milliard d'euros. Dans le secteur LC nous avons CVC Capital Partners, un fonds anglais localisé dans le 16<sup>ème</sup> arrondissement de Paris et qui gère environ 9 milliards d'euros.

Il est utile de préciser ces constats en faisant la même analyse sur un sous-ensemble de fonds, ceux qui ont réalisé au moins 10 opérations sur la période 2001-2007 (14 fonds). C'est ce que montre la Figure 13. Nous voyons globalement la même structure en arc de cercle que pour la Figure 3, mis à part que la CDC se retrouve au milieu, étant présente sur tous les segments. Dans le secteur haut droit nous voyons les fonds qui sont plutôt spécialisés dans les segments bas du marché comme BNP Développement, Naxicap Partners et Siparex. En haut à gauche nous voyons les fonds qui sont plutôt spécialisés dans les segments moyens du marché comme Apax Partners, Axa PE et Barclays PE. Enfin dans le secteur bas gauche nous avons les fonds qui sont plutôt spécialisés dans les segments hauts du marché comme LBO France ou Chequers/Charterhouse.

---

<sup>1</sup> Voir l'Annexe D.

Figure 13 : PMD sur les recouvrements de territoires des 14 fonds les plus présents, 2001-2006



Source :CF



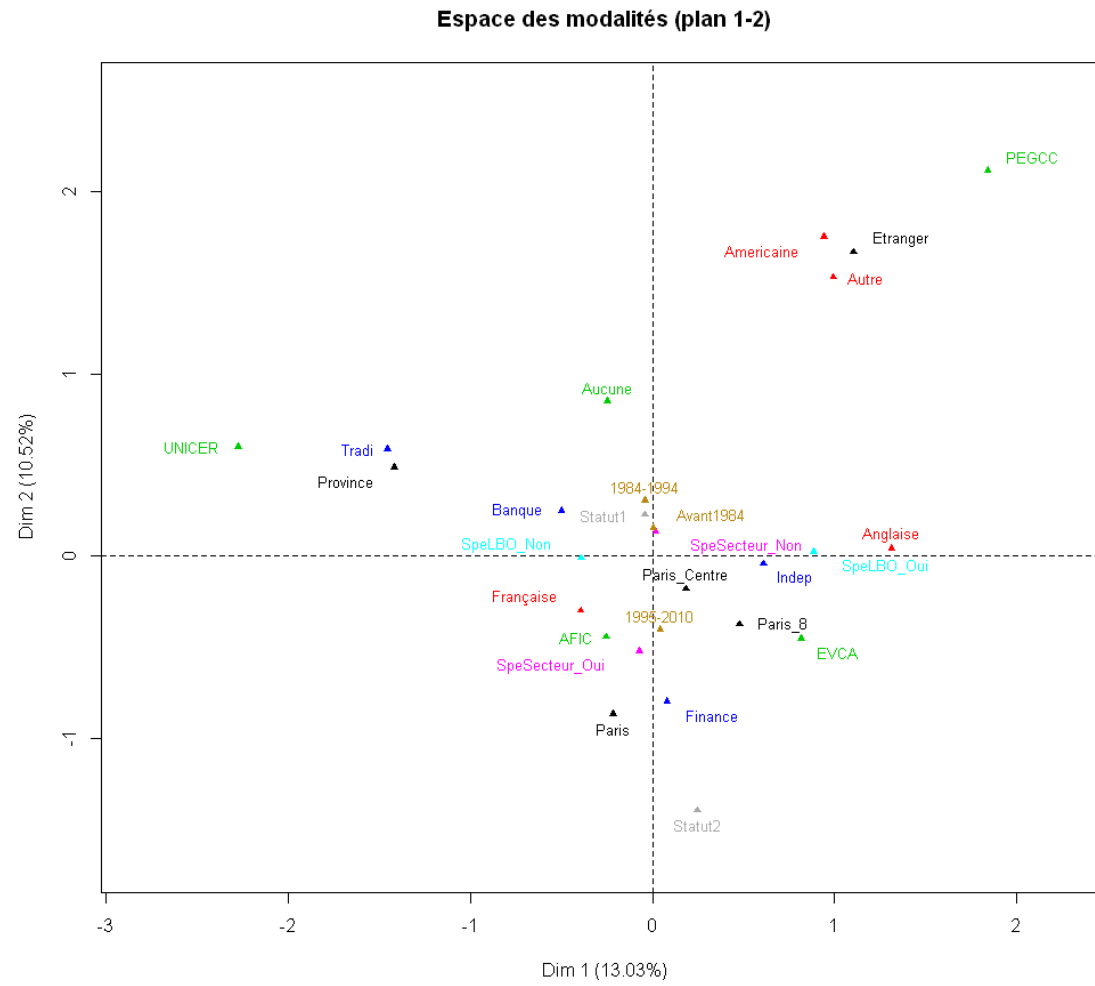
### 3) Distribution sociale des fonds d'investissement

Les sections précédentes suggèrent donc que le champ organisationnel des fonds d'investissements est structuré selon une opposition polaire entre les gros fonds qui opèrent à l'échelle mondiale et qui achètent de grandes entreprises et les petits fonds qui opèrent à l'échelle régionale et qui achètent des petites entreprises. Comme on a commencé à le voir, les fonds n'ont pas les mêmes propriétés sociales. Ils n'ont pas les mêmes attributs. Une étude préliminaire a montré que ces attributs étaient systématiquement corrélés (Foureaux, 2011a). Nous avons notamment pu montrer que des variables d'échelle étaient corrélées avec la nationalité du fonds, son type de propriétaire, son association professionnelle, sa spécialisation et son statut social. Une manière de préciser et d'élargir ces résultats est d'utiliser la méthode de l'Analyse des Correspondances Multiples (ACM). Cette technique est traditionnellement associée à la théorie des champs de Pierre Bourdieu et est souvent mobilisée par ses disciples<sup>1</sup>. Nous l'utilisons ici essentiellement pour identifier les principales lignes de différenciation des fonds d'investissement. Pour ce faire, on distingue des variables géographiques, d'affiliation institutionnelle, de spécialisation sectorielle, d'âge et de statut social. L'Annexe E donne les détails de cette analyse : codage, variance expliquée et contribution des différentes variables. Nous choisissons de présenter les deux premiers axes de l'ACM car ce sont ceux qui nous semblent les plus interprétables.

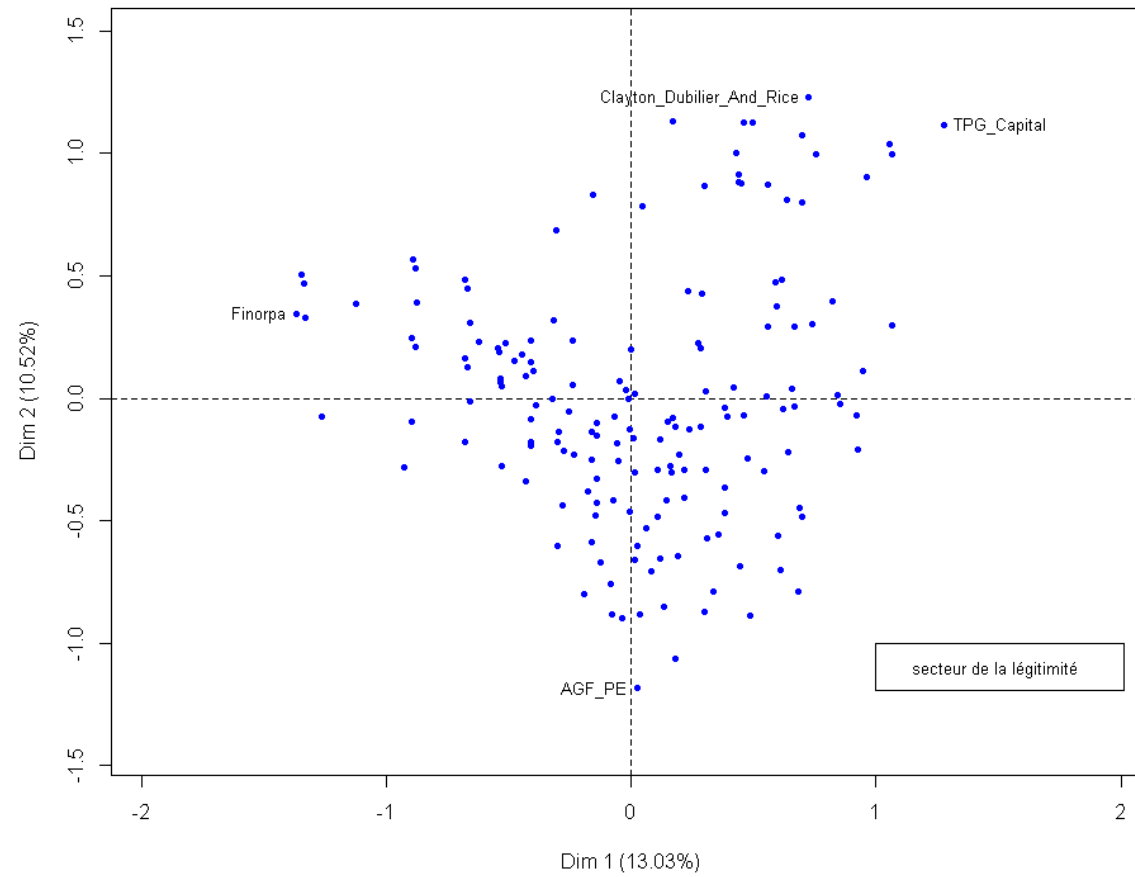
---

<sup>1</sup> Pour ce qui nous intéresse, on pourra se reporter à l'article classique sur le patronat (Martin et Bourdieu, 1978). Une application récente de cette méthode peut-être trouvée dans l'impressionnant article de François Denord, Paul Lagneau-Ymonet et Sylvain Thine sur le champ du pouvoir dans la France contemporaine (Denord, Lagneau-Ymonet et Thine, 2011).

Figure 14 : ACM des fonds d'investissement



### Nuage des individus (plan 1-2)



Source : GSCI.

Le premier axe distingue les fonds locaux appartenant le plus souvent aux régions, aux fonds anglais et américains spécialisés dans le LBO<sup>1</sup>. L'Union Nationale des Investisseurs en Capital d'Entreprise Régionales (UNICER) s'oppose au Private Equity Growth Capital Council (PEGCC), puissante association où sont représentés les fonds de PE américains. On retrouve là l'opposition entre petits et grands fonds. Le deuxième axe oppose les fonds américains qui ont un bureau à l'étranger et qui n'ont pas d'affiliation professionnelle particulière, aux fonds qui ont un fort statut social. Nous pensons qu'il s'agit là d'un axe qui distingue les fonds selon leur degré d'intégration dans le capital-investissement français. Les autres oppositions significatives sont les suivantes. Pour le premier axe : les fonds indépendants sont opposés à ceux qui sont captifs des banques ; les fonds spécialistes sont opposés aux généralistes ; les fonds du 8<sup>ème</sup> sont opposés à ceux qui ne sont pas localisés dans ce prestigieux quartier. Pour le deuxième axe on dénote une opposition entre les vieux fonds (qui sont nés durant la première vague du LBO) aux fonds plus jeunes (nés après 1995). On dénote aussi une opposition entre des fonds spécialisés dans tous les secteurs et d'autres qui se spécialisent dans un secteur particulier.

Quels sont les fonds typiques de cette structure multidimensionnelle ? La première dimension oppose TPG à Finorpa. Texas Pacific Group est comme son nom l'indique un fonds américain basé aux Texas et en Californie. Un des plus grands fonds au monde, il a été créé en 1992 par un ancien avocat d'affaires diplômé de la Harvard Law School (David Bonderman), un ancien banquier privé (James Coultier) et un ancien consultant en stratégie chez Bain & Cie (William Price III). Le fonds est spécialisé dans de nombreux segments du capital-investissement, notamment dans les situations de restructuration. Finorpa a été fondé en 1984 et est localisé à Fiennes dans le Nord-Pas de Calais. Il gère environ 129 millions d'euros. Il est dirigé par Antoine Harleaux, président de l'UNICER qui a fait une partie de sa carrière au sein de la direction de l'Action économique de la région Nord-Pas de Calais ; et Pascal Margerin, qui a été ingénieur financier notamment au sein de la Banque Populaire du Nord. Le deuxième axe oppose Clayton Dubilier & Rice (CD&R) à AGF PE. CD&R est un des plus vieux fonds de PE car il a été créé peu après à la même période que KKR, en 1978. Il gère environ 3,5 milliards d'euros. Tout comme TPG, il opère de son bureau de Londres et a

---

<sup>1</sup> Les modalités « province » et « tradi » ont de forte contribution en raison de leurs relativement faibles effectifs.

aussi été fondé par un ancien avocat d'affaires diplômé de la Harvard Law School (Joseph Rice III) ainsi que par Martin Dubilier « inventeur » selon sa fiche Wikipedia et Eugene Clayton. CD&R est connu pour être un fonds qui s'implique dans la performance opérationnelle de ses entreprises. AGF PE est le fonds de la compagnie d'assurance française AGF qu'elle a créé en 1995 et qui gère pour elle 326 millions d'euros. Situé à Paris dans le 13ème arrondissement, AGF PE ne réalise pas que des LBO, mais aussi des prêts en dette mezzanine et des investissements en fonds de fonds. A la différence des autres fonds cités, AGF PE a reçu un prix de Capital Finance en 2007 : le prix de la personnalité de l'année pour son directeur Christophe Bavière. Celui-ci a commencé sa carrière à la BNP et la CDC avant de rejoindre le groupe Allianz (auquel appartient AGF). Il y a développé l'activité de capital-investissement. Président de divers commissions du secteur, il a été administrateur de l'AFIC de 2004 à 2008.

Le croisement de ces deux dimensions permet d'identifier quatre « secteurs » qui correspondent d'ailleurs bien aux types d'associations puisqu'elles sont distribuées dans les quatre quadrants. Le secteur haut-gauche correspond aux petits fonds à faible statut social et le secteur bas-droit correspond aux grands fonds à fort statut social (dans le champ du LBO français). Pour cette raison nous appelons ce secteur le « secteur de la légitimité ». Dans ce secteur nous retrouvons tous les fonds les plus emblématiques du LBO français : comme Axa PE, LBO France, Barclays PE, PAI Partners, Astorg, Siparex, Apax Partners, Eurazéo... Il est donc utile de se pencher sur le parcours de quelques fondateurs français. Nous avons retenu trois portraits de fondateurs de fonds qui appartiennent au secteur de la légitimité : celui de Maurice Tchénio, Dominique Nouvellet et Dominique Sénéquier.

*Encadré 1 : trois portraits de fondateurs français*

**Maurice Tchénio (Apax Partners) : anticiper le marché**

Maurice Tchénio est né le 19 Janvier 1943 dans le 4<sup>ème</sup> arrondissement à Lyon d'un père commerçant et d'une mère gérante de société. Il a fait ses études à l'Université de Munich et à HEC. Il est professeur de finance à HEC pendant un an, de 1967 à 1968, et part faire un MBA à Harvard. Il y rencontre ses futurs associés : le Britannique Sir Ronald Cohen et l'Américain Alan Patricof. Lorsqu'il revient en France, il est chargé de mission à l'Institut de Développement Industriel, créée à l'initiative de Jacques Chaban-Delmas à la suite de son discours sur la « nouvelle société ». En 1972 il crée une banque d'affaire avec ses camarades de Harvard appelée MMG et organisé comme une fédération de bureaux dans plusieurs pays, à l'image de la banque Rothschild. En 1983, il aide le gouvernement à créer les premiers fonds de

placements français : les FCPR. «J'ai travaillé avec les pouvoirs publics. Je cherchais un véhicule adapté au Private Equity»<sup>1</sup>.

En 1984, après un dîner dans une pizzeria de Neuilly-sur-Seine avec des amis investisseurs, il co-fonde l'AFIC dont il devient le vice-président délégué et qui est hébergé dans les locaux de sa nouvelle société Alan Patricof Associés, située Avenue Marceau. «Si l'on voulait développer Apax [le nouveau nom d'Alan Patricof Associés] avec succès, il fallait parallèlement créer de toute pièce la profession. Une véritable industrie, incluant avocats, banquiers d'affaires... s'est ainsi établie.»<sup>2</sup> Alors que sa société et la plupart des investisseurs français pratiquaient le capital-risque et le capital-développement, Maurice Tchénio décide de se spécialiser dans les opérations de LBO en 1987. Dans les années 1990, il anticipe que la concurrence entre fonds va se développer et décide d'adopter une structure organisationnelle spécialisée par secteurs. En 1995, il crée un véhicule coté, Altamir, qui détient sa société de capital-investissement. En 1999, il crée le plus gros fond jamais levé en France. La vision du LBO de Maurice Tchénio est celle d'un investisseur actif, qui doit améliorer performance de la société achetée par une meilleure gouvernance : « avant d'investir nous devons être en accord avec les dirigeants sur les orientations stratégiques. Nous nous assurons que leurs rémunérations et intérêts soient bien en ligne avec ceux des actionnaires. Nous siégeons au conseil d'administration, et vérifions ainsi la mise en place de la stratégie et gérons les conflits d'intérêts s'ils s'en présentent. »<sup>3</sup> Qualifié par les médias comme ayant « mauvaise réputation », Maurice Tchénio prend sa retraite en 2008 et fonde une association philanthropique qui a pour but d'appliquer les principes du PE au secteur non lucratif. Il est classé dans les 500 plus grandes fortunes de France par *Challenges* puisque la richesse de sa famille était évaluée à 109 millions d'euros en 2008.

### **Dominique Nouvellet (Siparex) : la véritable entreprise**

Dominique Nouvellet est né le 12 Septembre 1942 dans le 6<sup>ème</sup> arrondissement de Lyon, d'un père chef d'entreprise. Il fait des études de commerce à l'IAE de Lyon et en droit à l'université, grâce auxquelles il obtient un doctorat. Puis il fait Sciences-Po et intègre l'ENA en 1967. Il commence sa carrière dans l'administration à la Caisse des Dépôts et des Consignations, au Trésor et à la Commission du Contrôle des Banques. Parallèlement il donne des cours à Sciences-Po et à l'ESSEC. En 1977 il est chargé de mission auprès de Raymond Barre sur la décentralisation financière à Lyon. Cette même année il négocie avec le service de la législation fiscale pour créer sa société de capital-investissement Siparex, dans cette même ville<sup>4</sup>. Il co-fonde l'AFIC, dont il devient le vice-président. En plus de Siparex, Dominique Nouvellet est aussi Vice Président de CDC Participations de 1985 à 1989. Siparex est une société qui a vocation à financer les petites et moyennes entreprises de la région. Le profil d'investissement de cette société est peu activiste. En effet, malgré son profil de capital-risqueur, la société prend peu de

---

<sup>1</sup> « Maurice Tchénio, un précurseur dans le monde du non-côté », *L'AGEFI*, 17 Juillet 2008. Cette citation suggère que la décision de créer ces véhicules vient des investisseurs.

<sup>2</sup> *Ibid.*

<sup>3</sup> *Ibid.*

<sup>4</sup> « Capital-investissement : bilan et avenir de l'AFIC », *Décideurs*, n°100, p.64

risques effectifs, préférant investir dans des sociétés plus établies<sup>1</sup>. De plus, elle n'intervient pas dans la stratégie des entreprises : « *Siparex also offers neutrality and a wide range of contracts to the companies that take its finance. It deliberately avoids the investment banking technique of putting its own man on the Board, and it keeps its own capital widely dispersed so that no individual organization controls it. This approach is designed to allay the fears of outside interference which are so prevalent in French small businesses, and which to some extent explain the hesitancy of demand for equity capital* »<sup>2</sup>.

Siparex, au capital duquel participent de grandes entreprises industrielles, fonctionne aussi comme un club de rencontre entre chefs d'entreprises. Dominique Nouvellet prône avant tout le bon sens, la modération et la sagesse dans son métier d'investisseur<sup>3</sup>. Catholique pratiquant<sup>4</sup>, il adopte une définition « organiciste » de l'entreprise. Siparex est « une véritable entreprise »<sup>5</sup>. « Une entreprise, c'est une communauté d'hommes et de femmes qui partagent, autant que faire se peut, les mêmes valeurs: nos réunions périodiques, notre convention annuelle avec nos actionnaires, fondent cette recherche et ce partage de valeurs communes et nous cherchons le plus possible à y associer les conjoints »<sup>6</sup>. Dominique Nouvellet est très critique des évolutions du capital-investissement dans les années 2000, qu'il décrit en employant un vocabulaire exhortatoire, voire religieux. Dans sa ligne de mire sont les fonds anglo-saxons les plus emblématiques : « Le groupe Siparex est resté à l'écart de la bulle du PE aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, n'a pas pratiqué les effets de levier excessifs sur les méga-LBO qui débouchent sur l'incapacité de clore aujourd'hui la syndication des prêts bancaires, parties prenantes de ces montages. Il n'a rien à voir avec KKR ou Carlyle. Lorsque les membres entendent Henry Kravis, fondateur, actionnaire et gestionnaire de KKR, déclarer que l'entreprise est une *commodity*, leurs cheveux se hérissent! A leurs yeux, une entreprise, c'est tout sauf cela! »<sup>7</sup> Dominique Nouvellet est Chevalier de la Légion d'honneur et Officier de l'ordre national du Mérite.

### **Dominique Sénéquier (Axa PE): la modernité française**

Dominique Sénéquier est née le 21 Août 1953 à Toulon d'un père ingénieur du génie maritime. Comme son père, elle fait ses études à Polytechnique où elle entre en 1972, lorsque l'école s'ouvre aux femmes. Elle fait aussi des études actuarielles et détient un DEA d'économie monétaire et bancaire. Elle commence sa carrière en faisant un stage à l'inspection des finances puis dans des compagnies d'assurance aux Etats-Unis. Après deux postes dans l'administration, elle entre dans la compagnie

---

<sup>1</sup> « Survey of venture capital (4): funds outweigh opportunities/France », *Financial Times*, 3 Décembre 1985.

<sup>2</sup> «Financial Times Survey: Rhône-AlpesIII- Siparex: an innovative investment fund», *Financial Times*, 3 Décembre 1985.

<sup>3</sup> Alain Borderie, *Financer les champions de demain : Siparex, 1977-2008 pour un private equity éthique et performant*, le Cherche Midi, Paris, p.214.

<sup>4</sup> Il est en effet membre du Conseil diocésain pour les affaires économiques de l'archevêché de Lyon.

<sup>5</sup> *Ibid.*, p.228.

<sup>6</sup> *Id.*

<sup>7</sup> *Ibid.*, p.209.

transnationale de réassurance, une filiale du GAN. A partir de 1987 elle travaille pour GAN participations.

En 1996, Claude Bébéar lui propose de diriger une activité de capital-investissement pour Axa. L'activité est réalisée pour compte de tiers, principalement des investisseurs étrangers. Dominique Sénéquier a l'intuition que ce mode de gestion va se développer « cinq ans avant les autres » (PEM n°1, Nov.2004, p.12). La seule femme à la tête d'un fond de capital-investissement, présent sur tous les segments, elle jouit d'une grande popularité. Elle est citée par *Forbes* et le *Wall Street Journal* comme étant une des femmes les plus puissantes du monde. Ses amis français sont Michel Gauthier d'Ernst&Young, Olivier Houssin de Thalès, Paul Hermelin de Cap Gemini<sup>1</sup>. Elle a pu recevoir la visite des plus grands fonds américains, en la personne de Stephen Schwarzman (Blackstone), Joe Rice (CD&R) et même Henry Kravis (KKR)<sup>2</sup>. Si elle défend vivement l'idée d'entrepreneuriat, Dominique Sénéquier n'en oublie pas pour autant la problématique sociale. Mai 1968 reste un grand souvenir pour elle, qui avait un poster de Che Guevara dans sa chambre<sup>3</sup>. Dans un article pour *Le Monde*, elle s'appuie sur des études montrant que les entreprises sous LBO connaissent une croissance de l'emploi plus forte que les autres entreprises françaises. Un tel différentiel est attribué à une meilleure performance économique, qui elle-même provient d'une meilleure gouvernance. Mais les fruits de la plus-value de cession ne sont pas partagés avec les salariés. Dominique Sénéquier propose que l'on inscrive dans la loi la possibilité pour les salariés de recevoir 5% de la plus value de cession au débouclage de l'opération<sup>4</sup>. Les problèmes médiatiques qu'elle a eus avec le directeur de la radio Skyrock au sujet de son départ forcé notamment, ainsi que les contraintes réglementaires sur les capitaux propres des groupes financiers, ont poussé Axa à vouloir se désengager de sa filiale<sup>5</sup>. Axa PE s'appelle maintenant Ardian. Dominique Sénéquier est Officier de l'ordre national du Mérite.

L'analyse des attributs des fonds nous conduit à préciser notre opposition entre local et global, gros et petit. Il s'agit là d'une opposition classique entre grand capitalisme et petit capitalisme, qui vient traverser le champ du LBO français. Cette opposition est adossée à des conceptions culturelles particulières, comme le montre l'opposition ouverte à Henry Kravis, le banquier new-yorkais, par Dominique Nouvellet, l'énarque lyonnais. L'un met en avant la prise de risque, l'autre la modération. L'un met en avant la propriété, l'autre la communauté.

---

<sup>1</sup> « Quel étudiant étiez-vous ? Dominique Sénéquier », *Les échos*, 21 Août 2012, p.7

<sup>2</sup> « Dominique Sénéquier : madame 25 milliards », *le Journal du Dimanche*, 20 Juin 2010.

<sup>3</sup> « Quel étudiant étiez-vous ? Dominique Sénéquier », *op.cit.*, p.7

<sup>4</sup> « Vive le LBO pour tous les salariés ! », *Le Monde*, 30 Mai 2008, p.20

<sup>5</sup> « Dominique Sénéquier : madame 25 milliards », *op.cit.*



Dans cette sous-partie, nous avons examiné les principales lignes de différenciation des fonds. Ceux-ci sont distribués en grandes polarités suivant leur richesse, leur niche et leurs attributs. Finalement, le champ organisationnel du LBO nous semble structuré selon une logique d'échelle : aux grands fonds internationaux s'opposent les petits fonds locaux. A l'articulation de ces deux niveaux se situent les fonds français opérant à l'échelle nationale et européenne qui sont situés dans le secteur de la légitimité.

## ***B - Logiques professionnelles et modèles d'activité***

On peut donc organiser l'hétérogénéité des fonds d'investissement selon une logique d'échelle. Mais nous ne nous sommes pour l'instant intéressés qu'à l'identité de ces acteurs, pas à leurs stratégies ni à leurs pratiques. Ces stratégies et pratiques sont-elles aussi hétérogènes ? De plus, correspondent-elles aux polarités identifiées ? Dans cette sous-partie nous allons répondre positivement à ces deux questions. Nous allons d'abord voir que les fonds varient systématiquement quant à leurs stratégies, puis qu'ils varient systématiquement quant à leurs pratiques concrètes. Enfin nous verrons que ces constats peuvent se synthétiser dans l'opposition entre deux modèles idéal-typiques.

### **1) Stratégies des fonds d'investissement**

Les fonds d'investissement opèrent avec des stratégies différentes suivant qu'ils sont des grands acteurs globaux ou des petits acteurs locaux. C'est ce que nous allons montrer en employant des statistiques descriptives. Nous allons utiliser des corrélations entre les *actifs sous gestion* lorsque les variables stratégiques sont quantitatives et des tris croisés avec *l'aire géographique* lorsque les variables de stratégie sont qualitatives. Rappelons que ces deux variables (la richesse des fonds et l'espace géographique) sont étroitement liées suivant la « logique d'échelle ».

D'abord, les fonds varient systématiquement suivant le nombre d'opérations qu'ils font (déclaré ou effectif), suivant qu'ils partagent leurs *deals* avec d'autres ou suivant leur degré de focalisation sur les entreprises. Le nombre de *deals* est celui que l'on a observé dans notre recension, mais aussi le nombre moyen tel qu'il est déclaré dans le *Guide des sociétés de capital-investissement*. Le partage des *deals* est la différence entre centralité du fonds dans le réseau de coparticipation et son taux de participation, divisé par cette dernière grandeur. Cet indicateur quantifie la mesure dans laquelle le fonds est « individualiste ». La focalisation est

le nombre d'employés du fonds divisé par le nombre d'entreprises détenues. C'est une mesure qui vise à savoir dans quelle mesure l'attention est focalisée sur une entreprise donnée. Le Tableau 16 présente des corrélations entre ces variables stratégiques et le (logarithme du) montant des actifs sous gestion<sup>1</sup>.

*Tableau 16 : corrélations de Pearson entre le montant des actifs sous gestion et diverses variables stratégiques, 2001-2007*

<b>Actifs sous gestion (log)</b>	<b>r</b>	<b>t (bilatéral)</b>	<b>p</b>
Nombre d'opérations déclaré (log)	-0,32	-4,02	p<0,001
Nombre d'opérations effectif (log)	0,15	1,84	p=0,06
Indice de partage	-0,31	-3,82	p<0,001
Indice de focalisation (log)	0,61	9,14	p<0,001

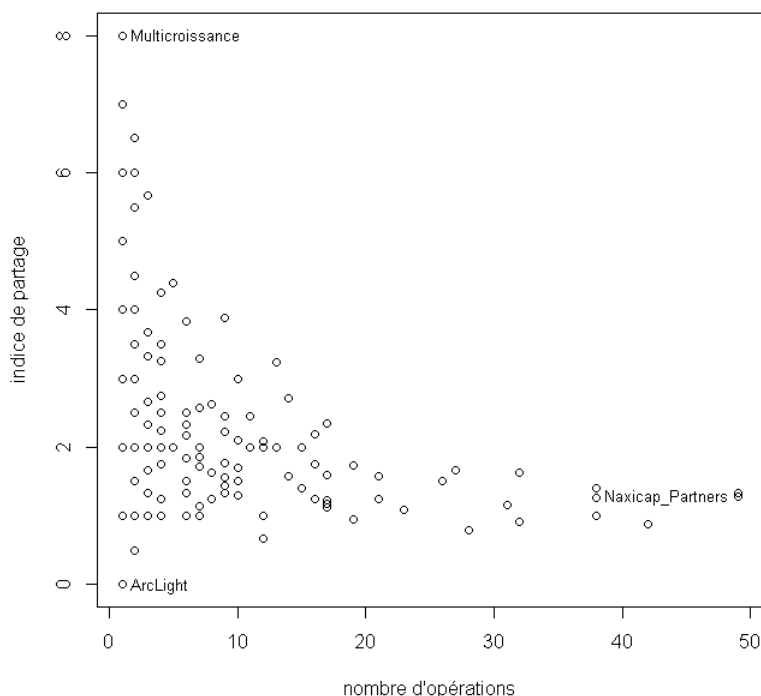
Source : GSCI, CF.

La taille du fonds est négativement corrélée avec le nombre déclaré d'opérations ( $r = -0,32$ ) mais pas avec le nombre effectif ( $r = 0,15$ ). Il est étonnant que ces deux mesures soient opposées, mais nous ne pouvons pas l'expliquer actuellement. En tous cas, plus le fond se situe à une échelle élevée, moins il *déclare* faire d'opérations. Ceci est compréhensible dans la mesure où plus les fonds sont gros, plus ils achètent de grosses entreprises, qui sont moins nombreuses. La richesse du fonds est aussi négativement corrélée avec le partage des deals ( $r = -0,31$ ). Plus les fonds opèrent à une échelle élevée, moins ils s'engagent dans des coparticipations avec d'autres fonds. Les fonds d'investissement varient donc selon leur degré d'« individualisme » mais d'une manière non triviale, comme le montre la Figure 15.

---

<sup>1</sup> La plupart de ces variables sont distribuées de manière asymétrique, c'est pourquoi on utilise une transformation logarithmique pour rendre les distributions proche de la normale.

Figure 15 : relation entre taux de participation et partage des deals



Source : CF, GSCI.

Cette figure montre qu'il existe une relation négative entre le degré de participation au LBO français et le partage des *deals*. Les fonds qui opèrent à l'échelle nationale ou multi-régionale (comme ici Naxicap) sont très impliqués dans le LBO français mais peu partageurs. A l'inverse, les fonds qui sont peu impliqués dans le LBO peuvent y être intégrés en syndiquant leurs *deals*, comme les fonds purement locaux (comme ici Multicroissance de Toulouse). Ils peuvent aussi essayer de s'y intégrer directement sans s'allier à d'autres (comme ici ArcLight). Ces styles relationnels se traduisent par des différences de position dans le réseau de coparticipation, certains acteurs se retrouvant mécaniquement au centre et d'autres mécaniquement à la périphérie, un phénomène qui est peu interrogé par les sociologues travaillant sur des réseaux d'affiliation<sup>1</sup>. Enfin, le montant des actifs sous gestion est fortement corrélé avec la focalisation du fonds ( $r = 0,61$ ). Autrement dit, plus le fonds opère à

<sup>1</sup> Ceci peut d'ailleurs induire le chercheur en erreur dans l'interprétation de la structure globale et de certains indicateurs (Wasserman et Faust, 1994).

une échelle élevée, plus il a de personnes dédiées à la surveillance d'une entreprise donnée. De tels résultats peuvent se résumer dans l'opposition entre stratégie extensive et stratégie intensive. Si l'on stylise le raisonnement, on peut dire que plus les fonds sont gros, moins ils partagent les *deals* et plus ils se focalisent sur les entreprises (stratégie intensive). Inversement, plus les fonds sont petits, plus ils font d'opérations, partagent de *deals* et moins ils sont focalisés (stratégie extensive). Cette analyse suggère que les fonds diffèrent systématiquement en ce qui concerne le degré de contrôle exercé sur l'entreprise-cible. C'est en effet ce que montre le Tableau 17.

*Tableau 17 : aire géographique et degré d'activisme des fonds d'investissement, 2001-2007*

%	Fort	Moyen	Faible	Total
<b>Mondiale</b>	37,50	31,25	31,25	100,00
<b>Européenne</b>	56,52	21,74	21,74	100,00
<b>Nationale</b>	28,26	38,04	33,70	100,00
<b>Régionale</b>	1,96	9,80	88,24	100,00

$\chi^2=67,33$  ; ddl=6 ; p<0,001. Source : GSCI.

On constate que les fonds qui opèrent à l'échelle européenne et mondiale sont plus volontiers activistes (56% et 37%) que les fonds qui opèrent à l'échelle nationale qui sont pour la plupart moyennement activistes (38%) et que les fonds régionaux qui sont presque tous peu activistes (88%).

L'aire géographique dans laquelle opèrent les fonds d'investissement est bien évidemment liée aux segments de marchés comme le montre le Tableau 18.

*Tableau 18 : aire géographique et spécialisation dans les segments, 2001-2007*

%	LC	UMC	MC	LMC	SC	Total
<b>Mondiale</b>	33,96	26,42	22,64	9,43	7,55	100,00
<b>Européenne</b>	24,61	21,47	29,84	14,66	9,42	100,00
<b>Nationale</b>	6,97	10,61	18,79	12,42	51,21	100,00
<b>Régionale</b>	0,00	0,00	3,85	11,54	84,62	100,00

$\chi^2=234,31$  ; ddl=12 ; p<0,001. Source : GSCI, CF

On constate encore une fois l'opposition structurale entre petites entreprises/échelle régionale et grandes entreprises/échelle mondiale. Les fonds européens et nationaux articulent les deux niveaux, même si l'on voit que les fonds qui opèrent à l'échelle nationale sont plus proches du segment SC. Ils ont réalisés 51% de leurs opérations dans ce segment contre 9% pour les

fonds européens, tandis qu'ils n'ont réalisés que 7% de leurs opérations dans le segment LC contre 25% pour les fonds européens.

Quels types d'opérations peuvent faire les fonds ? On peut distinguer deux dimensions concernant les « types » d'opération : avec quel type de dirigeant vont-ils s'associer et quel type d'actionnaire leur a vendu l'entreprise ? Pour répondre à la première question il est utile de distinguer, pour toute entreprise, les divers changements dans sa structure de pouvoir, selon qu'il s'agisse d'un changement de propriété, c'est-à-dire un changement d'actionnaire, ou un changement de contrôle, c'est-à-dire un changement de l'équipe dirigeante. Le Tableau 19 résume les divers types de changements suivant le croisement de ces deux dimensions.

*Tableau 19 : changement de propriété et changement de contrôle*

	<b>Pas de changement de propriété</b>	<b>Changement de propriété</b>
<b>Pas de changement de contrôle</b>	Succession interne	Management Buy-Out (MBO)
<b>Changement de contrôle</b>	Owner Buy-Out (OBO)	Management Buy-In (MBI)

La situation la plus simple est celle dans laquelle il n'y a pas de changement dans la propriété et le contrôle de l'entreprise. Il s'agit du *statu quo* et du cas classique de la firme managériale ou bien familiale. Pour qu'il y ait LBO il faut qu'un fonds entre au capital de l'entreprise. Si celui-ci rachète 100% du capital de l'entreprise mais s'allie avec le management en place qui garde donc le contrôle, on est dans le cas classique du LBO qui est en fait un *Management Buy-Out* (MBO). Mais il existe aussi deux autres cas moins fréquents. Le fonds peut très bien changer la direction dès son rachat et mettre en place un repreneur externe (de manière amicale ou non). L'opération est alors un *Management Buy-In* (MBI). Il est même possible de monter une opération dans laquelle le fonds laisse l'actionnaire précédent majoritaire, en général le fondateur ou un héritier, tandis qu'un manager du rang prend les commandes de l'entreprise. Il s'agit alors d'un *Owner Buy-Out* (OBO). Quelle est la distribution des fonds suivant ces divers types d'opérations ?

Tableau 20 : aire géographique et types d'opérations de LBO, 2001-2007

%	MBO	MBI	BIMBO	OBO	Total
<b>Mondiale</b>	81,82	4,55	9,09	4,55	100,00
<b>Européenne</b>	64,94	15,58	5,19	14,29	100,00
<b>Nationale</b>	45,48	16,58	6,53	31,41	100,00
<b>Régionale</b>	34,29	29,29	1,43	35,00	100,00

$\chi^2=101,63$  ; ddl=12 ; p<0,001. Source : GSCI, CF.

Le Tableau 20 montre que les fonds qui opèrent à l'échelle mondiale et européenne réalisent beaucoup plus de MBO (90% et 68%) que les fonds régionaux qui réalisent 35% d'OBO. Les fonds qui opèrent à l'échelle nationale sont encore une fois dans une situation intermédiaire puisqu'ils réalisent plus de MBO (49%) mais aussi une part non négligeable d'OBO (34%). On commence à voir quel type de fonds achète quel type d'entreprise. Les grands fonds achètent plus volontiers de grandes entreprises managériales, tandis que les petits fonds achètent plus volontiers de petites entreprises familiales. On peut approfondir ce constat en essayant de répondre à la question : d'où viennent les entreprises-cibles au sein du marché du contrôle ? Le Tableau 21 dispose la proportion des sources de LBO suivant l'aire géographique des fonds.

Tableau 21 : aire géographique et sources des opérations, 2001-2007

%	Bourse	Institutionnelle	Externalisation	Traditionnelle	Total
<b>Mondiale</b>	5,63	32,39	43,66	18,31	100,00
<b>Européenne</b>	7,97	50,60	24,30	17,13	100,00
<b>Nationale</b>	3,36	44,19	15,14	37,31	100,00
<b>Régionale</b>	1,42	42,65	13,27	42,65	100,00

$\chi^2=88,28$  ; ddl=9 ; p<0,001. Source : GSCI, CF.

Les fonds mondiaux achètent plus souvent des cibles qui proviennent des grands groupes (43% d'externalisations) tandis que les fonds régionaux achètent plus souvent des cibles provenant de source « traditionnelles » c'est-à-dire de fondateurs ou de familles (43%)<sup>1</sup>. Les fonds qui opèrent à l'échelle nationale et surtout européenne sont particulièrement intéressants puisqu'ils achètent une grande partie de leurs entreprises à d'autres fonds (source

<sup>1</sup> Ils achètent aussi un nombre significatif d'entreprises provenant d'autres fonds.

« institutionnelle », respectivement 44 et 51% de leurs sources). Comme le montre le Tableau 22, il s'agit pour l'essentiel de « LBO bis », dans lesquels les cibles enchainent les LBO.

*Tableau 22 : aire géographique et LBO bis, 2001-2007*

%	LBO primaire	LBO bis	Total
<b>Mondiale</b>	89,19	10,81	100,00
<b>Européenne</b>	80,22	19,78	100,00
<b>Nationale</b>	87,86	12,14	100,00
<b>Régionale</b>	91,95	8,05	100,00

$\chi^2=17,75$  ; ddl=3 ;  $p<0,001$ . Source : GSCI, CF.

Si la plupart des fonds d'investissement réalisent des LBO primaires, on voit que les fonds européens réalisent presque 20% de LBO bis, c'est-à-dire qu'ils rachètent la cible à un autre fond.

On voit donc que les fonds d'investissement varient systématiquement quant à leurs stratégies. Les petits fonds régionaux adoptent des stratégies extensives : ils achètent davantage d'entreprises, qu'ils ne contrôlent pas de manière serrée. Ils font beaucoup d'opérations sur des entreprises familiales dans le cadre d'OBO. A l'inverse, les grands fonds d'investissement mondiaux ou pan-européens ont des stratégies plus intensives : ils contrôlent de manière plus forte leurs entreprises. Celles-ci sont plus souvent des divisions de grands groupes ou des entreprises qu'ils ont rachetées à d'autres fonds.

## **2) Pratiques des fonds d'investissement**

Les différences systématiques que nous avons mises au jour se retrouvent-elles au niveau des pratiques des fonds d'investissement ? Par « pratiques » il faut entendre ici la manière dont ils évaluent les entreprises, leur prise de risque et la latitude laissée à la direction générale. Il s'agit d'éléments qui sont plus controversés que les stratégies. Nous utiliserons donc une méthode statistique plus sophistiquée (modélisation linéaire) pour montrer ces points.

Appelbaum et Batt observent que les valorisations et l'utilisation de l'effet de levier varient systématiquement selon les segments de marché, un constat que nous confirmons (Appelbaum et Batt, 2014). Par exemple, elles trouvent que dans le segment LMC les entreprises sont évaluées environ 5 fois leur résultat opérationnel (EBITDA) tandis que dans

le segment UMC elles sont évaluées environ 12 fois. Dans le segment LMC, l'effet de levier est plus faible que dans le segment UMC : le montant de la dette s'élève à environ 3 fois celui du résultat opérationnel contre 8 fois<sup>1</sup>. De plus ces pratiques varient suivant la conjoncture économique<sup>2</sup>. Une question que l'on peut se poser est donc : d'où vient cette différence ? Est-elle liée aux caractéristiques des entreprises-cibles ou bien aux caractéristiques des fonds, certains, les « gros », étant plus « agressifs » que d'autres ? C'est en particulier la vision qui circule dans les médias, dans le milieu des dirigeants et même dans la profession du PE. Pour le savoir il faut employer un modèle de régression linéaire où l'on verrait si la taille du fonds est corrélée avec certains indicateurs de pratiques concrètes, en contrôlant certaines caractéristiques des cibles. Nous avons réalisé un tel modèle en contrôlant la taille de l'entreprise (Chiffre d'affaires) et sa marge opérationnelle (Résultat/CA). Nous avons inclus des effets fixes par années et par secteur. La taille du fonds est mesurée par le montant courant des actifs sous gestion *ca.* 2006. Les indicateurs de pratiques sont : le multiple du CA et le multiple du résultat (valorisation), le ratio dette/fonds propres et dette/résultat (effet de levier) et le pourcentage du capital détenu par les cadres dirigeants (attitude envers le management). Les détails sont donnés à l'Annexe F.

---

<sup>1</sup> Nos propres chiffres sont les suivants : les multiples du résultat et le ratio dette/résultat pour le segment SC sont en moyenne de 9 et 4 ; tandis qu'ils sont de 10 et 7 pour le segment LC. De même la Banque de France dans son bulletin n°187 du premier trimestre 2012, estime que les petites entreprises sont valorisées moins chères et supportent des charges financières plus faibles : 5 fois l'EBE (contre 7 fois pour les entreprises moyennes) et 3 fois l'EBE (contre 5 fois).

<sup>2</sup> Voir plus bas et le prochain chapitre.



Tableau 23 : modèles de régression linéaire à effets fixes sur divers indicateurs de pratiques, 2001-2007

	<b>Multiple CA (log)</b>	<b>Multiple Résultat (log)</b>	<b>Dettes/FP (log)</b>	<b>Dettes/Résultat (log)</b>	<b>% Capital</b>
<i>Ordonnée à l'origine</i>	0,59 [0,41]	<b>0,82</b> <b>[0,21]</b>	0,02 [0,27]	<b>-0,18</b> <b>[0,52]</b>	69,9 [12,40]
<i>Actifs (log)</i>	<b>-0,23</b> <b>[0,07]</b>	<b>0,07</b> <b>[0,02]</b>	0,03 [0,03]	<b>0,15</b> <b>[0,06]</b>	<b>-5,71</b> <b>[2,79]</b>
<i>Chiffre d'affaires (log)</i>	<b>0,11</b> <b>[0,06]</b>	-0,03 [0,02]	<b>0,18</b> <b>[0,03]</b>	<b>0,07</b> <b>[0,02]</b>	<b>-7,98</b> <b>[2,82]</b>
<i>Marge opérationnelle</i>	0,53 [0,38]	<b>-0,67</b> <b>[0,13]</b>	0,14 [0,17]	-0,23 [0,32]	<b>-31,21</b> <b>[18,38]</b>
Effets fixes par année	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes par secteur	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
N	63	157	184	187	97
R <sup>2</sup>	0,47	0,39	0,4	0,27	0,43
F	3,35	5,61	6,87	3,9	4,41
p	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001

Note : les coefficients statistiquement significatifs au seuil de 10% maximum sont donnés en gras. Les écarts-types sont indiqués entre crochets. Estimation des paramètres du modèle par les MCO. Voir Annexe F. Source : GSCI, CF.

Commençons par remarquer que la taille de l'entreprise varie de manière déterminée avec la plupart des indicateurs de pratiques. Plus les entreprises sont grosses, plus chères elles sont valorisées (multiple du CA), plus elles supportent un fort effet de levier et moins le management est présent au capital. Par exemple, lorsque la taille de l'entreprise augmente d'un facteur de 10 (1 euro de CA, 10 euros, 100 euros, etc.) cela entraîne une augmentation du ratio dette/fonds propres de 1,51 points ( $10^{0,18}$ ). Le passage d'un 1 euro de CA à 10 puis 100 etc. diminue à chaque fois la part du capital détenue par le management de 8 points de pourcentage<sup>1</sup>. Venons-en aux caractéristiques de l'actionnaire. En ce qui concerne la valorisation du CA, on voit que plus les fonds sont gros, moins ils valorisent l'entreprise. Par contre le constat est exactement inverse en ce qui concerne le multiple du résultat (EBIT ou EBITDA) : multiplier la taille du fonds par un facteur de 10 est associé à une valorisation supérieure de la cible de 1,17 points ( $10^{0,07}$ ). Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, les petits fonds valorisent plus la taille de l'entreprise que les gros fonds qui valorisent plus leur profit. La taille du fonds est aussi positivement associée à sa prise de risque, mais uniquement en ce qui concerne l'effet de levier mesuré par le ratio dette/résultat. Toutes choses égales par

ailleurs (et en particulier à taille constante), lorsque la taille du fonds augmente d'un euro, l'effet de levier augmente de 0,15 points. Enfin, la taille du fonds est négativement associée au partage du capital avec le management. Toutes choses égales par ailleurs, un fonds qui serait 10 fois plus gros qu'un autre diminuerait la participation des dirigeants d'environ 6 points de pourcentage. On voit donc que les différents types de fonds ont non seulement des stratégies mais aussi des pratiques différentes.

Il est utile de commenter ces résultats à la lumière des études économétriques qui étudient aussi l'évaluation et la prise de risque des firmes de LBO. Axelson et ses collègues montrent que, contrairement aux sociétés cotées, ces pratiques ne varient pas en fonction des fondamentaux des entreprises-cibles, mais plutôt de l'environnement économique, notamment l'état du marché du crédit et du marché des actions (Axelson et al., 2012). Ils montrent aussi qu'elles varient en fonction du type d'opération : les opérations de sortie de cote et les LBO bis, que pratiquent les gros fonds, sont marquées par des valorisations et des effets de leviers supérieurs. En ce qui concerne les LBO secondaires, Wang montre aussi qu'ils sont plus valorisés que les autres types de *deals* (Wang, 2012). Demiroglu et James montrent que les fonds de PE les plus « réputés »<sup>2</sup> utilisent plus l'effet de levier et disposent de meilleures conditions de crédit (Demiroglu et James, 2010). Ces résultats sont importants car ils ne sont pas expliqués par la théorie financière standard et ouvrent la voie à des raisonnements de nature sociologiques. Colla et ses collègues trouvent cependant que l'effet de levier est lié à certaines caractéristiques des cibles, comme leur profitabilité et la volatilité de leur trésorerie (Colla, Ippolito et Wagner, 2012)<sup>3</sup>. Meuleman et Wright offrent une étude particulièrement intéressante des pratiques de valorisation des firmes de PE (Meuleman et Wright, s. d.). Ils montrent que le nombre de fonds sur une opération, le degré de concentration du marché ainsi que sa densité réticulaire font baisser les prix des cibles. Ceci suggère que l'utilisation des

---

<sup>1</sup> La variable de la marge opérationnelle, si elle est statistiquement significative se comporte d'une manière étrange que nous ne savons pas vraiment comment interpréter.

<sup>2</sup> Les fonds qui ont réalisés le plus de *deals* et ont une grande part de marché : dans leur cas Blackstone, KKR, TPG... Ils constatent que l'implication de ces acteurs est corrélée avec l'état du marché (en surchauffé ou non).

<sup>3</sup> Mais ils trouvent aussi des effets de contexte. Par exemple l'effet de levier est supérieur pour les entreprises anciennement cotées et dans les pays de droit commun, et il est inférieur (pour ce qui est de la dette subordonnée) si les fonds syndiquent leur *deal*. En période de surchauffé du marché, on constate une baisse du levier sur la dette senior et une hausse sur celui de la dette subordonnée.

relations sociales est une manière de contrecarrer les effets de la concurrence. Surtout, ils montrent comme nous que la taille du fonds leader de l'opération est associée à de plus grandes valorisations. Enfin, Palard et ses collègues montrent que la valeur d'entreprise est associée au type de fonds (plus élevée dans le cas d'un fonds de PE) et que, plus les fonds prennent des positions fortes au capital de l'entreprise, plus les multiples sont élevés (Palard, Barredy et Bedu, 2013)<sup>1</sup>. Selon nous, ces divers constats peuvent être expliqués par les stratégies différentes des fonds d'investissement, qui sont elles-mêmes fonction de l'état du champ du LBO.

### **3) Modèle bancaire et modèle actionnarial**

Résumons nos résultats. Les petits fonds régionaux (voire nationaux) achètent plus volontiers des PME familiales, dans le cadre d'opération d'OBO voire de MBI. Ils valorisent plus volontiers la taille de l'entreprise, n'utilisent pas beaucoup l'effet de levier et laissent une grande part de capital (voire la majorité) à la direction générale de la cible. Ils sont plus diversifiés et moins actifs. Les grands fonds paneuropéens et mondiaux sont très différents. Ils achètent plus souvent de grandes entreprises cotées ou bien issues de grands groupes en s'alliant avec la direction générale dans le cadre de MBO. Plus ils sont gros, plus ils ont tendance à « surévaluer » le résultat opérationnel de la cible et plus ils ont tendance à utiliser l'effet de levier. Se concentrant sur un plus faible nombre d'entreprises en portefeuille, ils prennent des positions fortement majoritaires et s'impliquent activement dans le contrôle de l'entreprise. On voit donc que ces constats se « clusterisent » en deux grandes polarités. Comment comprendre leur logique ?

Appelbaum et Batt suggèrent qu'il existe deux grands types de stratégie : une stratégie d'ingénierie opérationnelle et une stratégie d'ingénierie financière. Ces stratégies sont expliquées par les caractéristiques des entreprises-cibles : du simple fait de leur taille les plus petites entreprises n'ont pas beaucoup d'actifs à réorganiser ou bien à utiliser comme collatéral. Par contre celles-ci peuvent être positionnées sur un sentier de croissance une fois des opportunités de marché identifiées et leur organisation structurée. Cette conceptualisation binaire s'approche de la réalité mais en fait, les choses sont plus complexes que cela. Examinons par exemple l'étude de Desbrières et Broye sur les critères d'évaluation des

---

<sup>1</sup> Les multiples augmentent aussi avec la taille de l'entreprise.

investisseurs français en 1996 (Desbrières et Broye, 2000). On remarque qu'il existe des différences tout à fait remarquables en ce qui concerne les fonds suivant la structure de leur propriété, c'est-à-dire selon qu'ils sont indépendants (pôle droit de l'ACM p. 14) ou captifs d'une institution financière (pôle gauche de l'ACM p. 14). Les fonds indépendants sont plus spécialisés dans les MBO que les fonds captifs, tandis que ces derniers sont plus spécialisés dans le capital-développement. En ce qui concerne les sources d'information pertinentes pour s'engager dans une opération, on constate que ce sont les *fonds indépendants* qui sont plus sensibles aux informations opérationnelles (sur le marketing, les produits, la capacité de production). En ce qui concerne les MBO, les fonds de PE indépendants ont un horizon d'investissement *plus élevé* (5,30 ans contre 4,71 ans). Selon cette étude, ce serait donc les grands fonds (détenus par leurs associés) qui opéreraient des « stratégies industrielles » et non les petits fonds (détenus par des banques nationales ou régionales). De plus, les opérations d'OBO que pratiquent ces petits fonds sont des opérations purement patrimoniales dans le sens où elles visent uniquement à réallouer les droits de propriété et de contrôle de l'entreprise.

En réalité il est simpliste de considérer qu'il existe de pures stratégies industrielles et de pures stratégies financières, puisque dans les faits elles s'appuient les unes sur les autres<sup>1</sup>. La distinction pertinente est la position du fonds dans son sous-champ d'action et les stratégies qu'il développe pour s'y adapter et se reproduire. En particulier, ce qui est crucial c'est sa capacité à dégager des ressources pour faire face aux demandes et aux menaces de son environnement direct. Ce qu'il faut comprendre, c'est donc cet environnement ou ces sous-champs. Ces sous-champs sont grossièrement celui du petit capitalisme inscrit dans l'espace local et le grand capitalisme inscrit dans l'espace global. Les acteurs du capital-investissement y ont élaboré deux conceptions du rôle de « bailleur de fonds » suivant l'évolution de ces environnements. L'un est plus proche du rôle de banquier pur et l'autre de l'actionnaire pur, c'est pourquoi nous parlons de deux modèles d'activité appelés le « modèle bancaire » du LBO et le « modèle actionnarial » du LBO.

Il convient de les décrire en sachant que l'importation, la traduction et la consolidation du modèle actionnarial sera examinée dans le chapitre suivant. Les petits fonds évoluent dans des environnements peu concurrentiels marqués par les réseaux de notabilité locale.

---

<sup>1</sup> On le montrera en particulier dans le Chapitre III.

Dépendants d'institutions financières comme des banques, la CDC ou la région, ils n'exigent pas une rentabilité très élevée de leurs placements car ils n'ont pas à lever de fonds à l'extérieur. Ainsi selon le GSCI on peut distinguer les fonds régionaux et les fonds bancaires. Les premiers sont des fonds à vocation de développement économique : « adossés à des collectivités locales, ils cherchent plus le maintien ou la création d'activité et d'emplois que la rentabilité »<sup>1</sup>. Pour les seconds, « leur rôle consiste à compléter les produits de bas de bilan de la banque par des financements haut de bilan, tout en fidélisant la clientèle en étant présente à son capital »<sup>2</sup>. Ces fonds ont des avantages et des inconvénients selon le guide. Ils sont moins exigeants en termes de rentabilité et de croissance, mais ce sont des actionnaires lointains. A l'opposé, les grands fonds évoluent dans l'espace mondialisé des grands groupes, des marchés financiers et des cabinets de conseil dominé par les Etats-Unis. Financièrement indépendants, ils entrent en compétition pour inciter les investisseurs institutionnels (en particulier des fonds de pension) à placer leur argent dans leurs véhicules en leur promettant des rendements élevés. Voici comment le GSCI parle de ces acteurs : « dans une logique capitaliste pure, ils lèvent des fonds auprès d'investisseurs institutionnels divers [...] et les gèrent en toute indépendance. Seul compte le "TRI" final »<sup>3</sup>. Les stratégies qu'ils utilisent et qui incluent ingénierie financière, organisationnelle et opérationnelle leur permettent d'atteindre de tels rendements. Par exemple en 1996, les investisseurs français attendaient des rendements inférieurs à la moyenne de la profession pour les opérations de capital-développement (21-25%) tandis qu'ils attendaient des rendements supérieurs à la moyenne pour les opérations de MBO (26-30%).

Faisant face à des environnements différents, les fonds vont avoir des stratégies différentes en proposant aux actionnaires et dirigeants qui évoluent dans leur environnement des solutions aux problèmes qu'ils se posent. Il existe en gros deux ensembles de problématiques qu'ont progressivement théorisées les fonds d'investissement. La première théorisation, qui émerge dans les années 1980 est celle qui défend le rôle du LBO comme étant une solution au problème de la transmission d'entreprises, au départ familiales. La

---

<sup>1</sup> Jean-Baptiste Hugot, *Le guide des sociétés de capital-investissement*, 3<sup>ème</sup> édition, Les éditions du management, 2000, p.25.

<sup>2</sup> *Ibid.*, p.25

<sup>3</sup> *Ibid.*, p.28. Le TRI est le taux de rendement interne, une mesure de rentabilité des capitaux investis.

seconde théorisation qui émerge dans les années 1990 défend le rôle du LBO comme un outil de gouvernance des entreprises<sup>1</sup>. Deux types d'opération de LBO illustrent cette différence : l'OBO et le Public-to-Private (P-to-P). L'OBO consiste, pour le propriétaire actuel de l'entreprise, fondateur ou héritier, à racheter sa propre entreprise aux côtés du fonds d'investissement, en général en étant moins présent au capital. Il s'agit ici d'une stratégie de transmission progressive du patrimoine familial : le propriétaire convertit progressivement les parts de sa société en liquidités en attendant qu'elle soit entièrement revendue à quelqu'un d'autre. Il peut utiliser ces liquidités pour diversifier son capital. Fabien Prévost de Crédit Agricole PE explique en quoi cela est avantageux pour l'acheteur et le vendeur : « les entrepreneurs sont souvent rassurés par la proposition d'un montage d'OBO. L'esprit se rapproche du capital-développement avec un dirigeant/vendeur qui reste aux commandes de son entreprise. Pour l'investisseur, ce type d'opération est particulièrement intéressant car le prix n'est pas une fin en soi pour le vendeur. Il reste aux commandes, sécurise une partie de son patrimoine et peut compter vendre finalement au meilleur prix... en même temps que nous »<sup>2</sup>. Le P-to-P est très différent. Il s'agit de prendre le contrôle d'une entreprise cotée. Cette prise de contrôle est en règle générale amicale. Les investisseurs justifient le fait de sortir de la cote comme étant un moyen d'assurer le meilleur développement de la grande entreprise. Son actionnariat dispersé la prive d'une surveillance adéquate et l'évaluation trimestrielle des analystes ainsi que les menaces des raiders l'empêchent de se focaliser sur le long terme. On pourrait aussi ajouter les opérations de *spin-off* de grands groupes, les fonds venant acheter en MBO les divisions qui ne sont pas considérées comme faisant partie du « cœur de métier » par les analystes. Ces deux types d'opérations illustrent deux manières d'utiliser l'arme organisationnelle du LBO : valoriser le patrimoine familial et local d'un côté et accroître la gouvernabilité et la compétitivité des bureaucraties privées de l'autre<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> La périodisation se réfère au champ du LBO français. Dans le cas des Etats-Unis il faudrait parler des années 1970 et 1980.

<sup>2</sup> « Guide-Annuaire sur le LBO », *Décideurs*, 2007, p.42

<sup>3</sup> L'étude de Le Nadant et Perdreau semble corroborer cette dichotomie. Ils modélisent la probabilité d'être une cible de LBO dans les années 1990. Les facteurs qui expliquent cette probabilité ne sont pas les mêmes dans le cas de firmes « indépendantes » (vraisemblablement des petites entreprises familiales) et les anciennes divisions de groupe : le rachat des premières est associé à des impôts plus élevés, tandis que le rachat des secondes à des actifs plus liquides. Les motifs ne sont sans doute pas les mêmes : disposer d'avantages fiscaux pour les premières et désinvestir des actifs dans le second (Le Nadant et Perdreau, 2006).

Pour approfondir notre discussion des différents types de stratégies possibles il est utile d'examiner une étude réalisée par le cabinet de conseil Vobiscum<sup>1</sup>. Ils distinguent quatre types de stratégies suivant deux caractéristiques des cibles: leur niveau de centralisation et l'atteinte de la taille critique. Le premier critère oppose plutôt des secteurs comme par exemple la distribution où les entreprises opèrent par réseaux et l'industrie où les entreprises sont à la recherche de rendements d'échelle. Le deuxième critère distingue les entreprises selon leur domination du marché et est donc corrélé à la taille. On peut réinterpréter leur typologie des stratégies de la manière suivante : les petites entreprises ont le choix d'une stratégie de « croissance » ou d'« alignement » tandis que les grosses entreprises ont le choix d'un « repositionnement » ou d'un « redressement ». Ces stratégies varient suivant leur mix de réduction des coûts, de croissance du chiffre d'affaires et de recentrage sur le cœur de métier. Les deux stratégies opposées étant la croissance des « leaders locaux » qui correspond à notre modèle bancaire pur et le redressement des « marques nationales » qui correspond à notre modèle actionnarial pur. Le Tableau 24 résume les principales caractéristiques des deux modèles<sup>2</sup>.

Tableau 24 : modèle bancaire et modèle actionnarial du LBO

	<b>Modèle bancaire</b>	<b>Modèle actionnarial</b>
<i>Attributs des fonds</i>	Petit Espace régional et national	Gros Espace européen et mondial
<i>Environnement</i>	Faible concurrence Marché de ressources interne PME	Forte concurrence Marché de ressources externe Grandes entreprises
<i>Stratégies financières</i>	Extensive (risque diversifié et contrôle statistique)	Intensive (risque concentré et contrôle juridique)
<i>Stratégies industrielles</i>	Pérennisation de l'entreprise familiale et développement du tissu local	Restructurations industrielles et expansion internationale
<i>Théorie du LBO</i>	Transmission d'entreprise	Gouvernance d'entreprise
<i>Segments professionnels proches</i>	Capital-développement	Capital-retournement
<i>Univers de sens</i>	Traditionalisme	Modernisme

<sup>1</sup> « Les enjeux de transformation des entreprises sous LBO », *Vobiscum*, 2008.

<sup>2</sup> Certaines des idées exprimées dans ces cases ne seront explicites qu'une fois lu le prochain chapitre. Des travaux préliminaires suggèrent qu'il existe un véritable « espace des stratégies » qui correspond à l'espace des fonds d'investissement.

Comme le suggère la dernière ligne de ce tableau, il semble que ces deux modèles soient en affinité avec deux attitudes classiques du patronat (traditionaliste ou moderniste) puisque le modèle bancaire renvoie plutôt à la sphère domestique et au « modèle rhénan » tandis que le modèle actionnarial renvoie plutôt à la sphère marchande et au « modèle anglo-saxon ».

Dans cette deuxième sous-partie nous avons vu que le champ des fonds d'investissement était organisé selon une logique d'échelle. Les types de fonds varient de manière systématique selon leurs stratégies, en particulier leur degré d'activisme et le type d'opération qu'ils font d'une part ; et leurs pratiques, notamment la manière dont ils évaluent les entreprises et leur prise de risque d'autre part. Ces stratégies et pratiques sont des adaptations des fonds d'investissement à leur champ d'action local. Les petits fonds opèrent suivant le modèle bancaire du LBO : ces stratégies entendent faciliter la transmission de la propriété familiale et le développement du tissu local. Les grands fonds opèrent suivant le modèle actionnarial du LBO : les firmes de PE sont les acteurs qui prennent en charge le problème du gouvernement d'entreprise pour restaurer la compétitivité des entreprises françaises. Les fonds ont progressivement développé ces stratégies pour obtenir des ressources afin de se reproduire, de grossir et de développer leur profession.

### ***C - Modes d'intégration***

Le champ des fonds est traversé par une différenciation principale entre petits fonds régionaux et grands fonds internationaux. Cependant, le champ d'action n'est pas totalement factionnalisé : ce n'est pas un champ de bataille polarisé autour de deux positions incompatibles. Il existe des mécanismes d'intégration par laquelle les deux moitiés tiennent ensemble. Cela doit nous renvoyer au chapitre précédant où nous avons aussi évoqué l'idée de « moitié » : groupes rivaux mais complémentaires. Le champ du LBO ne se sépare pas en deux factions opposées car il existe une articulation centrale, donnée par les grandes banques parisiennes, notamment BNP Paribas. Ce constat se retrouve-t-il au niveau des fonds d'investissements ? Pour le voir, nous allons examiner l'intégration sociale des fonds de LBO. Il existe plusieurs manières de définir l'intégration sociale. L'une consiste à se focaliser sur les aspects idéels de la structure sociale, l'autre sur les aspects matériels. La première met l'accent sur les valeurs et l'identification ; l'autre sur les relations et les positions. Nous adoptons la deuxième définition pour ce qui nous intéresse ici. Ces deux principes



d'intégration sont : le développement de systèmes d'échange social et l'existence de positions stratégiques.

### 1) Systèmes d'échanges

Parmi les auteurs mettant l'accent sur le caractère relationnel de l'intégration sociale, nous trouvons les théoriciens de « l'échange social ». Cette théorie regroupe des auteurs aussi différents que Marcel Mauss, Claude Lévi-Strauss, George Homans, Peter Blau ou James Coleman. Par exemple Lévi-Strauss conceptualise le mariage comme étant une institution organisant l'échange de femmes entre des clans. Ce sont ces relations d'alliance qui sont au fondement de la solidarité sociale, formant des groupes plus larges (Lévi-Strauss, 2002). On peut aussi penser au système d'échange *kula* étudié par Malinowski.

Au cours des années 2000, les fonds d'investissements ont grandement développé de tels systèmes d'échange social. Nous avons pu en identifier trois types. Il s'agit d'échange de symboles, d'échange de personnes et d'échange de biens. L'échange de *symboles* concerne des prix délivrés à des fonds d'investissements dans le cadre de grandes cérémonies organisées par les publications professionnelles. Lors de ces cérémonies annuelles, un jury composé de membres de la profession donnent un prix à un fonds d'investissement pour la qualité de ses *deals*. Cette qualité est jugée selon un critère quantitatif et un critère qualitatif. *Capital Finance* et *Private Equity Magazine* ont commencé à organiser ces cérémonies en 2006. Nous avons relevé les affiliations des membres du jury et des receveurs de prix, et avons construit un réseau d'échange à partir de ces informations. L'échange de *personnes* concerne la mobilité professionnelle. La mobilité professionnelle est le fait pour une personne travaillant dans un fonds, de quitter ce fonds pour aller dans un autre. A partir des listes d'affiliation d'une année sur l'autre, nous pouvons construire un réseau de mobilité professionnelle où deux fonds sont liés entre eux par le mouvement d'un individu. Enfin, l'échange de *biens* concerne le phénomène des LBO secondaires, qui a pris son essor dans les années 2000. Il s'agit là pour un fonds, de revendre l'entreprise-cible à un autre fonds. Nous reviendrons plus spécifiquement sur ce phénomène dans le Chapitre III. A partir des opérations de LBO, nous avons pu identifier les entreprises qui étaient rachetées plus d'une fois et leurs propriétaires. Nous avons construit un réseau dans lequel chaque fonds est lié à un autre s'il a vendu/acheté une de ces entreprises.

Nous avons agrégé ces trois réseaux sur toute la période 2000-2010 pour obtenir un réseau d'échange multiplexe d'une taille suffisante. Celui-ci contient 208 fonds en tout entretenant 820 relations d'échange. Il faut penser ce réseau comme un système d'interdépendance où circulent certaines ressources (Lazega, 2007). Dans le réseau d'échange de biens circulent les entreprises dont les fonds ont besoin pour faire des opérations et dont ils souhaitent se délester à partir d'un certain moment. Dans le réseau d'échange de personnes circulent les compétences dont ils ont aussi besoin pour trouver, évaluer et surveiller ces entreprises. Dans le réseau d'échange de symboles circule le prestige dont ils se servent notamment pour lever des fonds et attirer les dirigeants d'entreprises.

Deux remarques doivent cependant être faites sur ce réseau. D'abord, comme les données sur la mobilité et sur les LBO secondaires sont recueillies à partir des listes d'opérations, l'échantillonnage est dépendant du taux de participation des fonds, qui n'est pas homogène selon les catégories de fonds. La conséquence est que l'échange d'entreprises et plus spécialement la mobilité est *surestimé* pour les fonds ayant un fort taux de participation (les fonds bancaires). De plus, comme le réseau d'échange de prix est restreint, il « imprime sa marque » dans le réseau multiplexe en le centralisant mécaniquement. Ce sont des constats qu'il faut garder à l'esprit lors de l'interprétation des résultats. Mais ensuite, ce réseau est différent de celui que l'on a examiné au niveau du champ du LBO entier (cf. Figure 8 et 9 Chapitre I). Il s'agit bien là d'un réseau d'échange direct et non pas de coparticipation. Les relations sont premières et non pas dérivées. De ce fait, leur interprétation est plus aisée (Lazega, 2007).

*Tableau 25 : caractéristiques structurelles des systèmes d'échanges du champ des fonds d'investissement dans les années 2000*

	<b>Echange de symboles</b>	<b>Echange de personnes</b>	<b>Echanges de biens</b>
<i>Période</i>	2006-2010	2001-2010	2002-2010
<i>Nombre d'acteurs</i>	26	135	158
<i>Nombre de relations</i>	189	140	478
<i>Densité (%)</i>	29,08	0,77	1,92
<i>Nombre de composants</i>	1	21	3
<i>% d'acteurs dans le composant principal</i>	100	65,18	98,73
<i>Nombre de triades cycliques (attendu)</i>	0 (0)	1 (0,06)	12 (0,75)

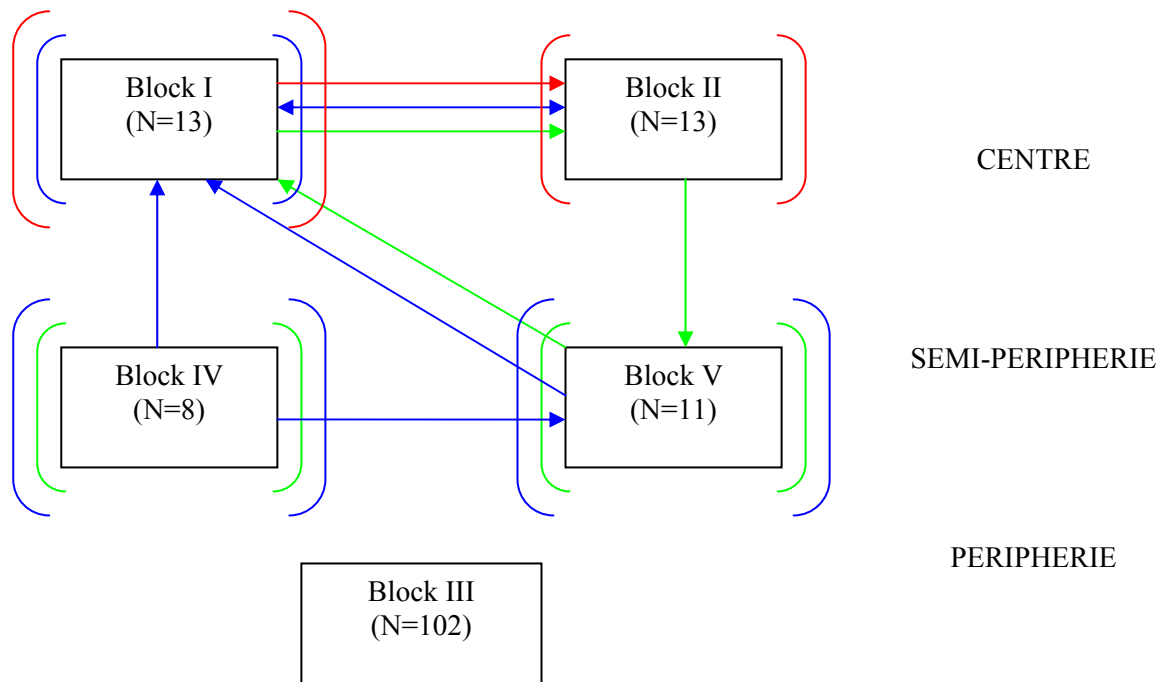
Source : CF, PEM.

Une inspection visuelle de ces réseaux montre que le réseau d'échange de prix est organisé en une grosse clique, celui de la mobilité professionnelle est une arborescence, tandis que celui des LBO Bis est plus classique. Plus précisément nous pouvons observer des différences très nettes entre les trois réseaux. Le nombre d'acteurs participant au système d'échange de symbole est très réduit par rapport aux autres (seulement 26 fonds y ont participé). Par contre il est très dense et très cohésif. Inversement, le réseau d'échange de personnes est relativement large mais très peu dense et très fragmenté (21 composants). Le réseau d'échange de biens est à la fois large (158 fonds entretenant 478 relations) et cohésif, puisque pratiquement tous les fonds sont situés dans le composant principal. Le réseau d'échange de symboles apparaît très hiérarchisé, puisqu'aucune triade cyclique n'apparaît, à la différence des deux autres réseaux. Au total, il nous apparaît que les trois réseaux ont une capacité intégratrice différente : le réseau d'échange de symbole apparaît peu intégrateur en raison de son caractère exclusif, de même que le réseau d'échange de personnes en raison de son caractère fragmenté. Seul le réseau d'échange de biens apparaît fortement intégrateur, étant tout à la fois large et cohésif.

## **2) Centre, périphérie et semi-périphérie**

Quelle représentation simplifiée pouvons nous offrir de ces systèmes d'échange ? Une inspection visuelle et l'examen des distances géodésiques suggèrent que ces systèmes d'échanges sont structurés de la manière habituelle : suivant la logique d'échelle qui va du petit capital au grand capital. Pour préciser ce constat et affiner la discussion précédente, nous avons réalisé un blockmodel sur une sous-partie du réseau multiplexe (147 fonds). Un blockmodel est une technique de modélisation des structures de relations développée par Harrison White et ses collègues (White, Boorman et Breiger, 1976). Il permet de regrouper les acteurs suivant leur profil relationnel dans des positions sociales appelées « classes d'équivalence structurale » et d'offrir une représentation simplifiée des relations qu'entretiennent ces classes. Les détails de la procédure sont donnés à l'Annexe G. Nous avons choisi une partition en cinq blocks. Le réseau est organisé en un centre et une périphérie complexe comme le résume la Figure 16.

Figure 16 : blockmodel du réseau d'échange multiplexe



Note : rouge=symboles, vert=personnes, bleu=biens.

Le centre, composé du Block I et du Block II est dédoublé. Ces deux blocs sont centrés sur Barclays PE et Axa PE respectivement. La périphérie (Block III) est un ensemble hétérogène regroupant à la fois des petits fonds régionaux et des grands fonds internationaux, ainsi que les autres types de fonds. Entre les deux il existe une semi-périphérie divisée en deux blocs. Le Block IV regroupe plutôt des fonds de la région Centre et le Sud de la France comme Centre Capital Développement ou Viveris Management. Le Block V regroupe plutôt des fonds de l'Ouest de la France, notamment la Bretagne comme IPO ou Sodéro Gestion.

Examinons plus en détail les relations d'échanges entre positions. Le centre est très cohésif. Chaque block s'auto-célèbre par des prix, même si le Block I donne des prix au Block II, ce qui n'est pas réciproque et signale peut-être une situation de déférence. Ces deux blocs s'échangent des individus. Les Blocks IV et V sont aussi cohésifs en interne. En tant que semi-périphérie, ils entretiennent plus de relations avec le centre qu'entre eux : la seule relation qu'ils ont est un flux d'échange de personnes du Block IV vers le Block V. Il existe

un cycle d'échange d'entreprises entre le Block I, II et V ; tandis que les Blocks I, IV et V forment une triade transitive dominée par le Block I (échange de personnes). Par contre le Block III est une périphérie qui n'est même pas cohésive en interne.

Puisque le centre est dédoublé, quel rôle différent jouent chacun des deux groupes ? Pour le savoir il faut regarder quel rapport ces centres entretiennent avec les plus petits centres : le Block II semble essentiellement jouer le rôle de « plaque tournante » d'entreprises tandis que le Block I semble jouer le rôle d'attracteur pour les professionnels des fonds régionaux. On voit donc comment se fait l'intégration du champ des fonds d'investissement en France : il existe un centre qui articule une périphérie hétérogène, puisque composée de fonds étrangers et locaux. Ce centre s'appuie sur une semi-périphérie de plus petits centres pour acheter et vendre des entreprises et pour puiser des nouvelles recrues.

### 3) L'élite parisienne en position stratégique

Quelle est l'identité des fonds qui se trouvent au centre de ces systèmes d'échanges, c'est-à-dire qui sont dans les Block de Barclays PE et Axa PE ? On peut d'abord regarder quelle est la composition des blocks en termes de la logique d'échelle, ce que montre le Tableau 26.

*Tableau 26 : blocks et logique d'échelle*

<i>N</i>	<b>Mondiale</b>	<b>Européenne</b>	<b>Nationale</b>	<b>Régionale</b>	<b>Actifs médian</b>
<b>Block I</b>	0	4	8	0	371,25
<b>Block II</b>	1	3	8	0	469,5
<b>Block III</b>	13	19	40	18	286,25
<b>Block IV</b>	0	2	1	4	120
<b>Block V</b>	0	5	0	6	155,65

On constate que les fonds présents dans les Blocks I et II sont en règle générale un peu plus riches que ceux qui sont situés dans les autres blocks<sup>1</sup>. Les Block I et II (le centre) apparaissent beaucoup plus homogènes en termes d'aire géographique : ils sont composés de fonds qui opèrent à cheval entre l'échelle nationale et l'échelle européenne. Ce constat important doit être précisé en examinant des attributs plus précis des fonds. Une inspection

visuelle de l'identité des fonds qui sont situés dans les blocks centraux suggère que certains de leurs attributs sont corrélés à l'occupation de cette position. Voici la liste des fonds qui sont situés dans le centre :

*Tableau 27 : les 24 fonds en position centrale dans le réseau d'échange multiplexe*

<b>Centralité</b>	<b>Nom</b>	<b>Block</b>	<b>Nationalité</b>	<b>Association</b>	<b>Localisation</b>
30	Barclays PE	Block I	Anglaise	EVCA	Paris Centre
30	Credit Agricole PE	Block I	Francaise	EVCA	Paris
29	LBO France	Block II	Francaise	AFIC	Paris
20	Edmond de Rothschild Capital Partners	Block I	Francaise	EVCA	Paris 8
19	Atria Capital Partenaires	Block I	Francaise	AFIC	Paris 8
19	Axa PE	Block II	Francaise	EVCA	Paris Centre
17	Astorg Partners	Block II	Francaise	EVCA	Paris 8
17	Ofi PE	Block I	Francaise	EVCA	Paris 8
15	Initiative And Finance Gestion	Block II	Francaise	AFIC	Paris Centre
13	Activa Capital	Block II	Francaise	EVCA	Paris 8
13	Ciclad Gestion	Block II	Francaise	AFIC	Paris 8
13	Investors in Private Equity	Block II	Francaise	EVCA	Paris 8
12	3i	Block II	Anglaise	EVCA	Paris 8
12	L Capital	Block II	Francaise	EVCA	Paris 8
11	Perfectis PE	Block I	Francaise	AFIC	Paris 8
10	Seventure Partners	Block II	Francaise	EVCA	Paris
9	CDC Entreprises	Block I	Francaise	AFIC	Paris
9	Eurazeo	Block II	Francaise	AFIC	Paris 8
8	21 Centrale Partners	Block II	Francaise	EVCA	Paris 8
7	ING Parcom PE	Block I	Continentale	AFIC	Paris Centre
4	Capzantine	Block I	Francaise	AFIC	Paris Centre
1	Natixis PE	Block I	Francaise	EVCA	Paris
0	Demeter Partners	Block I	Francaise	AFIC	Paris 8
0	PAI Partners	Block I	Francaise	EVCA	Paris

Nous avons rangé les fonds selon leur centralité entrante dans le réseau d'échange multiplexe, qui mesure le nombre de prix, d'entreprises et de personnes qu'ils ont *reçus*. On peut grossièrement considérer cet indicateur comme un indice d'importance sociale. Selon cet indicateur, le cœur du cœur du champ du LBO français dans les années 2000 était composé de Barclays PE, Crédit Agricole PE et LBO France, auxquels on pourrait ajouter Edmond de Rothschild Capital Partners, Atria Capital Partners et Axa PE. En examinant cette liste on voit que ces fonds d'investissement ont un certain nombre de points communs : ils sont

<sup>1</sup> Ce constat doit être nuancé en regardant la composition des Blocks en termes d'aire géographique des fonds, puisque le Block III, la périphérie hétérogène, contient un nombre conséquent de fonds internationaux et donc très riches.

français, affiliés à l'AFIC et l'EVCA (parfois les deux) et sont localisés à Paris, surtout dans le 8<sup>ème</sup> arrondissement. Aucun d'entre eux n'est américain ni n'appartient à l'UNICER. Les deux seuls fonds anglais (Barclays PE et 3i) sont fort bien intégrés, et depuis longtemps, dans le capital-investissement français. D'autres variables comme la date de création ou bien le type de propriétaire ne semblent pas les cerner adéquatement<sup>1</sup>. Il y a même des fonds qui ne sont pas spécialisés dans le LBO, comme Seventure Partners qui est un fonds de capital-risque.

Ces fonds constituent l'« élite » du capital-investissement en France. Pratiquement tous se retrouvent dans le secteur de la légitimité que nous avons identifié avec l'ACM, ce qui n'est pas étonnant étant donné que c'est le statut social qui contribue le plus à les définir dans les deux analyses. Le fait que cette élite opère à cheval entre l'espace national et l'espace européen est d'une grande importance. Elle est stratégiquement placée, puisque c'est elle qui articule l'espace des petits fonds régionaux et des grands fonds internationaux. Elle est une sorte de *broker* géographique et c'est elle qui intègre le champ des fonds d'investissement. Il faut mettre en relation ce résultat structural avec les logiques professionnelles dont nous avons parlé dans la section précédente. Bien que proche de lui, ces fonds n'opèrent pas selon le modèle actionnarial pur des fonds anglo-saxons. Ils ont élaboré leur propre version du modèle actionnarial du LBO que l'on peut appeler le « LBO français ». En fait, comme nous le verrons dans le chapitre suivant, les fonds occupant cette position sont progressivement passés du « modèle bancaire » au « modèle actionnarial » au cours des années 1990<sup>2</sup>.

Dans cette sous-partie nous avons vu comment était intégré le champ organisationnel des fonds de PE. On peut globalement dégager deux modes d'intégration, l'un décentralisé et l'autre centralisé. Il existe des systèmes d'échanges grâce auxquels le champ ne se sépare pas en deux factions : échanges de symboles, échanges de personnes et échanges de bien. De plus,

---

<sup>1</sup> Un petit modèle de régression logistique suggère que deux variables sont associées à la position centrale : la nationalité et l'association professionnelle ; les fonds anglais ayant moins de chance de faire partie du centre que les fonds français, et les fonds appartenant à l'EVCA ont plus de chance d'en faire partie que les fonds appartenant *seulement* à l'AFIC. Nous ne montrons pas ce modèle en raison de sa mauvaise qualité (due à un nombre relativement élevé de paramètres comparé à de faibles effectifs).

<sup>2</sup> Il faut insister sur le fait que nous parlons d'une *position* médiatrice et non pas d'acteurs en particulier. Puisque certains acteurs n'existaient pas ou n'étaient pas dans le LBO dans les années 1990, ils ne peuvent pas s'être convertis. Si l'on veut raisonner en termes d'acteurs il faudrait penser à Barclays PE, LBO France, Atria, Astorg, Ciclad, 3i...

les deux moitiés sont articulées par l'existence d'une position centrale que viennent occuper les fonds parisiens opérant à l'échelle nationale et surtout européenne.

### ***Conclusion du Chapitre II***

Dans ce chapitre nous avons traité du champ organisationnel des fonds d'investissement. Nous avons examiné sa structure sociale, c'est-à-dire ses lignes de différenciation et ses modes d'intégration. On a vu que ce champ d'action était structuré suivant une logique d'échelle qui va des petits fonds régionaux aux grands fonds internationaux. Les premiers types de fonds sont peu riches, sont situés dans les segments bas du marché et sont plus souvent détenus par des réseaux politico-économiques locaux. Les deuxièmes types de fonds sont très riches et sont situés dans les segments hauts du marché. Ils sont plus souvent détenus par leurs associés et pour certains, sont cotés en bourse. Ces deux types de fonds forment un système de moitiés : ce sont des groupes rivaux, comme l'illustre par exemple l'opposition ouverte de Siparex à KKR, mais aussi complémentaires, puisqu'ils couvrent tout le spectre des entreprises et du capital-investissement. Ces deux types de fonds se différencient aussi par leurs stratégies et leurs pratiques : les petits fonds réalisent plus d'OBO et de MBI sur des entreprises familiales, tandis que les gros fonds réalisent plus de P-to-P et de MBO sur de grandes entreprises. Les plus gros fonds ont tendance à « survaloriser » les entreprises et à plus utiliser l'effet de levier. Tandis que les petits fonds sont souvent minoritaires et ne sont pas très impliqués dans la définition de la stratégie de l'entreprise (modèle bancaire), les gros fonds sont activistes : ils prennent des positions majoritaires, siègent au conseil d'administration et poussent à la réorganisation de l'entreprise (modèle actionnarial). Mais le champ du LBO ne se fragmente pas pour autant en deux factions opposées. A l'articulation de l'espace local et de l'espace global se trouve l'élite parisienne qui opère au niveau national et européen. Cette élite émerge des systèmes d'échange sociaux (échange d'entreprises, de compétences et de prestige) qui intègrent le champ.

Nous pouvons désormais préciser les modes de régulation du champ du LBO dans son ensemble. Celui-ci est régulé par les banques qui exercent un contrôle écologique sur les flux de crédit, mais aussi par le système d'alliance préférentiel et l'articulation parisienne. Dans le système d'alliance préférentielle, il s'agit de développer des coopérations avec d'autres acteurs pour faire baisser la pression concurrentielle et contrôler les risques. Pour ces deux raisons, les banquiers, les investisseurs et les dirigeants cherchent des alliés dans leurs cercles



sociaux proches. La proximité de ces cercles sociaux est donnée par une double segmentation que nous avons identifiée : une segmentation selon l'échelle et une segmentation selon l'intégration dans le champ du LBO français. Schématiquement, voici comment on peut représenter un tel ordre segmentaire.

*Tableau 28 : l'ordre segmentaire du LBO*

	<b>Centre</b>	<b>Périphérie</b>
<b>Gros</b>	Grands nationaux	Etrangers
<b>Moyen</b>	Moyens nationaux	XXXXXXXXXX
<b>Petit</b>	Petits nationaux	Locaux

La notion de segmentation provient de l'anthropologie sociale (Evans-Pritchard, 1994 [1940]), mais a aussi été mis en œuvre pour étudier les villes (Suttles, 1970), les disciplines scientifiques (Abbott, 2001) ou les marchés (Chauvin, 2011). Les dimensions du tableau permettent de donner les alliances et les oppositions possibles entre les différents groupes d'acteurs. Chaque case définit un espace de rivalité : l'alliance se fait donc avec d'autres groupes que le sien. Ainsi les « grands nationaux » ont le choix de s'allier avec les « étrangers » ou bien avec les « moyens nationaux ». Les étrangers et les locaux n'ont d'autre choix que de s'allier avec les grands et les petits s'ils veulent s'intégrer au champ du LBO français.

Enfin en ce qui concerne l'articulation parisienne, on a mis au jour une élite qui occupe le secteur de la légitimité et se trouve au centre des réseaux d'échange qui intègrent le champ d'action. Ces fonds sont pour la plupart des fonds français localisés dans Paris, le plus souvent dans le 8<sup>ème</sup> arrondissement ou aux alentours. Ils opèrent au niveau national et européen ; ce sont en quelque sorte les « marginaux sécants » de la mondialisation. De même qu'il existe des trous structuraux relationnels, il existe de grands trous structuraux géographiques entre le niveau global et le niveau local. Ceci est aussi valable pour les banques (c'est plus difficile à dire pour les entreprises). Les acteurs nationaux et européens sont les acteurs qui connectent des espaces qui seraient déconnectés autrement. Cette connexion revêt une importance particulière puisque la cohésion de ces acteurs est très élevée: en témoigne notamment la puissance de l'AFIC et l'exclusivisme des prix professionnels<sup>1</sup>. Il

---

<sup>1</sup> Même si on le verra l'AFIC est aussi organisée en « moitiés ».

y a donc à la fois connexion et centralisation. La centralisation française à Paris n'est pas une nouveauté (cf. Tocqueville), mais elle semble assurer ici une fonction particulière. Ces acteurs sont des articulateurs au sens où ils peuvent filtrer ou réfracter l'information. Le mécanisme qui les définit est donc celui, soit d'un tampon qui amortit les chocs, soit d'une bascule qui entraîne des changements de régime. Dans tous les cas leur rôle est stratégique. Comme les fonds sont aussi articulateurs entre les banquiers et les dirigeants, on peut penser que ce sont ces fonds là qui sont les inhibiteurs ou les diffuseurs des théories de la valeur actionnariale.

Ces trois modes de régulation ont été dégagés à partir de l'examen de la structure du champ du LBO. L'analyse est donc essentiellement statique. Or la régulation est essentiellement un phénomène dynamique. Dans le prochain chapitre nous allons voir comment le champ du LBO a évolué au cours des années 2000 en faisant appel aux modes de régulation que nous venons d'évoquer.



## **Chapitre III- La dynamique du champ d'action, 2001-2009**

---

Les deux chapitres précédents ont montré que l'utilisation de la technique du LBO par les banquiers, les investisseurs et les dirigeants d'entreprise contribuait à former un « champ du LBO » dont la structure s'approche d'un système de moitiés. Au croisement des fonds qui opèrent selon modèle bancaire et de ceux qui opèrent selon modèle actionnarial, se trouve l'élite parisienne qui équilibre ce système de moitiés. Nous avons abouti au résultat suivant. Il existe trois grands modes de régulation du champ du LBO : le contrôle écologique des banques, l'alliance préférentielle et l'articulation parisienne. Ces modes de régulation ont été dégagés à partir d'un examen de la structure du champ du LBO. A la différence du précédent, ce chapitre n'est pas descriptif et statique mais *explicatif et dynamique*. Il entend répondre plus précisément à la première question posée en introduction : pourquoi et comment les LBO ont-ils explosé en France ? La réponse doit être trouvée dans la dynamique même du champ d'action. A l'aide des trois modes de régulation évoqués précédemment, ce chapitre montre que le champ a subi de profonds changements à la fin des années 1990 et au début des années 2000. Ces changements ont débouché sur la consécration du modèle actionnarial et la formation d'une bulle spéculative.

Avant d'avancer cette thèse il convient d'écarter deux explications alternatives du développement des LBO en France. La première explication met en avant le rôle des changements démographiques. Le vieillissement de la population des pays riches, dont la France, entraîne des départs à la retraite de plus en plus nombreux de chefs d'entreprises. Rappelons qu'une des théorisations du LBO est que cette technique permet d'assurer la transmission d'entreprises familiales. Lorsqu'un dirigeant fondateur ou héritier de son entreprise part à la retraite, se pose le problème de la succession. Si le dirigeant ne trouve pas de successeur familial, il peut être amené à vendre l'entreprise à un fond d'investissement. On constate en effet un accroissement du nombre des dirigeants à l'approche de la retraite pendant cette période. Selon l'INED, les employeurs de plus de 55 ans étaient 193 048 en 1999 et 247 538 en 2007. Mais il s'agit d'un mode d'explication insuffisant. En effet, le vieillissement de la population se poursuit en 2009 (il y avait 269 159 dirigeants de plus de 55 ans) alors que les LBO sont en chute libre. Qui plus est, au moment de la croissance rapide des LBO, entre 2004 et 2006, la source principale des opérations n'est pas familiale mais

institutionnelle (rachat à d'autres fonds). Surtout, le nombre d'employeurs de plus de 55 ans progresse de 27% de 1999 à 2007 alors que le nombre de LBO progresse, lui, de 227% de 2000 à 2007. La deuxième explication met en avant le rôle des performances financières de cette classe d'actifs. Si le LBO a explosé en France dans les années 2000, c'est parce que celui-ci avait des performances supérieures aux autres classes d'actifs. En effet, les taux de retour sur investissement que promettent les fonds d'investissement sont très élevés (disons 20-25%), et pris comme tels, excèdent grandement ceux de la bourse. Cependant, les critères d'évaluation des performances sont très flous. Jusque dans les années 1990, les fonds d'investissement n'ont pas de méthodologie particulière pour calculer de telles performances et certains fonds (les fonds qui opèrent selon le modèle bancaire) ne visent pas forcément à générer des TRI élevés, comme on l'a vu précédemment<sup>1</sup>. Bien plus, les études qui prennent pour objet les performances des fonds d'investissement par rapport à des placements en bourse ont des résultats contradictoires (Kaplan et Schoar, 2005 ; Phalippou et Gottschalg, 2009). Dans ces études, l'essentiel de la performance doit être attribué à un petit nombre de fonds (la tête de la distribution). En fait, il est fort probable que la prime ne rémunère pas le risque de ce type de placements, notamment du fait de son illiquidité (Appelbaum et Batt, 2014). Il existe aussi deux autres explications du « succès » des LBO : le PE comme agent de destruction créatrice et le PE comme agent de financement de l'économie. Nous verrons comment ces deux arguments ont été socialement construits dans ce chapitre ainsi que dans le Chapitre V.

L'explication qui est défendue dans ce chapitre est la suivante. Le LBO a explosé car les fonds d'investissement ont réussi à se mobiliser pour capter les excès de liquidités disponibles sur les marchés financiers à partir de l'éclatement de la bulle Internet. Le modèle actionnarial du LBO a été adapté par eux et a rencontré les intérêts des banques et des entreprises. Ces évolutions ont contribué à former une bulle spéculative qui n'a été arrêtée qu'avec la crise financière après l'été 2007. Le champ du LBO évolue selon des cycles d'organisation et de désorganisation collectives qui se répètent périodiquement, mais le rôle

---

<sup>1</sup> De plus certains financiers considèrent que le TRI n'est pas une mesure de performance adéquate. Des indications suggèrent que d'une manière générale les performances affichées peuvent être manipulées. Au niveau des entreprises-cibles Desbrières et Schatt montrent que dans les années 1990, les LBO ont étrangement mené à une *dégradation* des performances financières (Desbrières et Schatt, 2002).

de l'élite parisienne a été décisif pour faire basculer la dynamique au tournant des années 2000.

Dans une première sous-partie, nous allons établir le constat selon lequel une bulle spéculative s'était formée dans le champ du LBO au milieu des années 2000 (A). Un faisceau d'indices nous permet de le montrer. Les sous-parties suivantes tentent d'expliquer ce constat. Dans une deuxième sous-partie nous allons examiner la restructuration du champ du LBO dans les années 1990 (B). Devant la concurrence anglo-saxonne, des fonds commencent à expérimenter des aspects du modèle actionnarial. Dans une troisième sous-partie, nous allons analyser la mobilisation collective des fonds d'investissement au début des années 2000 (C). La concurrence s'intensifie considérablement, ce qui pousse les acteurs établis à se mobiliser et à consacrer une version du modèle actionnarial comme nouveau modèle légitime. Enfin dans une quatrième sous-partie nous allons montrer que le déblocage de la situation a mené à une véritable effervescence collective à partir du milieu des années 2000 (D). Le champ du LBO converge, le modèle actionnarial se systématisé et entraîne les entreprises dans un processus de cavalerie.

### ***A - La bulle du LBO ?***

Dans cette sous-partie nous nous efforcerons de montrer que qu'une bulle s'est formée dans le marché du LBO au milieu des années 2000. Celle-ci a culminé au tournant de l'année 2007 et a été stoppée à l'été de cette année. Le marché se ferme complètement fin 2008 et le champ du LBO sombre en 2009, pour repartir quelque peu en 2010. Nous allons d'abord décrire ce qui s'est passé pendant la période 2007-2009, puis nous allons offrir un « faisceau d'indices » pour démontrer l'existence d'une bulle sur ce marché.

#### **1) La débandade : 2007-2009**

Le LBO est à son apogée en France et dans le monde au tournant de l'année 2007. La taille du marché français est de plus de 10 milliards d'euros<sup>1</sup> et de plus de 80 milliards dans le monde entier. Il y a plus de 13 000 entreprises sous LBO dans le monde et presque 4000 en Europe continentale (Strömberg, 2007). Les firmes de PE, surtout américaines, réalisent des

---

<sup>1</sup> AFIC et nos estimations.

transactions géantes (*jumbo deals*). Blackstone se fait coter en bourse et KKR projette de le faire. Revenu au sommet de sa gloire, ce fonds réalise le plus gros LBO de l'histoire avec TPG et Goldman Sachs. Ils rachètent la société d'électricité TXU pour 44 milliards de dollars. En France, l'exubérance est bien illustrée par l'opération sur l'entreprise Pages Jaunes réalisée aussi par KKR, qui fête son 30<sup>ème</sup> anniversaire cette année-là, et Goldman Sachs PE en Juillet 2006. Cette externalisation de France Télécom est le plus gros LBO français. Elle est achetée 6,1 milliards d'euros, dont l'essentiel en dettes. Au total, sept des plus grandes banques mondiales se sont attelées au montage de cette opération. Concrètement, à partir de cette date, Pages Jaunes se retrouve à devoir rembourser 5,46 milliards d'euros de dettes dans les 7 à 10 prochaines années (CF HS, Déc. 2006). KKR projette même de racheter Vivendi Universal pour 40 milliards d'euros. Les fonds mènent une politique d'acquisitions et de rationalisation à marche forcée sur leurs entreprises (CF n°841, Mai 2007). L'élection de Nicolas Sarkozy à la présidence de la République, qui a en partie aidé les fonds à devenir ce qu'ils sont, est vécue comme une libération<sup>1</sup>. En effet, la loi TEPA (plus connue sous le nom de « paquet fiscal ») qui incorpore nombre de recommandations de la profession est votée en août 2007. C'est à partir de 2006 que la presse professionnelle commence à organiser des cérémonies pour célébrer l'activité de capital-investissement.

Pourtant selon Standard & Poor's (S&P) les défaillances d'entreprises sous LBO sont en train d'augmenter, ce qui peut faire passer la note des produits structurés qui financent nombre de ces opérations (les CDO) dans la catégorie D, soit le défaut de paiement (CF HS, Déc. 2006)<sup>2</sup>. Dès 2006 des *deals* ne peuvent pas être bouclés (PEM n°28, Sept. 2007). Malgré ces avertissements, le champ du LBO reste calme. Par exemple, Laurent Chenain de Calyon estime que tous les clignotants sont au vert malgré l'envolée des leviers<sup>3</sup>. Dans son éditorial du Hors-Série de juillet 2007, *Capital Finance* évoque des « bruits de fond » qui n'empêcheront pas les fonds de jouer leur partition (CF HS, Juil. 2007, p. 3). Ce qui semble gêner le plus les investisseurs à ce moment, ce sont la plus grande attention dont ils font l'objet de la part des régulateurs et des pouvoirs publics, ainsi que l'organisation de la contestation contre les LBO. Le collectif LBO, mené par la CGT, est créé au début 2006. En

---

<sup>1</sup> AFIC, *Flash d'information* n°29, Juin 2007, p.1

<sup>2</sup> Pour la titrisation et les CDO, voir Chapitre I et l'encadré plus bas.

<sup>3</sup> « Laurent Chenain surfe sur la vague de la dette LBO », *La Tribune*, Mai 2007.

2007, les fonds craignent la perte de leur liberté d'action : « régulation : le mot, enfin lâché, est sur toutes les lèvres » (CF HS, Juil. 2007, p. 9).

Un ou deux mois seulement après ce qu'affirmait Laurent Chenain, la fin de la période d'exubérance est stoppée. A l'été 2007 le champ du LBO français est sous le choc de la crise des crédits hypothécaires *subprimes*. Dès 2006, les ménages américains commencent à faire défaut sur leurs dettes, ce qui provoque une baisse des notes des produits structurés qui les soutenaient (*Residential Mortgage Backed Securities*) et des dépréciations des bilans des banques qui les avaient achetées. Mais ces dépréciations impactent aussi les CDO qui mélangeaient tous types de dettes, dont les dettes LBO : « les investisseurs dans les *hedge funds* et autres fonds assimilés avaient investi en masse dans l'immobilier et, face aux demandes de garantie des banques, ont cédé beaucoup de leurs actifs, notamment dans les fonds de dette LBO, CLO-CDO ou CDS qui détenaient 55% de la dette en euros jusqu'en juin » (PEM n°28, Sept. 2007, p. 12). A la baisse de la valeur des CDO qui mettent en difficulté les banques, il faut ajouter l'incertitude sur l'étendue des pertes et du risque. Dès août 2007, les banques arrêtent leur activité de titrisation. Comme le débouché principal des dettes sur les gros LBO était le marché de la titrisation, il s'ensuit que les gros LBO sont touchés<sup>1</sup>. Mais les LBO plus petits sont touchés aussi indirectement par le renchérissement brutal du coût de la dette. « Exit donc le temps du "80% de dette à 4%", pas mécontents pour certains que la fin de la partie ait été sifflée par une crise sur les *subprimes* et non pas sur les LBO défaillants » (PEM n°28, Sept. 2007, p. 3). Cette situation crée un climat d'attente généralisé dans la communauté du LBO, même si les investisseurs se veulent optimistes car ils estiment que la crise sera passagère en raison du caractère autorégulateur du marché. Pour Gonzagues de Blignères de Barclays PE, le scénario catastrophe serait celui dans lequel deux ou trois LBO tournent mal ou bien dans lequel il se produirait un retournement de conjoncture. Dans ce cas là, il n'y aurait tout simplement plus de prêts pour faire tourner la machine. De ce fait, il encourage tous les acteurs du champ à perdre pour gagner : « sincèrement, pour que tout le monde retrouve la rentabilité, il faut accepter d'en perdre un peu maintenant. Si on n'accepte pas tous, y compris les managers, cela ne reviendra jamais.

---

<sup>1</sup> *Capital Finance* évoque le fait que 60% de ces LBO trouvaient une issue dans la titrisation (CF HS, Dec. 2007).



[...] Il faut absolument que le flux continue à tourner, pour les banquiers comme pour les fonds » (CF HS, Déc. 2007, p. 20).

Au cours des années 2008 et 2009, la situation dans le champ du LBO empire, car le scénario catastrophe évoqué par Gonzague de Blignères se réalise bel et bien, même si des lueurs d'espoir apparaissent pendant l'année 2010. Au début de l'année 2008, l'attentisme laisse place à la confrontation avec la réalité : les banques ainsi que les fonds déprécient leurs actifs. En Avril 2008, Deutsche Bank, la banque la plus exposée aux prêts LBO en Europe, enregistre 759 milliards d'euros de dépréciations<sup>1</sup> et disparaît complètement du marché. BNP Paribas passe de la 1<sup>ère</sup> place à la 8<sup>ème</sup> place et est remplacée par la Société Générale, précédemment à la 14<sup>ème</sup> place<sup>2</sup>. C'est aussi le cas des plus grands fonds mondiaux, comme Blackstone, 3i, TPG, KKR et American Capital. Les structures de financement se simplifient, les leviers et les multiples baissent. Surtout, la crise économique devient systémique avec la chute de Lehman Brothers en Septembre 2008 et commence à atteindre l'économie réelle. Dès 2007 des *deals* importants étaient dans l'impasse (PEM. n°28, Sept 2007, p. 3). En Juillet 2008, Moody's estime que les défauts d'entreprises sous LBO vont augmenter de 1% à 3% (CF HS, Juil. 2008)<sup>3</sup>. En Novembre, les grands fonds rencontrent des difficultés avec certaines de leurs entreprises. En Décembre, on apprend qu'au moins 50 à 75% des entreprises sous LBO évolueraient en deçà de leur *business plan* d'origine (CF HS, Déc. 2008).

L'année 2009 est l'année la plus noire pour la communauté du LBO français. L'économie menace de s'arrêter, ce qui pousse les banques centrales à vouloir la relancer en baissant drastiquement les taux d'intérêt et les gouvernements à intervenir en augmentant la dépense publique et en nationalisant des banques. C'est le cas de Royal Bank of Scotland et d'ABN Amro, pour citer des banques actives dans le LBO français. Les entreprises sous LBO, même détenues par des acteurs français, sont en difficulté : leur chiffre d'affaires recule de 9,2% et leurs effectifs de 2,6%, à comparer avec un recul de 2,1% du PIB et de 2% des

---

<sup>1</sup> « Deutsche Bank allège son bilan d'une partie de sa dette LBO », *L'AGEFI*, 15 Avril 2008.

<sup>2</sup> « Dette LBO : RBS BoA-Merrill Lynch et Citi forment un podium peu courtisé », *L'AGEFI*, 5 Février 2009.

<sup>3</sup> En réalité, ils ont pu atteindre jusqu'à 16%.

effectifs des entreprises françaises<sup>1</sup>. Face aux difficultés de remboursement, les investisseurs renégocient la dette avec les banques (CF HS, Déc. 2009). Certaines banques et fonds mezzanine prennent même le contrôle d'entreprises (CF HS, Déc. 2009). Tous ces événements concentrent les critiques sur les acteurs du LBO de la part des journalistes, des hommes politiques mais aussi des banquiers et des capitaux-risqueurs. Au cours de l'année 2010, l'activité de LBO repart en raison de l'amélioration de la situation économique et d'une baisse des taux d'intérêts des banques. Mais le principal défi reste à venir : le remboursement des dettes contractées pendant la période de bulle. Ce « mur de la dette » de 133 milliards d'euros en Europe, attendra un pic en 2014 et 2015 selon Moody's<sup>2</sup>.

## 2) Un faisceau d'indices

Comment montrer que le champ du LBO traversait une période de bulle ? La plupart des économistes néo-classiques semblent considérer que l'existence d'une bulle est un phénomène indémontrable. Il est indémontrable car l'administration de la preuve ne repose pour eux que sur l'inférence statistique. Or il semble que les tests sur lesquels repose cette inférence aient un faible pouvoir<sup>3</sup>. Nous proposons une autre stratégie analytique, qui n'est pas fondée sur l'inférence mais sur la présentation de plusieurs preuves convergentes de nature différentes : un « faisceau d'indices ». Ces indices sont qualitatifs : le discours des acteurs eux-mêmes ainsi que la comparaison avec les Etats-Unis ; ils sont aussi quantitatifs : le marché du LBO n'est vraisemblablement pas un marché efficient et il est extrêmement fragile.

### a) Indices qualitatifs

Lorsqu'on étudie le champ du LBO, on se rend compte que les acteurs ne cessent de réfléchir et de former des opinions sur l'état du marché. Dès le début des années 2000, des

---

<sup>1</sup> « La « croissance » des entreprises accompagnées par les acteurs français du capital investissement », *Etude AFIC/Ernst&Young*, 8 Décembre 2010.

<sup>2</sup> "unrated european LBOs remain under pressure from refinancing Burden", *Moody's*, [http://www.moodys.com/research/Moodys-Unrated-European-LBOs-Remain-Under-Pressure-From-Refinancing-Burden--PR\\_247016](http://www.moodys.com/research/Moodys-Unrated-European-LBOs-Remain-Under-Pressure-From-Refinancing-Burden--PR_247016) (consulté le 08/04/13)

<sup>3</sup> C'est à dire qu'il est très difficile de rejeter l'hypothèse nulle même si celle-ci est *fausse* (ici, « absence de bulle », erreur de deuxième espèce). Voir spécialement l'article de Refet Gurkaynak (Gurkaynak, 2005).

acteurs commencent à évoquer les risques d'une bulle. Celle-ci est sérieusement envisagée à partir de 2005. Le même phénomène est présent au Etats-Unis.

La possibilité d'une bulle est pour la première fois évoquée à propos du rachat d'entreprises en LBO successifs, pratique appelée « LBO secondaire » ou « LBO bis ». Cette pratique a d'abord été adoptée au début des années 2000 car les sources traditionnelles de sorties des fonds étaient bloquées<sup>1</sup> mais elle a ensuite été intégrée en tant que telle à la panoplie des fonds. On peut ainsi lire les critiques d'Amaury-Daniel de Sèze de PAI Partners contre cette pratique dans les pages de CF dès 2001. Le journal donne quelques avertissements : « de l'avis général, il est préférable de cantonner le LBO secondaire à des entreprises à haut potentiel. Passer du statut de PME locale à celui de leader français, puis à celui d'acteur européen, en somme. Seule cette progression justifie le paiement d'une prime à l'achat. Dans le cas contraire, on assisterait à une déconnexion entre un marché des LBO disposant de beaucoup de *cash* à investir et la valeur intrinsèque d'entreprises allant de LBO en LBO. Le risque de formation d'une bulle serait alors réel » (CF HS, Sept. 2001, p. 18). Les grands fonds américains (notamment KKR) réalisent d'énormes opérations en 2002. Face à ce phénomène Dominique Nouvellet (Siparex) dit : « nous ne sortirons pas de notre "niche": je doute que les méga fonds soient capables de générer des méga TRI. Là aussi il y a un phénomène de mode, donc de bulle... » (CF n°647, Janv. 2003, p. 9). En mars 2003, un éditorial de CF est intitulé « vers une bulle LBO ? ».

A partir de 2005 les inquiétudes se généralisent. *Le Monde* écrit en Mars que les cibles sont rares alors que les fonds sont de plus en plus nombreux et les banques de plus en plus prêteuses<sup>2</sup>. Neil MacDongall de PPM Capital<sup>3</sup> déclare en Mai : « La question n'est pas de savoir s'il y a une bulle de dette LBO : nous sommes en plein milieu. Le problème est de savoir quand elle éclatera. Et à ce moment là, cela aura forcément un impact négatif sur les prix d'acquisition »<sup>4</sup>. Marc Anson, du fonds de pension CalPERS, déclare dans un numéro de

---

<sup>1</sup> En effet, la bourse était à un bas niveau tandis que les grands groupes étaient plus vendeurs qu'acheteurs.

<sup>2</sup> « L'engouement pour les LBO suscite la crainte d'une « bulle » sur le marché des entreprises non cotées », *Le Monde*, 17 mars 2005.

<sup>3</sup> Maintenant Silverfleet Capital.

<sup>4</sup> « What's up sur le capital-investissement en 2012 », <http://www.capitalinvestissement.net/what-s-up-sur-le-capital-investissement-en-2011.html> (consulté le 03/04/13).

l'AGEFI en Septembre : « la plus grosse bulle qui me fait peur est celle du Capital Investissement »<sup>1</sup>. Dans un article du *Monde* d'Octobre, Blaise Ganguin de Standard & Poor's avertit les fonds : « la qualité de crédit des LBO s'est nettement détériorée : nous anticipons des défaillances d'entreprises à horizon de 2 ou 3 ans et la notation moyenne est maintenant dans la catégorie B, alors qu'elle était dans la catégorie BB il y a deux ans sur le plus de 250 entreprises européennes notées comme LBO »<sup>2</sup>. En novembre, l'agence Dow Jones publie une dépêche intitulée « *Waiting for the French LBO bubble to burst* ». Elle se fait l'écho de l'opinion d'un certain nombre de professionnels, dont Yann Duchesne de Doughty Hanson : « *private-equity houses will soon realize France is a seller's market. The level of funds raised for private-equity deals, especially large ones, is way too high compared with real investment opportunities. This kind of situation generally leads to risky behavior. [...] I am waiting for the bubble to burst. It all depends on private-equity funds' confidence in the ability to sell companies at the same or higher valuation multiples a few years from now. My guess is that the market will first experience tensions on the financing side* »<sup>3</sup>. Enfin en décembre 2006 Blaise Ganguin de S&P réitère ses avertissements : la qualité des prêts se dégrade sans cesse « même si les indicateurs macro-économiques restent au vert. Alors que les leviers sont de plus en plus tendus, les *covenants* se relâchent. Le ratio de couverture des frais financiers par l'EBITDA, en moyenne, s'est réduit à 2. La société sous LBO n'a donc plus le droit à l'erreur. En cas de hausse brutale des taux d'intérêts ou de difficultés opérationnelles, les défaillances se multiplieront » (CF HS, Déc. 2006, p.21). On expliquera le sens de ces phrases en examinant la logique de la bulle plus bas. Il importe ici de remarquer qu'un certain nombre de professionnels pensaient qu'il y avait une bulle dans le LBO, en particulier en France, même si cette opinion était sujette à controverse. Après un entretien, une directrice de participation dans un fonds anglais nous a confié qu'elle était persuadée qu'il y avait une bulle du LBO à cette époque là.

Le même phénomène existait aux Etats-Unis et a été récemment mis en évidence par les sociologues Catherine Turco et Ezra Zuckerman (Turco et Zuckerman, 2014). Un certain

---

<sup>1</sup> *Ibid.*

<sup>2</sup> « Les fonds d'investissements, propriétaires éphémères d'entreprises », *Le Monde Entreprises*, 25 Octobre 2005.

<sup>3</sup> « *Waiting for the French LBO bubble to burst* », *Dow Jones Newswire*, 25 Novembre 2005. Comme on le verra, le diagnostic de Yann Duchesne est tout à fait exact.

nombre de professionnels pensaient qu'il y avait une bulle du LBO en 2005. 16 investisseurs sur les 18 qu'ils ont interrogés à cette époque le pensaient. L'un d'eux disait : « *PE firms are paying more for equivalent deals than they did in the past. Private Equity will blow up. You don't have to write about it. It will happen* » (p. 89). Lorsqu'ils réinterrogent les investisseurs cinq ans plus tard, Turco et Zuckerman peuvent dégager qu'elle était leur stratégie. Ils appellent ce type de stratégies la « danse optimale » (*optimal dancing*) : en gros, chacun sait que le marché va s'effondrer, mais chacun pense pouvoir s'en sortir avant les autres. La question sociologique est donc : pourquoi les fonds lucides ne se sont-ils pas abstenus de participer à cette danse ? Pourquoi l'opinion contraire n'a-t-elle pas eu assez de force pour changer le marché et empêcher la bulle de se poursuivre ? Il semble dans notre cas que les stratégies de danse optimale étaient bien moins nombreuses qu'aux Etats-Unis, les investisseurs français semblant plus « naïfs » que leurs homologues américains. Nous reviendrons sur la question importante de la force de la croyance majoritaire à la fin du chapitre.

### **b) Indices quantitatifs**

Ainsi des indices qualitatifs nous mènent à penser que le marché du LBO français traversait bien une période de bulle au milieu des années 2000. Des indices quantitatifs convergent vers cette conclusion. A l'aide d'analyses simples, nous allons voir qu'il y a peu de chances pour que le marché du LBO soit un marché efficient et que celui-ci est soumis aux moindres vicissitudes de son environnement.

Le marché du LBO n'est probablement pas un marché efficient. Pourquoi introduisons-nous la notion d'efficience des marchés dans notre discussion ? Un marché efficient peut être défini comme un marché qui incorpore toute l'information publique disponible de telle sorte que les opportunités d'arbitrages disparaissent rapidement. De ce fait, les séries de prix reflètent l'arrivée des « nouvelles » et sont modélisées par une marche aléatoire car celles-ci sont par définition imprévisibles. La conséquence radicale est qu'il est impossible de prévoir les cours et de « battre le marché » (voir l'Encadré 2).

## *Encadré 2 : la théorie des marchés efficients*

La théorie des marchés efficients, aussi appelée « hypothèse des marchés efficients » et parfois « thèse des marchés efficients » est une théorie sur le fonctionnement des marchés financiers, en particulier la Bourse, qui a été élaborée à partir des mathématiques statistiques et d'observations empiriques<sup>1</sup>. Elle peut être définie comme l'idée générale selon laquelle le prix de marché reflète la réalité économique sous-jacente et donc est un bon signal pour la prise de décision d'investissement. On parle donc d'« efficacité informationnelle ».

Cette idée existe chez les praticiens de la bourse depuis le XIX<sup>ème</sup> siècle, mais le premier à l'avoir formalisée est un mathématicien français nommé Louis Bachelier. Celui-ci défend l'idée selon laquelle l'espérance mathématique du spéculateur est nulle : la valeur future la plus probable d'un titre est simplement sa valeur actuelle. En termes mathématiques, la série des prix suit une « marche aléatoire », aussi appelée « mouvement brownien » en physique. Des économistes et statisticiens ont ensuite vérifié avec succès l'idée de Bachelier. C'est à Eugene Fama, un économiste de l'Université de Chicago qu'il revient d'avoir tiré les implications de ces recherches pour la théorie économique. Il distingue plusieurs formes de l'hypothèse des marchés efficients. Dans la forme faible, les prix reflètent toute l'information passée ; dans la forme semi-forte, les prix reflètent toute l'information publique ; et dans la forme forte, les prix reflètent toute l'information qu'elle soit publique ou non.

Cette théorie a donné lieu à de nombreuses controverses, académiques et non académiques. Il existe une controverse, notamment avec le mathématicien Benoît Mandelbrot, autour du fait de savoir si la théorie des marchés efficients présuppose une distribution gaussienne des variations de prix et si cette distribution gaussienne est adéquate. Il existe aussi une controverse avec les praticiens de l'analyse technique qui prétendent pouvoir reconnaître des formes typiques dans les cours, et avec les gérants d'actifs en général qui estiment pouvoir générer des rendements supérieurs à celui du marché. Après son hégémonie dans les années 1970, la théorie des marchés efficients a été contestée sur la base de nouveaux tests par les tenants de la finance comportementale comme Robert Shiller.

Elle présuppose que les analystes évaluent les entreprises en fonction de leurs caractéristiques intrinsèques, plus précisément en fonction de l'anticipation de leurs revenus futurs. Dans cette théorie, le hasard est un « hasard bénin »<sup>2</sup> : la distribution des variations de prix suit une loi gaussienne, qui modélise des processus aléatoires issus de la confrontation de petites causes indépendantes les unes des autres. Dans ce monde de hasard bénin, les

---

<sup>1</sup> Cet encadré s'inspire de l'article de Christian Walter et des livres de Peter Bernstein et Donald MacKenzie (Bernstein, 2000 ; MacKenzie, 2008 ; Walter, 1996).

<sup>2</sup> Par opposition au « hasard sauvage » des distributions de Pareto et affiliées appelées « distributions de Lévy » par Benoît Mandelbrot (Mandelbrot, 2009).

événements extrêmes ont une probabilité d'apparition extrêmement faible. Or dans une bulle, les variations de prix sont interdépendantes : soit les évaluateurs se fondent sur les évaluations des autres évaluateurs, soit ils se fondent sur les évaluations précédentes (interdépendance dans l'espace ou dans le temps). Ces processus donnent lieu à des distributions non-gaussiennes. Ces distributions en « loi de puissance » ont en particulier des « longues queues », c'est-à-dire que les événements extrêmes (en particulier à la baisse) apparaissent plus fréquemment que dans le cas gaussien<sup>1</sup>. Le marché des LBO a théoriquement peu de chances d'être un marché efficient pour deux raisons : (1) c'est un marché de PE, donc peu liquide, et non de *public equity* où les prix sont cotés en continu ; (2) les investisseurs utilisent plus volontiers la méthode des multiples de comparables et non l'évaluation « fondamentale » d'actualisation des flux financiers futurs<sup>2</sup>. La Figure 17, montre la dynamique des prix dans le champ du LBO par trimestre (en euros constants 2010)<sup>3</sup>.

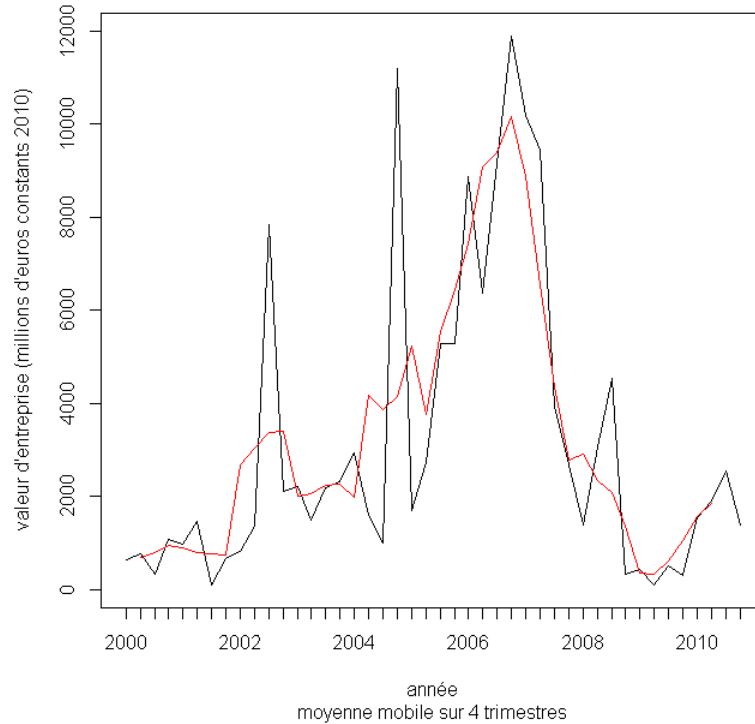
---

<sup>1</sup> Sur la relation entre l'interdépendance, les boucles de rétroaction positives et la dynamique des bulles financières, voir les travaux d'André Orléan et Didier Sornette (Orléan, 1999 ; Sornette, 2009).

<sup>2</sup> Voir le Chapitre IV.

<sup>3</sup> Le trimestre est la plus petite unité de temps pertinente.

Figure 17 : valeur d'entreprise totale par trimestre, 2000-2010

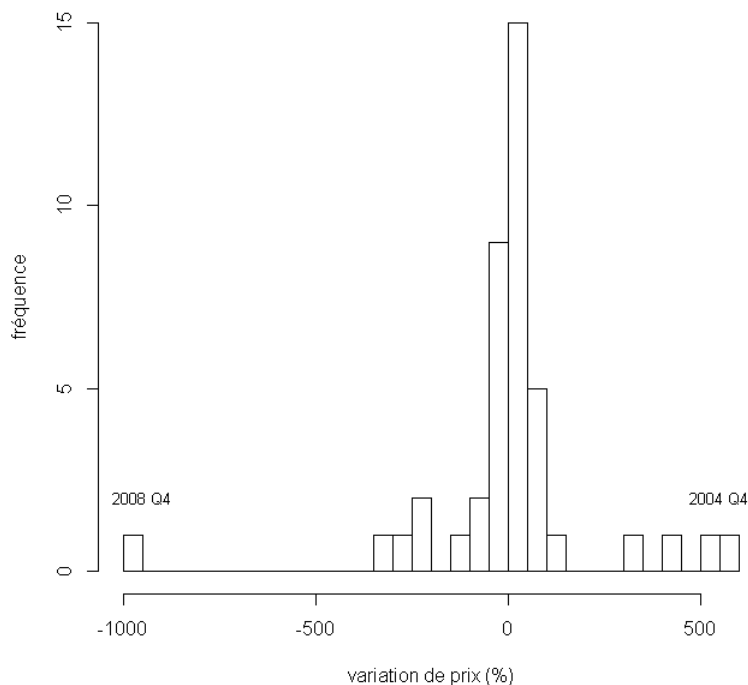


Source : CF.

Nous y avons inclus une moyenne mobile qui lisse les prix (en rouge) pour suivre la tendance. On voit que le marché du LBO a connu une explosion spectaculaire : alors que la valeur totale des transactions était de l'ordre de 1 milliard en 2000 et 2001, elles étaient de l'ordre de 8 à 12 milliards en 2006 et 2007. On note la présence de grosses opérations qui se concentrent sur une période courte de temps (ici le trimestre) et qui forment des chocs. Il faut penser à ce graphique comme figurant un indice du même ordre que le niveau de capitalisation boursière des entreprises (de type CAC 40). La Figure 18 montre la distribution des variations de prix.

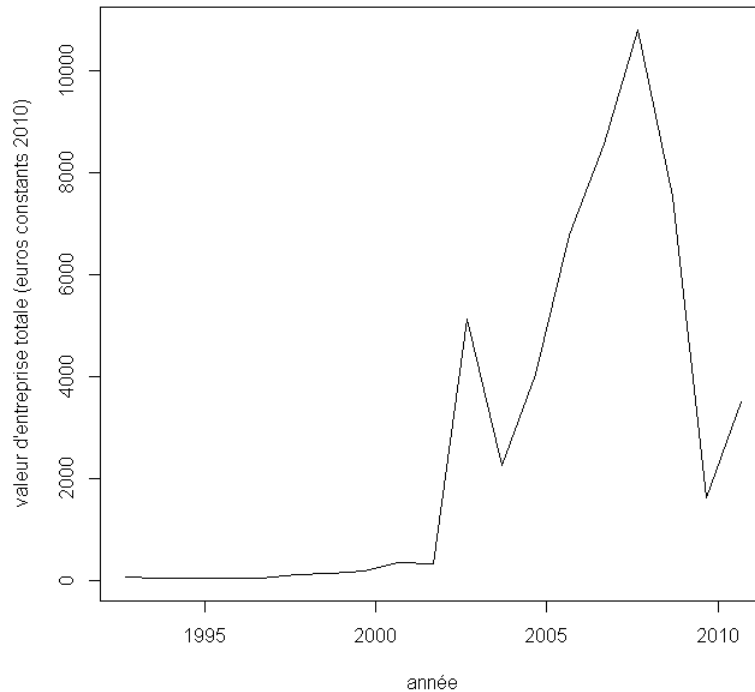


Figure 18 : distribution des variations de prix, 2000-2010



La distribution ne ressemble pas vraiment à une loi normale. Les queues de la distribution sont trop longues et celle-ci est trop pointue (« kurtosis »). Autrement dit, le marché du LBO semble soumis à des événements extrêmes, à la hausse et surtout à la baisse. La plus grande poussée se produit au dernier trimestre 2004, la valeur des transactions étant soudain multipliée par plus de cinq ; et la plus grande baisse se produisant au dernier trimestre 2008 – après la chute de Lehman Brothers en Septembre. A cette occasion, la valeur d’entreprise totale a été divisée par presque 10. Sauf erreur, cet événement se situe à presque 4 écart-types de la moyenne et donc sa probabilité d’appariation selon la loi normale est à peu près de 0,0005% (alors que sa fréquence empirique est de 0,02%). On peut répéter cette analyse avec les données fournies par l’AFIC, qui sont annuelles et qui remontent jusqu’en 1992. La Figure 19 donne le montant des transactions sur cette période.

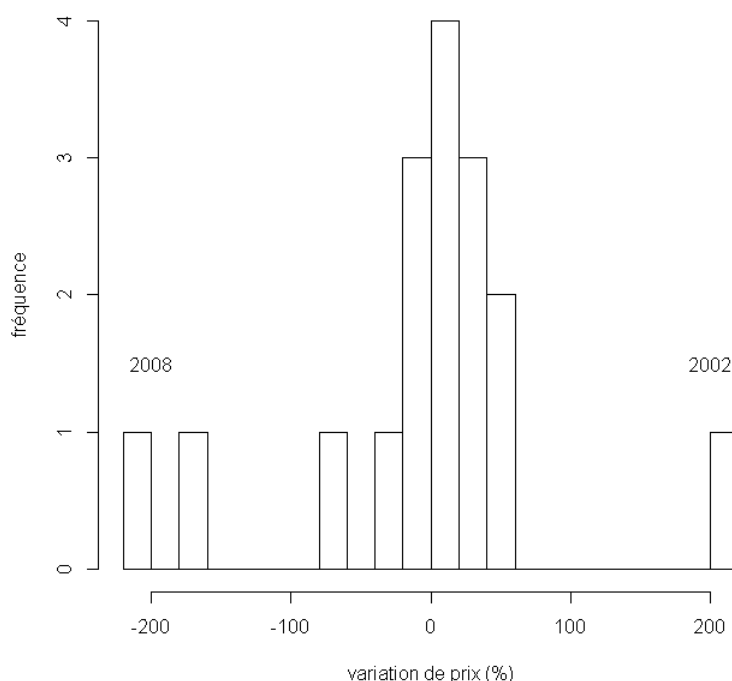
Figure 19 : valeur d'entreprise totale par année, 1992-2010



Source : AFIC.

On constate aussi une explosion spectaculaire du montant des transactions à partir du début des années 2000, celui-ci étant multiplié par plus de dix. On constate aussi une baisse spectaculaire de 2008 à 2009. Il y a un pic en 2002 dû à de grosses transactions (que l'on peut aussi voir sur la Figure 17). La Figure 4 montre la distribution des changements de prix.

Figure 20 : distribution des variations de prix, 1992-2010



Les variations sont moins extrêmes que pour la Figure 3, mais on constate aussi d'épaisses queues ainsi qu'une « pointe ». La progression la plus extrême s'est produite en 2002 à cause des grosses opérations cette année-là. La baisse la plus extrême s'est produite en 2008, comme ce qu'on peut constater sur la Figure 18. Cet événement devait apparaître une fois tous les 81 ans selon la loi normale et il est apparu une fois en l'espace de 12 ans (environ 2,5 écarts-types autour de la moyenne). Le marché du LBO est donc très volatil. Nous avons commencé à analyser les séries pour savoir si les variations de prix sont indépendantes d'une période sur l'autre (absence d'auto-corrélation sérielle), mais les analyses ne sont pas concluantes.

Quels enseignements peut-on tirer de ces constats du point de vue de la théorie des marchés efficients ? Au niveau théorique, le marché du LBO n'est pas un marché « efficient ». Au niveau empirique, on a vu que la distribution des variations de prix n'était vraisemblablement pas gaussienne. Cependant nous n'avons pas pu établir que ces variations sont interdépendantes d'une période sur l'autre. D'où proviennent donc ces événements

extrêmes s'ils ne viennent pas de dynamiques endogènes d'emballement à la hausse et à la baisse ? Pour répondre à cette question, il faut examiner quels sont réellement ces événements extrêmes. A la hausse, il s'agit de grosses opérations réalisées par les grands fonds internationaux (notamment américains) et réparties dans un court intervalle. A la baisse, il s'agit du quasi-arrêt du marché après 2008. Le marché du LBO en France apparaît très fragile face aux chocs externes. Il n'arrive pas à absorber correctement les fluctuations de son environnement, étant très dépendant de lui. Il existe une cause commune à ces chocs externes, qui est la disponibilité du crédit, c'est-à-dire le « contrôle écologique des banques ». L'abondance de liquidité sur le marché du crédit permet de monter de grosses opérations et stimule les plus gros fonds pour étendre leurs activités, tandis que l'assèchement de la liquidité provoque l'arrêt du marché. Ainsi, le LBO était soumis à un type particulier de bulle qui est une *bulle du crédit*. Le marché du LBO n'est pas efficient dans ce sens : parce que les prix (et l'existence même du marché) varient suivant des conditions exogènes et non pas suivant les données fondamentales que sont les anticipations des revenus futurs. Cette analyse rejoint encore celle de Axelson et ses collègues, qui montrent que les caractéristiques des entreprises-cibles n'a pas d'impact sur leur valeur, en contraste total avec les entreprises cotées (Axelson et al., 2012). Dans leur article justement intitulé « *borrow cheap, buy high ?* » ils affirment que la valeur des entreprises sous LBO varie suivant des conditions extrinsèques : les prix sont positivement corrélés à la Bourse et négativement corrélés aux taux d'intérêts<sup>1</sup>.

Dans cette sous-partie, nous avons tenté de montrer que le champ du LBO traversait une période de bulle au milieu des années 2000. Après avoir décrit la désorganisation collective liée à l'implosion du marché, nous avons proposé un faisceau d'indices pour établir l'existence d'une bulle. Un nombre significatif de professionnels avaient mis en garde contre cette éventualité dès le début des années 2000, de même qu'aux Etats-Unis, mais chacun pensait pouvoir sortir gagnant du jeu des chaises musicales. Les indices quantitatifs montrent que le marché du LBO est soumis à des événements extrêmes liés à sa dépendance envers le marché du crédit. Il n'est vraisemblablement pas un marché efficient pour des raisons empiriques et théoriques. Les sous-parties suivantes expliquent la formation de cette bulle du LBO.

---

<sup>1</sup> Voir aussi l'analyse de Demiroglu et James.

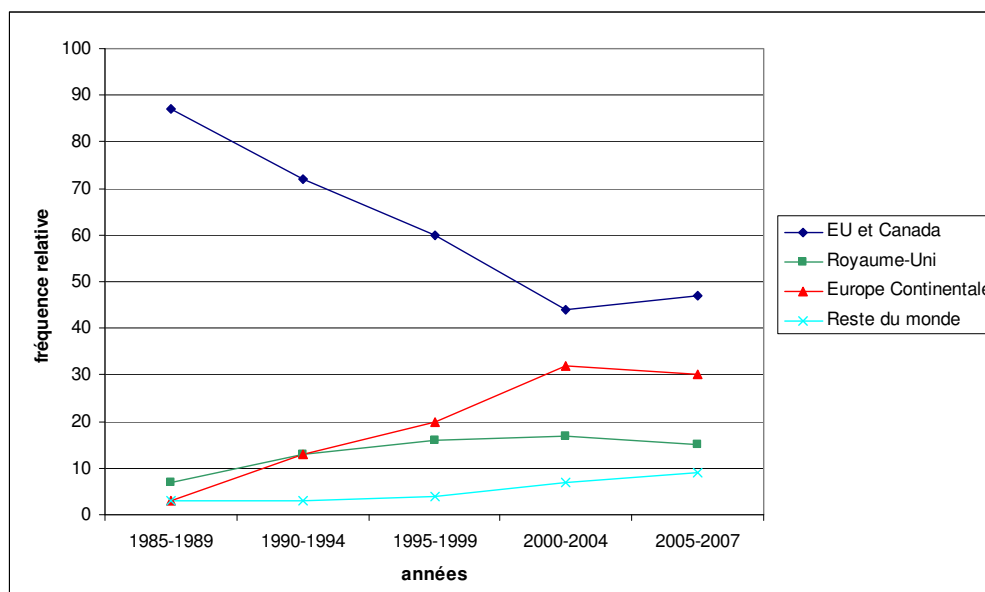
## ***B - La restructuration du champ d'action dans les années 1990***

La formation de la bulle du LBO est étroitement liée à l'importation, la traduction et la diffusion du modèle actionnarial par l'élite des fonds français au tournant des années 2000. Il convient donc de se pencher sur ce processus en détail. Comme on l'a entrevu en introduction de cette thèse, il existe une infrastructure institutionnelle qui soutient les opérations de LBO en France depuis les années 1980. Cette infrastructure institutionnelle est composée d'un cadre légal permettant l'existence de ce marché depuis la loi sur l'initiative économique de 1984 et d'un cadrage cognitif qui donne sens à l'utilisation de cette arme organisationnelle (la « transmission d'entreprise »). Nous allons montrer que le champ du LBO entre en crise au début des années 1990 et se restructure progressivement à partir de 1995 sous l'impulsion de l'élite parisienne.

### **1) La crise du début des années 1990**

A la fin des années 1980 se produit une première explosion mondiale du LBO, en particulier aux Etats-Unis. En France aussi le LBO explose notamment après 1987, en raison de la suppression de l'agrément administratif et de la mise en place de l'intégration fiscale des filiales aux sociétés-mères, qui encouragent ces opérations. En 1990, la France devient même le premier pays européen pour les LBO en devançant la Grande-Bretagne (CF n°100, Mai 1991). Cette explosion provoque une bulle qui éclate au début des années 1990. En 1991 le montant total des opérations est soudain divisé par deux (CF n°136, Fev. 1992). La chute se poursuit en 1992 et 1993 et provoque en partie la crise des Sociétés de Développement Régionales et du Crédit Lyonnais qui doivent être renfloués par l'Etat. Le leader régional Siparex voit son profit divisé par deux (CF n°191, Av. 1993). Parallèlement à cette première débandade, les fonds français doivent faire face à une concurrence plus grande des fonds anglais puis américains. Ceux-ci ont saturé leurs marchés respectifs. Ils sont attirés par le tissu d'entreprises familiales et par les désinvestissements de grands groupes, grâce auxquels ils peuvent opérer des restructurations et des consolidations industrielles, ainsi que par l'élection de Jacques Chirac en 1995 qui leur donnent confiance. La Figure 21 montre l'évolution de la proportion d'opérations réalisées par zone géographique.

Figure 21 : proportion d'opérations dans chaque zone géographique, 1985-2007



Source : Kaplan et Strömberg, 2009.

Il semble exister un phénomène de vases communicants puisque la part des opérations sur le sol américain décroît constamment tandis que celle de l'Europe continentale croît. En plus des fonds qui sont déjà implantés comme BC Partners (Baring Capital Investors à l'époque), de nouveaux fonds arrivent comme Candover, Advent ou Carlyle. Selon Olivier Blanc-Brude du fond Alpha : « nous les considérons comme de sérieux concurrents, surtout quand nous nous battons contre eux dans un projet d'acquisition, et nous espérons conserver le petit avantage que nous vaut notre ancienneté en France et notre positionnement sur les entreprises familiales » (CF n°355, Sept. 1996, p. 18).

La crise et la concurrence étrangère poussent les fonds à se mobiliser. Gonzague de Blignères (Barclays PE) pousse un cri d'alarme : « si les pouvoirs publics ne réagissent pas, en amont et en aval des politiques d'investissement, on assistera à une véritable explosion des intervenants anglo-saxons » (CF n°346, Juin 1996, p. 19). Dès 1994 le gouvernement travaille sur des mesures visant à rediriger l'épargne nationale vers le capital-investissement. Ce qui était encore « un rêve » en 1996 (CF n°358, Oct. 1996) devient une réalité en 1997 sous le ministère de Dominique Strauss-Kahn. Celui-ci crée des contrats d'assurance-vie dits « DSK » qui incorporent dans leur allocation une part au capital-investissement. La profession est satisfaite, comme l'exprime le président de l'AFIC Walter Butler : « au-delà du rattrapage

de ce retard, il est plus significatif pour nous de constater que ces mesures s'inscrivent dans le cadre d'un dispositif global et cohérent en faveur du capital-risque et du capital-investissement. C'est une première en France et une satisfaction pour notre profession qui voit exaucé un souhait exprimé depuis déjà dix ans »<sup>1</sup>. Le but est d'encourager les entreprises innovantes via les FCPI, mais en réalité l'argent vient aussi se placer dans les FCPR que gèrent les fonds de LBO : « certaines voix s'élèvent déjà pour déceler les risques d'un déséquilibre aggravé entre les différentes formes de capital-investissement, l'essentiel de la manne étant orienté vers les entreprises déjà bien portantes ou dans les opérations de transmission avec effet de levier (LBO) au détriment du capital-risque pur et dur »<sup>2</sup>. D'aucuns pensent que l'« effet DSK » pourrait créer une autre bulle à cause de l'afflux massif de capitaux (CF n°429, Mars 1998).

## 2) Le renouvellement des stratégies

La crise du début des années 1990 contribue à discréditer le modèle bancaire, associé à la mauvaise gestion des fonds régionaux et aux RES, associés à la stratégie purement financière des forts effets de levier. En plus de sa mobilisation, l'élite parisienne des fonds d'investissement commence à adopter certains aspects du « modèle actionnarial » des fonds anglais et américains. C'est à partir du milieu des années 1990 que le champ des fonds se scinde en deux moitiés, car l'élite parisienne s'affranchit progressivement du modèle bancaire.

En effet dans les années 1980, ce sont non seulement des fonds dédiés, comme LBO France, mais aussi des investisseurs en capital-risque et capital-développement qui se mettent à pratiquer cette technique. Or le capital-risque et le capital-développement opèrent selon le « modèle bancaire ». Le LBO est donc à l'époque essentiellement de ce type. Mais à partir de la fin des années 1980 et du début des années 1990, des investisseurs commencent à devenir actifs, en prenant des positions majoritaires et en réduisant les coûts de fonctionnement, comme Walter Butler avec sa société ESI. Ces pratiques – proches du capital-retournement – restent peu légitimes en France, y compris dans la profession du capital-investissement. Les noms de ces investisseurs circulant à la fin des années 1980 ont disparu du champ du capital-

---

<sup>1</sup> *Les Echos*, 31 Mars 1998.

<sup>2</sup> « Les capital-investisseurs sur la ligne de départ », *La Tribune*, 30 Avril 1998.

investissement<sup>1</sup>. L'arrivée des doctrines de la valeur actionnariale au milieu des années 1990 les rendent plus légitimes. *Capital Finance* se fait l'écho de ces théories. Par exemple en 1994 CF écrit sur l'EVA<sup>2</sup>, une mesure de création de valeur pour les actionnaires, et donne l'opinion de Pierre Pâris de Baring Brothers France, qui estime que le capitalisme français doit s'aligner sur la norme anglo-saxonne. Lui-même est titulaire d'un MBA de la Wharton Business School et a travaillé chez Bain & Cie à Londres. Ne reculant pas devant les opérations d'OPA hostiles, de privatisation et de restructuration, il déclare : « sous cette pression du marché, les dirigeants des entreprises cotées n'ont d'autre alternative que celle qu'ils devraient toujours avoir à l'égard de leurs actionnaires : la maximisation de leurs intérêts financiers. Trop souvent cet objectif essentiel a été décrié et déprécié au nom du long terme ou d'autres considérations prétendument nobles ou stratégiques » (CF n°239, Av. 1994, p. 19). Les fonds d'investissement américains avaient commencé à devenir très actifs dès après la crise de 1987 et ils ont été imités par les fonds anglais (Anders, 1992 ; Kester et Luehrman, 1995)<sup>3</sup>. Steven Kaplan, un économiste de la Chicago Business School, explique dans les pages du *Financial Times*<sup>4</sup> et des *Echos*<sup>5</sup> que le LBO est un bon outil de gouvernance des entreprises. Ce discours est repris notamment par Apax Partners, qui ne regroupe pas de « purs financiers » mais qui sont des investisseurs actifs : le but est d'occuper des sièges d'administrateurs, de participer à la définition de la stratégie et d'approuver les budgets : « notre rôle consiste aussi à aider l'entreprise à créer de la valeur, nous sommes les garants de

---

<sup>1</sup> On peut citer en particulier Alain Célérier, qui a fait partie des pionniers du LBO en France en fondant TEAM Gestion en 1984. Dès 1988 celui-ci se dit le « partenaire du challenge » devant les « pudeurs du capitalisme français » en voulant prendre des participations majoritaires (CF n°15, Septembre 1988). En 1991 il plaide pour les structures indépendantes (CF n°124, Oct. 1991). Précisons aussi que la stratégie du *build-up* semble avoir été employée par le fond REL à la fin des années 1980.

<sup>2</sup> L'auteur de cet article, Theo Vermaelen est professeur à l'INSEAD et a fait son doctorat à l'Université de Chicago. Il enjoint les fonds à devenir majoritaires pour augmenter le *cash-flow* de l'entreprise et appelle de ses vœux une vague d'OPA hostiles en France comme celle qui est apparue aux Etats-Unis dans les années 1980 (CF n°231, Fev. 1994, p. 18).

<sup>3</sup> « Follow on acquisitions », *Financial Times*, 30 Mai 1997.

<sup>4</sup> « Riding on the benefits of the LBO wave », *Financial Times*, 16 Juin 1997.

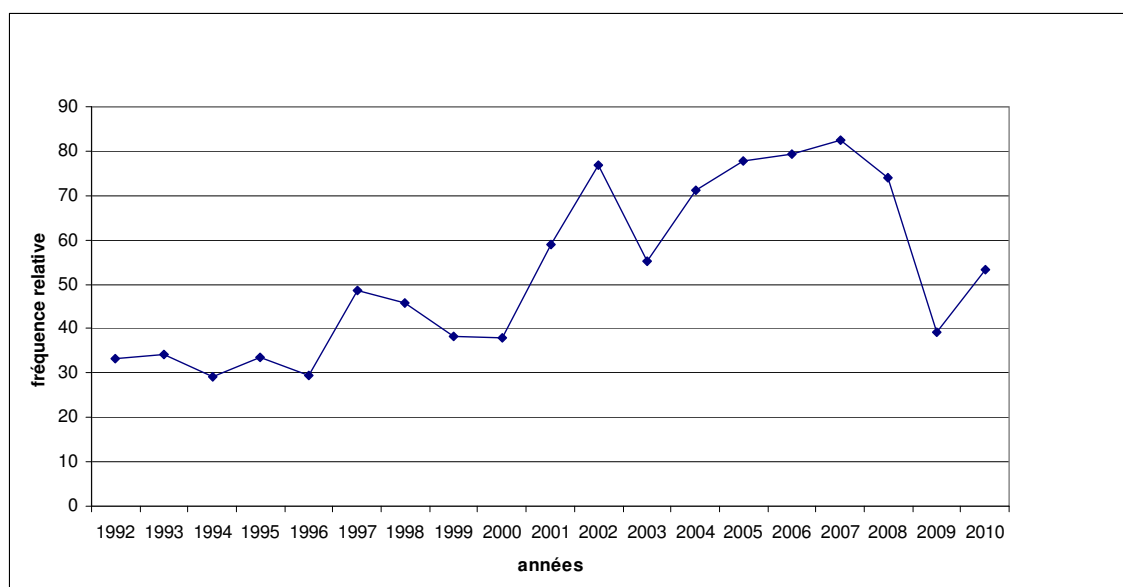
<sup>5</sup> « Le potentiel considérable du capital-investissement », *Les Echos*, 30 Mai 1998.



la *shareholder value* et nous pouvons être amenés à présenter des projets de croissance externe ou interne pour développer l'entreprise » selon Maurice Tchénio<sup>1</sup>.

Pendant les années 1990, les fonds français se mettent à faire beaucoup plus de LBO qu'auparavant. En 1994, selon Dominique Sénéquier, le secteur du capital-investissement français est arrivé à maturité et on va assister à de plus en plus de ces opérations (CF n°229, Janv. 1994). C'est en effet ce qui se passe puisque les opérations de capital-transmission progressent pour atteindre 50% en 1997 et plus de 50% de la valeur des opérations de capital-investissement après 2000 (Figure 22).

Figure 22 : part du capital-transmission dans le capital-investissement en valeur, 1992-2010



Source : AFIC.

En 1990, le LBO ne représentait que 28% du montant des opérations de capital-investissement. Ces opérations refluent en part relative à la toute fin des années 1990 en raison de l'attrait (momentané) exercé par le capital-risque. Pendant les années 1990, un certain nombre de fonds français passent du statut de minoritaire à celui de majoritaire avec tour de table, puis majoritaire seul. Certains passent d'une structure captive à une structure indépendante, pour opérer des levées de fonds auprès des « capitaux anglo-saxons » qui affluent. Par exemple, en 1995 Ciclad s'émancipe de l'IDI pour prendre des positions

<sup>1</sup> « Le tableau de chasse d'Apax Partners », *Le Figaro Economie*, 16 Juin 1997.  
152 Fabien Foureault – « Remodeler le capitalisme » – Thèse IEP de Paris – 2014

majoritaires et devenir plus activiste (CF n°300, Juil. 1995). Axa PE est créé dans ce but par Claude Bébéar en 1997. Les stratégies se doivent de devenir plus opérationnelles pour faire face à la concurrence anglo-saxonne et aux exigences de rendements des investisseurs institutionnels. Les normes françaises de rendements n'étaient que de 15% au milieu des années 1990. Selon Alain Tilloy, il faut viser 12,5% de TRI pour ne pas perdre de l'argent sur un investissement. Avec l'effet de levier on peut atteindre, 14,5% mais si l'on mise sur la croissance des résultats on peut attendre jusqu'à 27% (CF n°358, Oct. 1996). En 1995 3i promeut le « MBO sur filiale » (CF n°389, Déc. 1996). Même si LBO France en revendique la paternité au début des années 1990, les stratégies de consolidation industrielles de type *build-up* sont évoquées par de nombreux acteurs à partir de 1997 : Banexi, Barclays PE, Capital Privé, Astorg Partners, Apax Partners, Pechel Industries. Les cabinets de conseil en stratégie commencent à aider les fonds d'investissement à établir des améliorations opérationnelles, comme Bain & Cie dès 1996. A la fin des années 1990, des fonds commencent à faire appel à la titrisation et à racheter des entreprises en LBO secondaires. BC Partners titrise la dette de l'entreprise Elis en 1997 avec l'aide de Goldman Sachs et Citibank, qui crée un département de financements structurés en 1996 : « Goldman Sachs, qui arrangeait la dette (Citibank était co-arrangeur et *payment agent*), a eu une véritable approche d'intermédiation, selon des principes typiquement anglo-saxons » (CF n°420, Janv. 1998, p. 18).

Ces premières conversions suscitent des critiques de la part d'autres financiers. Ainsi Gérard Pluvinet de 21 Capital Partners estime que « certains investisseurs ont décidé de prendre des participations majoritaires afin d'être maîtres de leur destin. Globalement cela me paraît assez dangereux car, en ce domaine, il y a eu beaucoup plus d'échecs que de réussites parmi les financiers qui se sont pris pour des industriels. » (CF n°241, Av. 1994, p. 94). Les fonds opérant selon le modèle bancaire sont bien évidemment peu enthousiastes. Alain Tilloy de BNP Développement contraste sa position avec celle « d'autres comme 3i, Siparex ou Schroeder [qui] pratiquent le LBO majoritaire. Je reste toutefois sceptique sur la capacité des financiers à exercer le métier d'industriel, et pour ma part je garde des positions minoritaires » (CF n°358, Oct. 1996, p. 20). Mais pour les fonds qui adaptent le modèle actionnarial au contexte français, il ne s'agit pas d'être des « purs financiers » comme les « Anglo-saxons ». Par exemple Jean-Louis de Bernardy de Capital Privé critique les fonds qui ne rapportent pas assez de rentabilité à leurs investisseurs mais affirme qu'il ne faut pas pour autant laisser le

marché aux grands fonds anglais et américains : « bien qu'associé à des professionnels britanniques [NatWest], dont l'expérience nous apporte beaucoup, je pense que le marché français a des caractéristiques qui font que le modèle anglais ou américain ne s'y adapte pas toujours. Avec des ressources qui ne viendraient que de ces pays, comment pourrions-nous inventer des modes d'intervention originaux? » (CF n°200, Juin 1993, p. 15). Pour l'élite parisienne, le modèle actionnarial n'a de sens que dans une « logique industrielle ». Par exemple Xavier Moréno d'Astorg lance fin 1998 un véhicule dédié aux *build-up*. « Cette stratégie présente l'avantage de permettre une multiplication du chiffre d'affaires tout en rationalisant la production et les coûts de structure. Les dirigeants de l'entreprise, qui restent actionnaires ou le deviennent, peuvent alors créer de la valeur en rationalisant les gammes de produits, au travers d'économie d'échelle, et par un élargissement de la clientèle » (CF n°467, Janv. 1999, p. 20). Pour Maurice Tchénio, qui se déclarait garant de la valeur actionnariale deux ans auparavant: « ce qui motive notre investissement, c'est avant tout la croissance. C'est vrai pour l'investissement en *early stage* mais ça l'est également pour les opérations de *buy-out* où nous recherchons plus des opérations à levier de croissance que des LBO sur des affaires matures qui génèrent des *cash flows* importants pour rembourser la dette. Nos fonds permettent donc d'apporter une réponse aux entreprises, quel que soit leur stade de développement » (CF n°477, Mars 1999, p. 22). A la fin des années 1990, la profession du capital-investissement « doit encore convaincre que ses adhérents sont capables eux aussi, et peut-être mieux que les entreprises, de porter des participations et de les faire tourner, ni plus ni moins vite que les industriels eux-mêmes. Ce qui suppose de prouver que la démarche est plus à même de préserver voire de développer les marques, et même l'emploi, que celle des industriels qui procèdent à des cures de recentrage et à la fermeture de sites. Mais le pari est loin d'être gagné »<sup>1</sup>.

Dans cette sous-partie, nous avons montré que le champ du LBO français traverse une crise au début des années 1990. A partir du milieu des années 1990, il se restructure autour de l'élite parisienne qui commence à adopter certaines pratiques des fonds anglais et américains qui leur font concurrence. Le modèle actionnarial est réinterprété suivant le schème traditionnel de la « logique industrielle » contre la « logique financière ». Mais il faut attendre les années 2000 pour que le modèle actionnarial, version française, triomphe complètement.

---

<sup>1</sup> « Recherche investisseurs français », *La Tribune*, 17 Novembre 1997.

## ***C - La mobilisation collective, 2002-2004***

Au début des années 2000, le champ du LBO traverse des difficultés similaires à celles qui existaient au milieu des années 1990. Les transformations de l'environnement mettent les fonds d'investissement français dans une situation paradoxale qui fait peser sur eux des menaces mais leur offre aussi des opportunités. Cette situation déclenche un grand mouvement de mobilisation collective, en interne et en externe, qui débouche sur le déblocage de cette situation paradoxale à partir de la fin de l'année 2004. Ce mouvement débouche aussi sur la consécration du modèle actionnarial par les fonds français les plus établis.

### **1) Les menaces et les opportunités de l'environnement**

Au début des années 2000, le LBO français est dans une crise paradoxale puisque la concurrence s'intensifie alors même que les ressources des fonds s'épuisent. Mais d'un autre côté les taux d'intérêts sont bas, le capital-risque est disqualifié et beaucoup d'entreprises sont à vendre.

#### **a) Les menaces**

Le champ du LBO est en crise puisqu'il subit les contrecoups de l'éclatement de la bulle Internet, comme le reste de la finance et de l'économie en général. Cette situation diminue les levées de fonds, le crédit bancaire et le prix des entreprises vendues. La crise des valeurs Internet atteint l'économie réelle et provoque une récession. Le taux de croissance du PIB en France passe de 3,7% en 2000 à 0,9% en 2002. Certaines entreprises sous LBO commencent à connaître des difficultés. La récession aux Etats-Unis pousse la Fed à baisser drastiquement ses taux d'intérêts pour relancer l'économie. Cet afflux de liquidité sur les marchés financiers stimule l'activité des fonds anglo-saxons qui viennent s'installer en France, où ils augmentent la concurrence et font monter les prix. Ainsi en Septembre 2001, Picard Surgelés est acheté par le fond anglais Candover associé à HSBC PE et Astorg pour presque 11,5 fois son EBITDA<sup>1</sup>. Le marché juge ce deal « excessif » (PEM n°2, Déc-Janv 2005) et la presse évoque un « coup d'éclat » (CF HS, Juil. 2001, p. 7). Bain Capital signe deux opérations françaises en 2002 puisqu'il rachète deux entreprises industrielles en *spin-off* : Sigma Kalon et Rhodia Chimie. Mais c'est sans doute l'opération sur Legrand en Septembre

2002 qui provoque la plus grande onde de choc dans la communauté du LBO. Après une vive concurrence entre coalitions d'acheteurs, cette entreprise vénérable, fabricante de matériel électrique appartenant à Schneider, est achetée par Wendel, fraîchement converti au LBO et allié avec le fonds américain redouté KKR, qui signe là sa première opération en France. Ces deux acteurs réalisent tout bonnement la plus grosse opération de LBO jusqu'alors sur le sol français, puisque l'entreprise est rachetée presque 5 Milliards d'euros. Le Tableau 29 montre que la position des fonds français a été érodée par l'arrivée de grands fonds internationaux.

Tableau 29 : parts de marché des dix premiers fonds en 2001 et 2004

2001				2004			
Rang	Nom	Valeur	%	Rang	Nom	Valeur	%
1	Astorg	990	15,35	1	Cinven	3750	12,13
2	Montagu	920	14,27	2	Merill Lynch GPE	3700	11,97
3	Candover	920	14,27	3	Eurazeo	3700	11,97
4	CDC	779,6	12,09	4	CD&R	3700	11,97
5	Chequers	775	12,02	5	Goldman Sachs PE	3200	10,35
6	PAI	520	8,06	6	PAI	2437	8,21
7	CVC	425	6,59	7	Wendel	2005	6,49
8	LBO France	306	4,74	8	BC Partners	1300	4,2
9	Cinven	282	4,37	9	Sagard	925	2,99
10	Barclays PE	156,5	2,43	10	Advent	670	2,17

Source : CF.

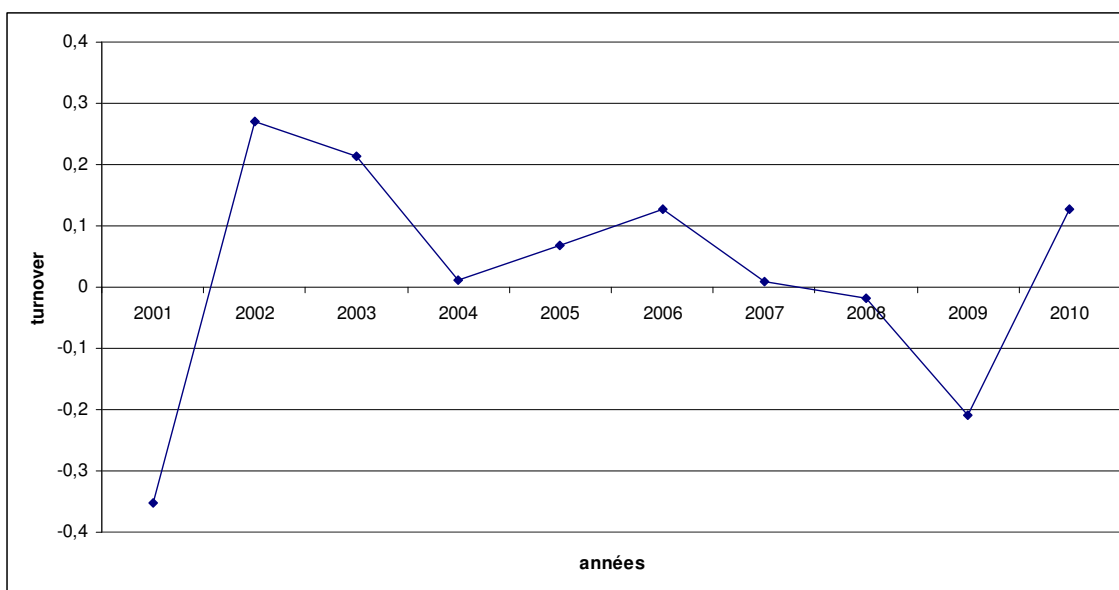
On constate que les fonds établis comme Astorg, la CDC, Chequers/Charterhouse, LBO France et Barclays PE font partie du top 10 en 2001 mais disparaissent en 2004, pour être remplacés par de nouveaux acteurs comme Merill Lynch GPE, Eurazéo, CD&R, Goldman Sachs ou Wendel. Dans les pages de CF, on peut recenser l'entrée d'environ 15 acteurs étrangers de 2000 à 2004. Il y avait 13 acteurs anglais et américains recensés dans le GSCI en 2000, contre 22 en 2004. Les fonds de LBO les plus établis subissent non seulement la concurrence des fonds anglo-saxons, mais aussi des fonds régionaux et des fonds de capital-développement qui désirent entrer dans ce marché lucratif. Alors qu'en 2000, Dominique Nouvellet déclarait vouloir couvrir tous les segments et que son associé Bertrand Rambaud se définissait comme un capital-développeur, en Juin 2002 Siparex lève un fonds pour investir dans le *mid-market*, et ainsi porter la part de ses investissements dans le LBO à 60% (CF n°625, Juin 2002).

---

<sup>1</sup> Il s'agit de notre estimation.  
136 Fabien Fourcault – « Remodeler le capitalisme » – Thèse IEP de Paris – 2014

Le résultat de cet afflux d'acteurs est que la concurrence devient plus intense au sein de la communauté du LBO. On peut quantifier cette concurrence de plusieurs manières. De 2002 à 2004, le nombre de fonds actifs dans le champ augmente de 76%. On peut aussi calculer le turnover des acteurs<sup>1</sup>. C'est ce que montre la Figure 23.

Figure 23 : turnover des fonds dans le champ du LBO, 2001-2010



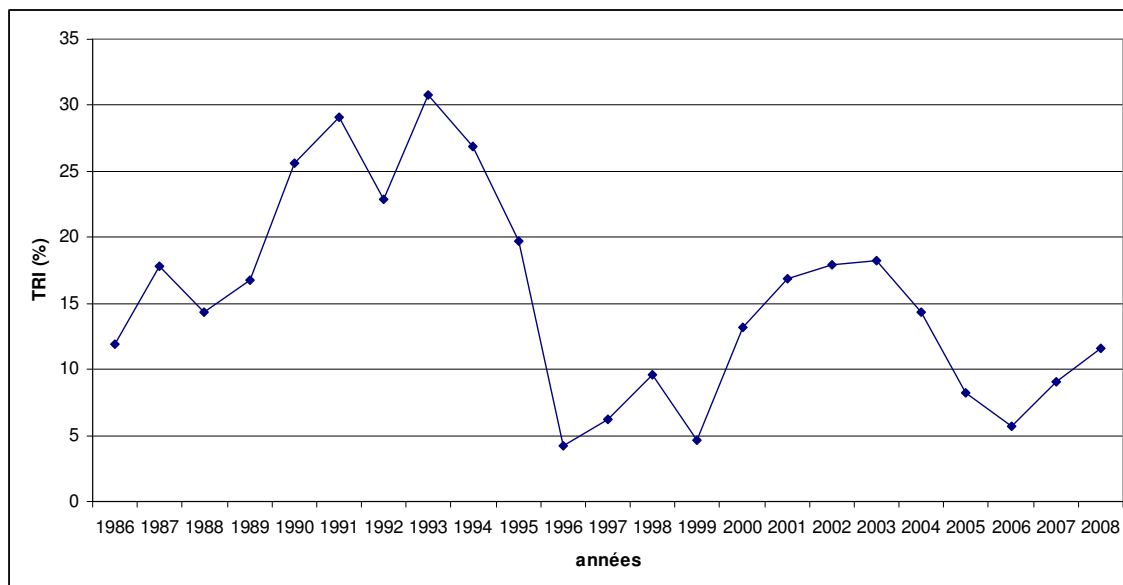
Source : CF.

La communauté est à l'équilibre démographique lorsque le turnover est égal à 0. La poussée la plus nette se produit en 2002. La communauté revient à l'équilibre jusqu'en 2004. A partir de cette date une autre poussée se produit. A partir de 2007, les acteurs du LBO commencent à sortir du champ pour revenir en 2010.

Cette concurrence a une conséquence simple : la baisse du taux de profit, mesuré par le TRI. Robert Harris et ses collègues ont calculé des TRI pour la période 1986-2008 au niveau mondial. On peut constater que les performances des fonds sont cycliques et suivent les mouvements de l'activité de LBO :

<sup>1</sup> La formule utilisée est la suivante :  $(entrées_t - sorties_t) / total_t$

Figure 24 : évolution du TRI des fonds au niveau mondial, 1986-2008



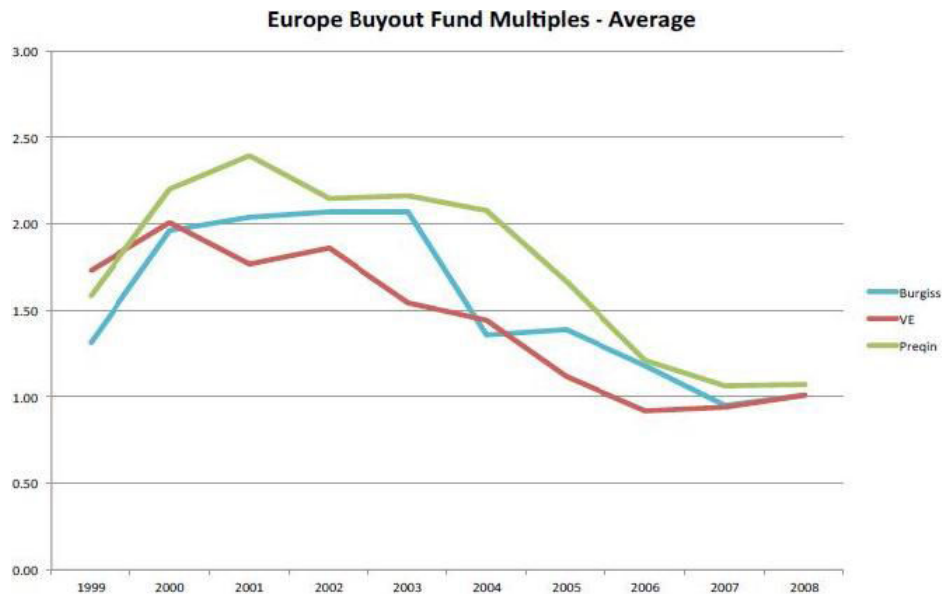
Source : Harris et al. 2014.

Grâce à cette figure, on voit que la rentabilité des véhicules d'investissement évolue selon une tendance de long terme à la baisse et selon des cycles de moyen terme. Nous expliquerons cette tendance à la baisse plus loin. Les cycles de moyen terme peuvent être expliqués par un phénomène classique lié à la dynamique endogène de la concurrence : les performances d'acteurs sur un marché attirent de nouveaux acteurs qui augmentent la concurrence, ce qui fait baisser les performances jusqu'à provoquer une crise où certains acteurs sont éliminés. Comme la concurrence diminue, les profits repartent alors<sup>1</sup>. On peut approfondir ce constat. Steven Kaplan a mesuré de telles performances pour les fonds européens selon le « multiple », et avec trois bases de données différentes. C'est ce que montre la Figure 25.

---

<sup>1</sup> Ceci doit être approfondi, mais on remarque en effet que les cycles de performances suivent les cycles démographiques du champ des fonds, notamment les cycles de créations de nouveaux fonds.

Figure 25 : performance des fonds européens, 1999-2008



Source : Kaplan, 2011<sup>1</sup>.

On constate une baisse des performances des fonds européens à partir du début des années 2000. Les profits réalisés en 2000 étaient proches de deux fois la mise, tandis qu'ils étaient proches d'une fois la mise en 2006. Cette tendance fait écho à la baisse des performances des fonds américains depuis la fin des années 1990. Dès 1998, Dominique Sénéquier (Axa PE) estimait que « l'état du marché n'est pas bon. Il est très concurrentiel, ce qui se traduit par une inflation des prix des entreprises et une déflation des conditions d'achat [...]. Les méthodes de financement des grandes banques américaines, qui raisonnent en termes d'effet de levier, conduisent les opérateurs à accepter des niveaux d'endettement plus importants pour produire des TRI proches des niveaux américains de 35-40% alors que nous étions en France proches de 20% » (CF n°432, Av. 1998, p. 21).

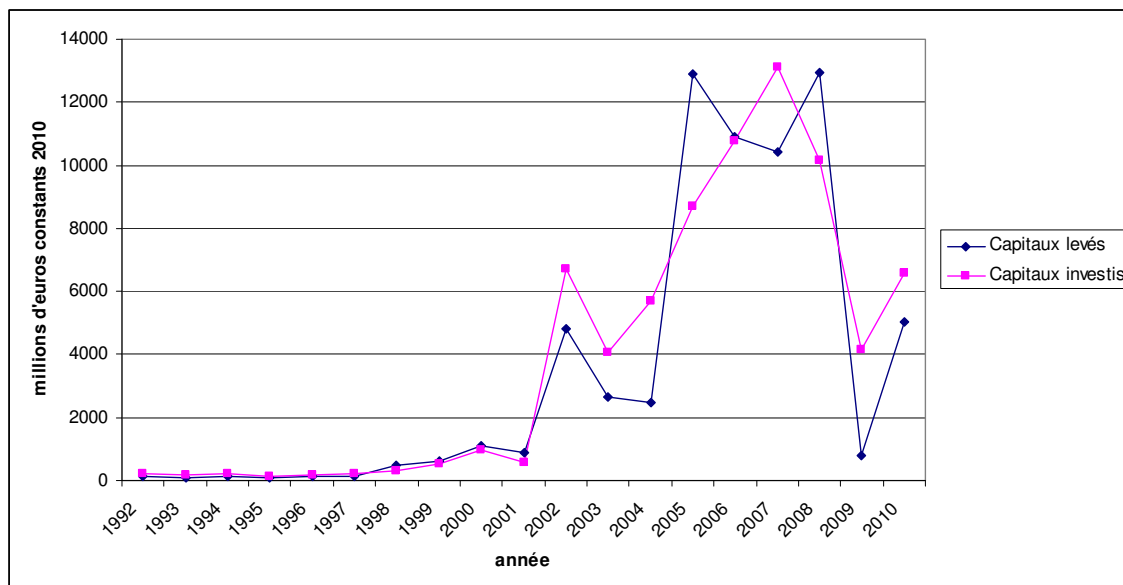
Non seulement les fonds font face à une crise de rentabilité, mais en plus leurs ressources institutionnelles s'épuisent. Pour avoir une idée de ce phénomène, nous pouvons comparer les montants levés aux montants investis chaque année dans le capital-investissement tel que recueillis par l'AFIC.

---

<sup>1</sup> Il s'agit d'une présentation Powerpoint intitulée « Private Equity : past, present and future », 2013, trouvable sur : <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research> (consulté le 22/04/13)



Figure 26 : capitaux levés et capitaux investis dans le capital-investissement, 1992-2010



Source : AFIC.

En examinant la Figure 26, on constate qu'à partir de l'année 2002 le « solde budgétaire » de la profession du capital-investissement devient négatif, puisque les montants levés sont inférieurs aux montants investis. Cette situation s'aggrave jusqu'en 2005, pour redevenir brutalement favorable à partir de cette date. En 2004, le déficit est de plus de trois milliards d'euros.

### b) Les opportunités

Les évolutions du champ du LBO font peser des menaces mais offrent aussi des opportunités de profit. La baisse des taux d'intérêts directeurs aux Etats-Unis est imitée par la BCE pour éviter une récession de plus grande ampleur. Cette baisse des taux directeurs fait que les acteurs du champ du LBO anticipent un redémarrage de l'économie d'ici un ou deux ans. La baisse des taux se répercute sur la prime de risque exigée par les banques pour financer les dettes de LBO (*leveraged loans*). Le Tableau 30 montre que l'activité de LBO (mesurée en volume et en valeur) est en effet corrélée avec cette prime de risque, ainsi qu'avec la croissance de l'économie réelle.

Tableau 30 : corrélation du volume et de la valeur des LBO en France avec divers indicateurs macro-économiques, 2000-2010

	<b>Nombre</b>	<b>t (bilatéral)</b>	<b>p</b>	<b>Valeur</b>	<b>t (bilatéral)</b>	<b>p</b>
<i>Croissance</i>	0,12	0,79	NS	0,35	2,36	<0,05
<i>Cac 40</i>	0,21	1,37	NS	0,25	1,64	p=0,11
<i>Euribor 3</i>	0,07	0,46	NS	0,17	1,12	NS
<i>HY spreads</i>	-0,49	-3,64	<0,001	-0,51	-3,84	<0,001

Sources : CF, INSEE, Banque de France et BofA Merrill-Lynch.

Nous avons corrélé l'activité de LBO avec divers indicateurs macro-économiques. L'activité de LBO est mesurée à la fois en volume (nombre d'opérations) et en valeur (montants des opérations en euros constants 2010). Les variables macro-économiques sont le taux de croissance du PIB, le niveau du CAC40 et le taux d'intérêt de prêts interbancaires dans la zone euro à 3 mois (Euribor 3). Conformément à la littérature et suivant les données disponibles, la prime de risque sur les dettes LBO est mesurée par l'écart de taux entre les obligations à haut rendement (*high-yield bonds*) et l'Euribor 3 mois (*high-yield spreads*). La variable qui est la plus corrélée avec l'activité de LBO est précisément cette prime de risque : moins les banques sont « frileuses », plus les LBO se développent, à la fois en volume et en valeur. Ces résultats rejoignent ceux des économistes dans le cas des Etats-Unis (Axelson et al., 2012 ; Colla, Ippolito et Wagner, 2012). La valeur des opérations de LBO est aussi positivement corrélée avec le taux de croissance de l'économie réelle.

Au début des années 2000, la plupart des acteurs du monde de la finance s'accordent pour dire que ce type d'opérations est promis à un bel avenir. Ainsi, en Septembre 2001, *Capital Finance* sort un Hors-Série intitulé : « LBO : la solution alternative ». Alternative à l'actionnariat boursier mais aussi à l'actionnariat de groupe, tout spécialement pour les grosses entreprises : « la déprime durable des marchés financiers conjuguée à la volonté croissante des groupes industriels de mettre de l'ordre dans leur portefeuille d'activités pour stimuler le cours de bourse conduit à la lecture de nombreux dossiers de grande taille » (CF HS, Sept 2001, p. 8). Un élément tout à fait important est en effet le phénomène de recentrage des grands groupes industriels. Ceux-ci avaient réalisé des acquisitions durant la phase haussière du cycle économique et rationalisent désormais leurs portefeuilles. De même, le Trésor se désengage d'un certain nombre d'activités. Par exemple, France Télécom vend TDF en 2002 à CDC et Charterhouse pour moins de 2 milliards d'euros. La crise de la bulle internet redonne paradoxalement plus de légitimité au LBO, lui qui s'occupe de la « bonne

vielle économie » comme dit Gonzagues de Blighnières. Le capital-risque devient associé au modèle bancaire et non pas à une bonne gouvernance. En effet la diffusion de la problématique de la gouvernance focalise l'attention sur les fonds de LBO, qui s'estiment mieux à même de pouvoir la gérer. En 2003, Hélène Ploix, présidente de Pechel Industries et de l'AFIC en 2002, publie un ouvrage sur le sujet : *Le dirigeant et le gouvernement d'entreprise* (Ploix, 2003). En Mai 2003, Maurice Tchénio estime qu'un Conseil d'Administration actif, typique des gros LBO, est mieux à même de gérer des décisions importantes comme la rémunération des dirigeants ou les réorientations stratégiques, face à l'actionnariat familial ou boursier. Son modèle personnel est Warren Buffet et il définit son métier comme étant celui d'un « administrateur professionnel » (CF n°666, Mai 2003, p. 9). La BCE baisse son taux directeur pour la deuxième fois et la conjoncture économique nationale redevient plus favorable.

## **2) Mobilisation interne et externe**

Pour faire face à ce nouvel environnement, la profession du capital-investissement se structure et se mobilise autour du LBO, à la fois en interne au sein de l'AFIC et en externe auprès de l'Etat.

### **a) Mobilisation interne**

L'AFIC comptait une soixantaine de membres à la fin des années 1980 et en compte environ 150 au début des années 2000. En 2000 l'association passe au mandat d'un an pour ses présidents, se dote d'un bureau de direction et d'un règlement intérieur. En 2001, elle crée une commission LBO en son sein, elle crée aussi un bureau dédié à l'amélioration de son image auprès des dirigeants d'entreprise et se dote d'un code de déontologie agréé par la Commission des Opérations en Bourse.

En 2003, la commission LBO de l'AFIC publie un livre blanc sur le LBO pour alerter ses interlocuteurs sur les difficultés rencontrées par le capital-transmission dues à l'inadaptation du cadre réglementaire existant. La profession reprend le double cadrage cognitif de la transmission d'entreprise et de la gouvernance d'entreprise. En effet, d'une part « à l'expérience, le LBO apparaît [...] comme une solution de transmission d'entreprise particulièrement intéressante et souvent idéale », mais « d'un point de vue plus général, le LBO est un élément déterminant pour améliorer l'efficacité globale de l'économie, en

contribuant à une plus grande flexibilité des structures industrielles, et à une meilleure adéquation entre les objectifs propres des entreprises et ceux de leurs actionnaires »<sup>1</sup>. De ce fait, les pouvoirs publics doivent encourager cette activité à travers trois initiatives : (1) encourager l'épargne vers le secteur du LBO ; (2) renforcer la sécurité et la flexibilité des opérations et (3) faciliter et encourager la participation des salariés et des vendeurs. En 2003 l'AFIC se dote d'un comité juridique et fiscal. Elle publie aussi un guide pratique du LBO destiné aux chefs d'entreprise. Elle crée une conférence annuelle (en 2003) et une maison du capital-investissement (en 2005).

Face au discrédit du capital-risque et à la faible légitimité du capital-développement, il semble que ce soit les professionnels du capital-transmission qui « prennent le pouvoir » au sein de l'AFIC. Le Tableau 31 montre quels sont les présidents de l'AFIC depuis sa création à jusqu'en 2010.

*Tableau 31 : présidents de l'AFIC, 1984-2010*

<b>Mandat</b>	<b>Nom</b>	<b>Organisation</b>	<b>Spécialisation</b>
1984-1986	Hervé Hamon	Sofinnova	Capital-risque
1987-1988	Pierre Battini	Sofindas	Capital-risque
1989-1990	Daniel Toulemonde	Euroventures	Capital-risque
1991-1992	Michel Biegala	3i	Capital-risque
1993	Dominique Péninon	Alpha	Capital-transmission ?
1994-1995	Denis Mortier	Financière Saint-Dominique	Capital-développement ?
1996	Eric Licoys	Fonds Partenaires Gestion	Capital-transmission ?
1997-1999	Walter Bulter	Butler Capital Partners	Capital-transmission
2000	Patrick de Giovanni	Apax Partners	Capital-transmission
2001	Hélène Ploix	Pechel Industries	Capital-développement
2002	Xavier Moreno	Astorg Partners	Capital-transmission
2003	Gilles Mougenot	Argos Soditic	Capital-transmission
2004	Dominique Oger	Atria Capital Partenaires	Capital-transmission
2005	Gonzague de Blighnières	Barclays PE	Capital-transmission
2006	Patrick Sayer	Eurazeo	Capital-transmission
2007	Eddie Misrahi	Apax Partners	Capital-transmission
2008	Pierre de Fouquet	Iris Capital	Capital-risque
2009	Jean-Louis de Bernardy	Activa Capital	Capital-transmission
2010	Hervé Schricke	Xange PE	Capital-transmission

Jusqu'au début des années 1990, ce sont des fonds de capital-risque qui dominent la profession. A partir de la fin des années 1990 les autres segments prennent le dessus, en

<sup>1</sup> « LBO : le livre blanc », AFIC, 4 Juin 2002, p.2.

particulier à partir de la présidence de Walter Butler, puis de Patrick de Giovanni, Xavier Moréno et Gilles Mougenot. La nouvelle donne semble avoir débouché sur un compromis entre les segments rivaux du capital-risque et du capital-transmission : les premiers bénéficient de la manne financière que peuvent capter les fonds de LBO tandis que les seconds bénéficient de l'image favorable de l'entrepreneuriat et de l'innovation. Selon Dominique Oger : « chacun devait comprendre qu'il profitait également des autres métiers, les uns en terme d'image, les autres en termes de performances »<sup>1</sup>.

### **b) Mobilisation externe**

Au début de l'année 2004, les fonds français font toujours face à leur crise paradoxale même si l'économie affiche un taux de croissance de l'ordre de 2,4% par an. Leurs TRI continuent de se détériorer à cause de la concurrence à laquelle ils se livrent. Comme on l'a vu, les levées de fonds ont diminué au point où les montants investis sont supérieurs aux montants levés, une situation insoutenable à long terme. « [...] Depuis 2002, le niveau des investissements dépasse le montant des fonds levés, cette tendance se confirmant sur le premier semestre 2004. Les investisseurs ne disposeraient plus que de 4 milliards d'euros soit un an d'investissement. Il devient dès lors plus que nécessaire de trouver de nouvelles sources de financement »<sup>2</sup>. Le déblocage de cette situation provient de l'activité de lobbying de l'AFIC. Dès 2001 l'AFIC mène des travaux pour améliorer le statut juridique et fiscal de leurs structures et véhicules, les SCR et les FCPR. En 2002, au moment où les grands fonds exercent une pression sur le LBO français et où ils deviennent déficitaires, les investisseurs les plus établis pensent à vouloir rediriger l'épargne des Français vers eux. Tandis que *Capital Finance* vante les mérites de l'investissement dans le non coté (CF n°615, Av. 2002), Gonzague de Blignères commente une étude qu'il a commandé à la SOFRES sur la connaissance qu'ont les Français des valeurs mobilières et des contrats d'assurance-vie : « un tropisme français consiste donc à penser que la rentabilité rime avec risque réduit [...]. Les banques devraient dès à présent inclure dans leurs SICAV une faible proportion de titres

---

<sup>1</sup> « Capital-investissement : bilan et avenir de l'AFIC, *Décideurs*, n°100, p. 67.

<sup>2</sup> « Les contributions additionnelles des assureurs à l'investissement dans le non-coté », *Fiche thématique AFIC*, Novembre 2004. [http://www.afic.asso.fr/Website/site/fra\\_rubriques\\_activiteperformance\\_lettresdinformationsregulieres\\_lesfichesthematiquesducapitalinvestissement.htm](http://www.afic.asso.fr/Website/site/fra_rubriques_activiteperformance_lettresdinformationsregulieres_lesfichesthematiquesducapitalinvestissement.htm) (consultation: 23/04/13)

d'entreprises non cotées » (CF n° 617, Av. 2002, p. 15). Ce ne sont finalement pas les banques, mais les compagnies d'assurance qui sont visées par l'AFIC, qui intensifie son travail de *lobbying* sur Bercy sous la présidence de Gilles Mougenot (Argos Soditic) en 2003<sup>1</sup>. L'AFIC obtient une première victoire avec le « pacte Dutreil » qui crée les FIP pour les fonds régionaux. En plus de la problématique de la transmission et de la gouvernance, l'argumentation des fonds est similaire à celle qui avait été employée au milieu des années 1990 : la France est en retard par rapport à ses homologues américains et britanniques ; ce sont eux qui *de facto*, fournissent les capitaux nécessaires aux entreprises et non les investisseurs français.

En Juin 2004, le nouveau président de l'AFIC Dominique Oger déclare à la profession que : « l'AFIC sera très attentive à l'intégration dans le projet de loi de finances de l'évolution des contrats DSK acceptée par Bercy. Il faut s'assurer que le non coté en sera le principal bénéficiaire.[...] l'AFIC doit promouvoir un contexte plus favorable aux entrepreneurs et aux entreprises. Nous sommes prêts, s'il le faut, à transgresser le tabou de l'ISF » (CF n°716, Juin 2004, p. 10). Le ministre de la recherche Philippe d'Aubert déclare que le gouvernement travaille à ce que 5% des fonds des assureurs soient alloués au capital-investissement (CF n°716, Juin 2004, p. 2). L'arrivée de Nicolas Sarkozy au poste de ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie en mars 2004 semble déclencheuse : après 8 mois de négociations, les compagnies d'assurances de la FFSA et de la GEMA s'engagent à investir 6 milliards d'euros supplémentaires d'ici 2007 dans le capital-investissement, le 7 Septembre 2004<sup>2</sup>.

La négociation avec les assureurs sous le patronage du ministère a ,semble-t-il , porté sur le montant des fonds alloués (baissé de 5% à 2%), et sur la forme de l'engagement : contractuel et non législatif. Le jour de cette annonce, *Le Figaro* titre « les assureurs au secours de la croissance » et surtout le *Financial Times* en fait sa une. Il s'agit là d'une somme considérable à même d'armer les fonds français contre la concurrence anglo-saxonne. Le Hors-Série de *Capital Finance* de Juillet titre « Capital-investissement : l'heure de vérité » et figure en première page un chronomètre sur lequel est inscrit « TRI ». A partir de cette

---

<sup>1</sup> « Capital investissement : bilan et avenir de l'AFIC », *Décideurs*, n°100, p. 67.

<sup>2</sup> Evoqué dans « Les contributions additionnelles des investisseurs dans le non coté », *Fiche technique AFIC/Deloitte*, Novembre 2004, consultable sur [http://www.afic.asso.fr/Website/site/fra\\_rubriques\\_activiteperformance\\_lettresdinformationsregulieres\\_lesfichesthematiquesducapitalinvestissement.htm](http://www.afic.asso.fr/Website/site/fra_rubriques_activiteperformance_lettresdinformationsregulieres_lesfichesthematiquesducapitalinvestissement.htm) (consulté le 02/04/2013).

date, le gouvernement veille à ce que cet engagement soit respecté, en la personne du ministre Thierry Breton (PEM n°10, Nov.2005) et même du président Jacques Chirac. En Mars 2006, celui-ci juge les résultats « décevants » et déclare : « j'appelle chacun à respecter ses engagements faute de quoi nous aurons recours à la loi »<sup>1</sup>. Les assureurs ont pu accepter d'investir plus d'argent dans cette classe d'actifs car ils étaient (comme les banques) à la recherche de rendements élevés dans un contexte où les bons du Trésor ne rapportaient que très peu d'argent.

Les fonds d'investissement ont aussi obtenu gain de cause en ce qui concerne les démarches visant à « faciliter et encourager la participation des salariés et des vendeurs ». Le régime fiscal des FCPI est étendu aux FCPR sous le ministère de Thierry Breton, dans le cadre de la loi de finances rectificative pour 2004. Thierry Breton avait promis lors de la conférence annuelle du capital-investissement à laquelle il était invité qu'il présenterait avant la fin du premier semestre 2005 les termes et les conditions d'un nouveau régime de neutralité fiscale<sup>2</sup>. De ce fait, les plus values de cessions sur les titres de participations et sur les parts de FCPR sont progressivement exonérées d'impôts : de 19%, le seuil doit passer à 6% en 2006 puis 0% en 2007<sup>3</sup>.

### **3) La consécration du modèle actionnarial**

Face à la concurrence des grands fonds provenant des Etats-Unis et de l'Angleterre, les fonds d'investissement français non seulement se mobilisent mais aussi les imitent. L'élite parisienne, qui avait adopté certaines pratiques du modèle actionnarial à la fin des années 1990, consacre celui-ci au début des années 2000. Le modèle actionnarial a pu devenir légitime car il contentait à la fois les investisseurs, les dirigeants et les banquiers.

#### **a) Le modèle actionnarial comme réponse à la crise de profitabilité**

Rappelons brièvement en quoi consiste le « modèle actionnarial ». C'est un modèle du LBO dans lequel le fonds achète un petit nombre d'entreprises qu'il contrôle en exerçant ses

---

<sup>1</sup> « What's-up sur le capital-investissement », <http://www.capitalinvestissement.net/what-s-up-sur-le-capital-investissement-en-2011.html> (consulté le 23/04/13).

<sup>2</sup> AFIC, *Flash d'information* n°6, Avril 2005.

<sup>3</sup> AFIC, *Flash d'information* n°9, Septembre 2005.

droits au conseil d'administration. La logique du fonds est, notamment, d'améliorer le profit de l'entreprise en orientant sa stratégie et en mettant en place des changements organisationnels. Ce modèle est composé de plusieurs pratiques qui, au cours des années 2000, deviennent cohérentes entre elles. Le modèle actionnarial consiste à aller au-delà de l'ingénierie financière pour utiliser des outils d'ingénierie opérationnelle. Comme on l'a vu, les fonds français appellent souvent ce modèle « logique industrielle », « logique entrepreneuriale » ou « LBO de croissance » par opposition à la « logique financière ». Mais si ces pratiques sont cohérentes d'un point de vue industriel, elles le sont aussi du point de vue de la création de valeur pour l'actionnaire. Dans un tel processus, tous les moyens de création de valeur actionnariale sont utilisés<sup>1</sup> : il s'agit d'acheter à un prix faible et de revendre à un prix fort (arbitrage de multiple) ; d'optimiser la structure de coûts (désendettement) ; de procéder à des acquisitions (croissance des ventes et rendements d'échelle). Toutes ces actions se répercutent positivement sur le TRI. La revente au prix fort en particulier est justifiée par la création de « leaders sectoriels » ou de « leaders européens » à partir d'entreprises de relativement petite taille ou disposant de faibles opportunités de développement. L'Encadré 3 présente les « quatre disciplines » du LBO, typiques du modèle actionnarial, telles que décrites par des consultants de Bain & Cie dans la *Harvard Business Review* (Rogers, Holland et Haas, 2002)<sup>2</sup>.

*Encadré 3 : les « quatre disciplines » du LBO*

- 1- *Define an investment thesis*
  - a. *Have a three to five year plan*
  - b. *Stress two or three key success levers*
  - c. *Focus on growth, not just cost reductions*
- 2- *Don't measure too much*
  - a. *Prune to essential metrics*
  - b. *Focus on cash and value, not earnings*
  - c. *Use the right performance measures for each business*

<sup>1</sup> Même si en pratique, les fonds mettent l'accent sur telle ou telle action suivant leur positionnement stratégique et la situation particulière de la cible.

<sup>2</sup> Nous détaillerons ces points dans le chapitre III et IV, l'étude du cas de TechnologieAvancée permettra d'évaluer un tel modèle.



*d. Link incentives to unit performance*

3- *Work the balance sheet*

*a. Redeploy or eliminate unproductive capital –both fixed assets and working capital*

*b. Treat equity capital as scarce*

*c. Use debt to gain leverage and focus, but match risk with return*

4- *Make the center the shareholder*

*a. Focus on optimizing each business*

*b. Don't hesitate to sell when the price is right*

*c. Act as unsentimental owners*

*d. Get involved in the hiring and firing decisions in portfolio companies*

*e. Appoint a senior person to be the contact between the corporate center and a business*

L'adoption des pratiques du modèle actionnarial constitue une réponse à la situation de baisse du taux de profit liée à l'intensification de la concurrence. En 2002 le vice-président de Bain & Cie Geoffrey Cullinan évoque les principaux aspects du modèle actionnarial devant un parterre d'investisseurs français. Face à la concurrence plus intense « ceux qui réussiront à doper les performances de leurs sociétés en portefeuille seront les grands gagnants. Cela passera par la réussite à quatre niveaux. Tout d'abord, sur le plan stratégique, il s'agira de consolider les secteurs en adoptant des politiques de *build-up* ; au niveau opérationnel, il faudra concilier croissance et réduction des coûts. D'un point de vue financier, l'*equity* doit être envisagée comme une ressource rare. Enfin, il faut s'assurer de recruter le bon staff. Les personnes qui agissent comme des patrons et non comme des salariés » (CF n°636, Oct. 2002, p. 7). A cette époque il n'y a guère que Dominique Nouvellet pour critiquer les « Anglo-saxons » : « je ne crois pas aux fonds paneuropéens car ce n'est pas possible d'apprécier à ce niveau la diversité des cultures dans lesquelles les entreprises évoluent. Les Anglo-Saxons comprennent mal ce point car ils ont une vision "acculturée" du *private equity* et ils ont de telles sommes à investir qu'ils ne veulent pas s'embarrasser de nos subtilités. Ils ont tort et leurs rendements en pâtiront » (CF n°647, Janv. 2003, p. 9). Mais comme on va le voir le discours de Geoffrey Cullinan sera entendu par les investisseurs français, à tel point qu'en

2004 on peut lire dans les pages de *Capital Finance*, « le LBO à la papa, c'est fini » (CF HS, Nov. 2004, p. 20).

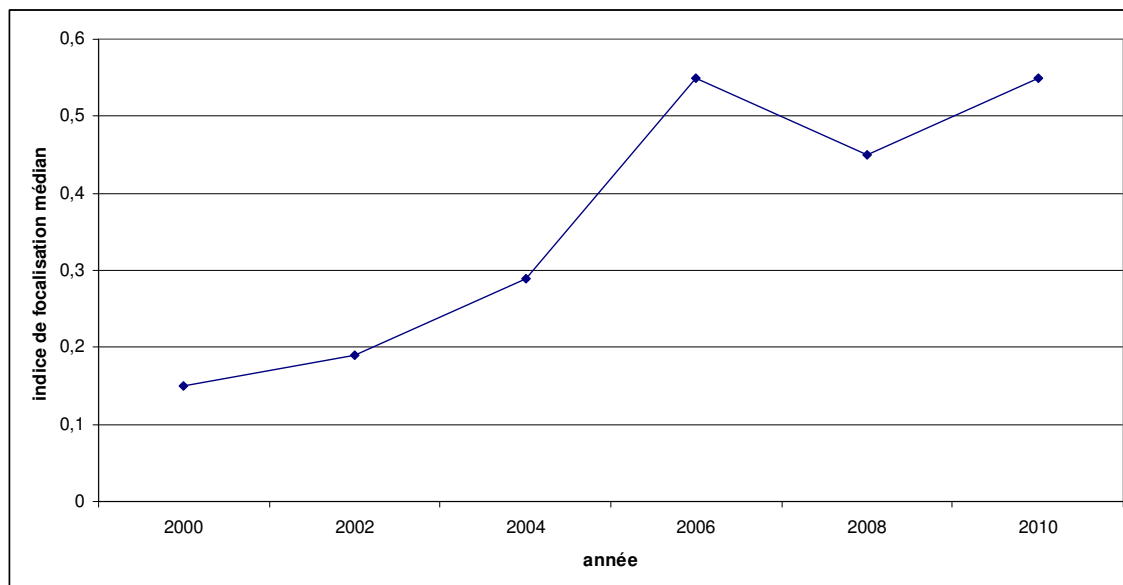
Au début des années 2000, un certain nombre de fonds d'investissement français prennent modèle sur les grands fonds internationaux et prennent leur indépendance vis-à-vis de leur société-mère, banque ou compagnie d'assurance. Certains fonds passent à la gestion pour compte de tiers comme Natexis PE, CDC et Crédit Lyonnais PE, mais aussi PAI. Devant le refus de Natexis de donner son indépendance à Initiative & Finance, son chef Jérôme de Metz fonde un nouveau fonds d'investissement avec son équipe, MBO partenaires, qui devient très actif dans le segment SC et dans la région de Lyon. Selon CF, il s'agit d'un véritable « combat des classiques contre les modernes. La bataille d'Hernani du *private equity*. Depuis dix-huit mois environ, les professionnels s'opposent sur cette question: y'a-t-il un avenir pour les structures captives ou sont-elles condamnées à devenir progressivement indépendantes ? » (CF HS, Nov. 2002, p. 26). De nouveaux fonds se créent sur ce modèle du partenariat à partir d'équipes existantes, par exemple Perfectis PE avec des anciens de 3i, ou bien Activa Capital fondé par Jean-Louis de Bernardy (ancien de Bridgepoint entre autres). Le début des années 2000 est une période où se créent un grand nombre de fonds en France<sup>1</sup>. Selon nos estimations en 2002 se créent environ dix fonds, le même nombre qu'en 1999 et à peu près le même qu'au moment du premier boom en 1988.

Parallèlement les fonds d'investissement continuent de passer d'une stratégie extensive à une stratégie intensive, y compris des petits fonds comme Idia/UI (rattaché au Crédit Agricole) ou IPO. Les fonds focalisent leur attention de manière plus intense sur leurs entreprises. Pour pouvoir agir sur celles-ci, c'est-à-dire orienter leur stratégie et opérer des changements organisationnels, les investisseurs recrutent plus de professionnels tout en réduisant leurs lignes. La figure suivante présente l'évolution de l'indice de focalisation durant les années 2000.

---

<sup>1</sup> Cette série est bien évidemment censurée à droite. Nous avons l'tronquée sur la gauche car il y a un nombre très faible de fonds qui trouvent leur origine avant 1960.

Figure 27 : évolution de l'indice de focalisation, 2000-2010



Source : GSCI.

Comme le montre la Figure 27, les fonds deviennent de plus en plus focalisés au cours des années 2000. Il y avait environ un investisseur pour sept entreprises dans les fonds en 2000 tandis qu'en 2006 il y avait environ un investisseur pour deux entreprises en portefeuille.

L'élite du capital-investissement français consacre surtout quatre ingrédients importants du modèle actionnarial : le *build-up*, les *management packages*, les LBO secondaires et la titrisation. Le modèle actionnarial n'a pu prendre que parce qu'il a rencontré les intérêts des dirigeants d'entreprises et des banquiers. Pour le comprendre il faut expliquer quels sont les enjeux de ces deux autres acteurs et comment leur situation a évolué au cours des années 1990-2000.

### **b) L'enrôlement des dirigeants d'entreprise**

La motivation des dirigeants d'entreprise à faire un LBO (et en général) sont multiples. Nous allons nous concentrer sur deux de ses raisons qui sont liées à l'évolution de leur environnement économique et social: l'intensification de la concurrence marchande et l'ascension des professions financières dans l'élite économique.

Depuis les années 1970, les dirigeants font face à une concurrence étrangère plus intense. Cette tendance s'est accélérée dans les années 2000. Par exemple, le taux de

pénétration des produits manufacturés dans l'économie française passe de 40,4% en 2000 à 51,2% en 2008 selon l'INSEE. Comme la France dépend essentiellement des pays de l'Union Européenne en ce qui concerne ses exportations et ses importations, on peut supposer que l'approfondissement du marché européen tient une grande place dans cette intensification de la concurrence. Selon l'institut : « en volume, la part de marché relative de la France s'est continûment érodée de 2001 à 2011, en raison notamment de la détérioration de la compétitivité-prix liée à l'appréciation de l'euro »<sup>1</sup>. De plus, les dirigeants d'entreprise, particulièrement ceux d'entreprises petites et moyennes, font aussi l'objet d'une dégradation de leur position *relative* dans la stratification sociale depuis les années 1990. Selon Olivier Godechot, les inégalités de revenu des français ont bel et bien augmenté depuis 1996 (cette augmentation est liée pour une large part à l'augmentation des revenus du centile supérieur de la distribution). Or Godechot montre que si les revenus des 100 premiers dirigeants d'entreprises ont bien augmenté durant la période, ceux-ci ont augmenté moins vite que ceux des 100 premiers cadres financiers. L'auteur en conclut que la croissance du secteur financier tient une large part dans l'augmentation des inégalités de revenus depuis le milieu des années 1990 (Godechot, 2012). C'est en particulier à cette époque que se développent les marchés financiers en France et notamment le marché du LBO. Selon nous, les dirigeants d'entreprises petites et moyennes, ainsi que les cadres de grandes entreprises, ont vu leurs ressources se dégrader par rapports aux professionnels de la finance<sup>2</sup> dans la compétition sociale pour les positions les plus élevées dans la société. Un cadre dirigeant de TechnologieAvancée nous a confié que la rémunération était un aspect important dans la volonté de s'engager dans un LBO et qu'il n'y avait pas de raisons que ce soient les financiers qui gagnent plus d'argent que les autres.

Cette dégradation de la position relative des cadres dirigeants doit comparée au phénomène du « malaise des cadres » mis en évidence dans les années 1970. Selon cette théorie il est difficile d'accéder aux positions les plus élevées dans l'entreprise par la mobilité interne, car celles-ci sont occupées par les familles ou les technocrates. De ce fait nombre de cadres désirent « devenir leur propre patron ». L'imaginaire de l'entrepreneuriat est mis en

---

<sup>1</sup> <http://www.statapprendre.education.fr/insee/comext/pourquoi/pourfirmes02.htm> (consulté le 23/05/13).

<sup>2</sup> Desquels font bien évidemment partie les banquiers et les investisseurs que nous étudions.

valeur par les fonds d'investissement pour attirer les dirigeants vers eux. Ainsi dans l'éditorial d'un hors-série de CF qui présente le LBO comme « l'outil des managers-investisseurs » on peut lire : « travaillez, prenez de la peine, ce sont les fonds qui manquent le plus. L'adage, cher au fabuliste Jean de la Fontaine, correspondait jusqu'à il y a quelques années encore, parfaitement au capitalisme français. Directeurs généraux, directeurs financiers ou commerciaux, tous pouvaient s'acharner à la noble œuvre qui consiste à porter le plus haut possible les couleurs de son entreprise. Sans toutefois pouvoir en récolter les fruits à titre personnel. Le capital, aux mains des familles, ne leur était ouvert qu'en de rarissimes occasions. En définitive, ils n'étaient que des exécutants, de luxe certes, mais des exécutants. Leur ambition et leur labeur se heurtaient au mur de l'argent, au pied duquel ils attendaient, impuissants. L'émergence, le développement puis la médiatisation du capital-investissement, au travers du terme générique de LBO, ont sonné l'heure du changement » (CF HS, Sept. 2000, p. 3).

Les dirigeants d'entreprises ont pu accepter d'utiliser le LBO dans les années 2000 pour faire face à ces deux enjeux : certains éléments du modèle actionnarial mis en place par les fonds, et rendu possible par les banques, leur permettaient de répondre à certains de leurs problèmes. Il semble qu'un compromis implicite ait été offert par les investisseurs aux dirigeants : réduire les coûts, ce qu'ils n'aiment pas faire spontanément, pour ensuite croître en développant les ventes et l'investissement (développement de la « *top-line* » en vocabulaire indigène)<sup>1</sup>. Une stratégie industrielle simple et rapide pour à la fois réduire les coûts et augmenter le chiffre d'affaires est de s'engager dans des fusions-acquisitions avec d'autres entreprises. Les fusions et acquisitions se sont grandement développées depuis les années 1960 en Europe et surtout depuis le milieu des années 1990 en anticipation et en réponse à l'approfondissement du marché européen. Dans le contexte du LBO, une telle stratégie industrielle s'appelle le « *build-up* », « *leveraged build-up* » ou le « *buy-and-build* ». Les acquisitions présentent aussi, et peut-être surtout, l'avantage d'éliminer facilement la compétition. Les investisseurs ont donc pu enrôler les dirigeants d'entreprises car ceux-ci pouvaient aussi racheter leurs propres concurrents. Le développement national ou international, ainsi que les consolidations sectorielles sont en effet évoqués de manière très

---

<sup>1</sup> Ceci peut sembler contre-intuitif, mais ces affirmations seront développées dans la section suivante et dans les chapitres suivants.

fréquente dans les pages de *Capital Finance* en tant que raisons de s'engager dans un LBO<sup>1</sup>. Selon Xavier Moréno d'Astorg : « cette stratégie associe l'expertise du dirigeant qui gère la croissance de l'entreprise et celle du financier qui l'aidera à identifier les cibles, à négocier leurs acquisitions et à mettre en place les financements. [...] Nous participons donc ensemble à la création de valeur, et c'est ensemble que nous en récoltons les fruits. Ainsi mené, le LBU [*Leveraged Build-Up*] est une stratégie qui réconcilie le financier et l'industriel » (CF n°467, Janv. 1999, p. 20). Grâce à la mise en place du modèle actionnarial, les dirigeants d'entreprise pouvaient réduire leur problème de concurrence et réaliser leur désir de croissance.

Les investisseurs ont enrôlé les dirigeants et cadres de l'entreprise d'une autre manière. Ils leur ont permis de se constituer un patrimoine de manière rapide à travers un système d'incitation à la création de valeur actionnariale. Ce système incitatif s'appelle un « *management package* ». La logique de ce système sera explicitée dans le Chapitre IV. Il s'agit de comprendre que les investisseurs font investir les dirigeants d'entreprise dans l'opération de LBO, car ils ont besoin de leur coopération pour restructurer et/ou développer l'entreprise. Les dirigeants ont donc un intérêt financier direct et durable dans la réussite du LBO. Ceci n'est possible que parce que les investisseurs, à qui revient le surplus créé entre l'entrée et la sortie de l'opération, ont décidé de redistribuer une partie raisonnable de leur plus-value en élargissant leur cercle social. Au niveau macro-social il s'agit donc pour les investisseurs d'une stratégie classique de cooptation. Ainsi, les dirigeants d'entreprise sous LBO ont pu acquérir des ressources considérables dans la compétition sociale face aux autres dirigeants et aux autres groupes élitaires.

Enfin, les dirigeants d'entreprise ont pu être enrôlés par le biais des LBO secondaires. Une fois devenus « indépendants » les dirigeants d'entreprise désirent le rester, surtout si le LBO s'est soldé par un succès industriel et patrimonial. Si l'entreprise est revendue à un groupe industriel à l'issue de son LBO, il y a de fortes chances pour que l'entreprise soit restructurée et le management en place limogé une fois l'entreprise absorbée. En 2001, Olivier Millet, un ancien de Barclays PE, crée Ofi PE, un fonds spécialisé dans les LBO secondaires. Sous la présidence de Jean-Louis de Bernardy, la commission LBO de l'AFIC

---

<sup>1</sup> Selon une recension sommaire, cette raison arrive à la troisième position après le désir de l'actionnaire initial de sortir du capital et le recentrage des groupes industriels (ce qui est en réalité inclus dans la première raison).

publie une étude favorable sur cette pratique avec l'aide d'Ernst&Young<sup>1</sup>. Quatre enseignements sont tirés de cette étude : les LBO secondaires créent de la liquidité et donc améliorent l'efficacité du marché ; ils tirent leur performance d'un projet industriel d'investissement ; ils font porter les risques sur la rentabilité de l'opération et non sur le remboursement de la dette ; la direction générale en place devient stratégique. En ce qui concerne le deuxième point, l'étude montre que les fonds attribuent la création de valeur dans ce type d'opérations à la politique de *build-up* et à une nouvelle stratégie, par rapport à l'effet de levier et à la simple réduction des coûts. En 2004, Gonzagues de Blignières de Barclays PE prend appui sur l'exemple anglais pour justifier cette pratique : « les analystes français sont persuadés qu'un fond d'investissement vend sa participation parce que le potentiel de développement de l'entreprise est épuisé. L'opinion de Londres est différente : cette vente vient clôturer un cycle d'investissement. Le fond fait "tourner" sa participation » (PEM n°1, Nov. 2004, p. 11). Le Tableau 32 montre que ces deux phénomènes ont pris de l'importance dans les années 2000.

Tableau 32 : nombre et proportion d'opérations de build-ups et de LBO bis, 1998-2010

Année	<i>Build-ups</i>		<i>LBO Bis</i>	
	Nombre	%	Nombre	%
1998	6	6	NA	NA
1999	10	9	NA	NA
2000	15	13	NA	NA
2001	24	22	NA	NA
2002	3	3	1	1,30
2003	20	13	6	5,50
2004	17	9	5	4,30
2005	55	22	22	12,60
2006	45	17	32	16,90
2007	63	28	41	19,00
2008	NA	NA	24	14,00
2009	NA	NA	14	13,50
2010	NA	NA	30	20,80

Source : CF.

On constate que les *build-ups*, même s'ils sont cycliques, ont augmenté dans les années 2000. Le phénomène des LBO bis est plus difficile à mesurer. A partir de notre base de donnée nous

<sup>1</sup> « LBO secondaires : relais pour la création de valeur ou phénomène d'opportunité ? », *Rapport AFIC/Ernst&Young*, 2003.

pouvons compter le nombre d'entreprises qui reviennent plusieurs fois, tout en gardant à l'esprit que la série est censurée sur la gauche. On constate aussi une tendance à la hausse. Mais ces données sont probablement sous estimées puisque selon le CMBOR les opérations de LBO bis concernaient 75% des sorties en France en 2006 (CF HS, Juil. 2006).

### c) Les ficelles des banquiers

La mise en place du modèle actionnarial a aussi rencontré les intérêts des banquiers. Ceux-ci faisaient aussi face à un contexte difficile (notamment réglementaire) et ont trouvé dans la titrisation des dettes la solution à leurs problèmes.

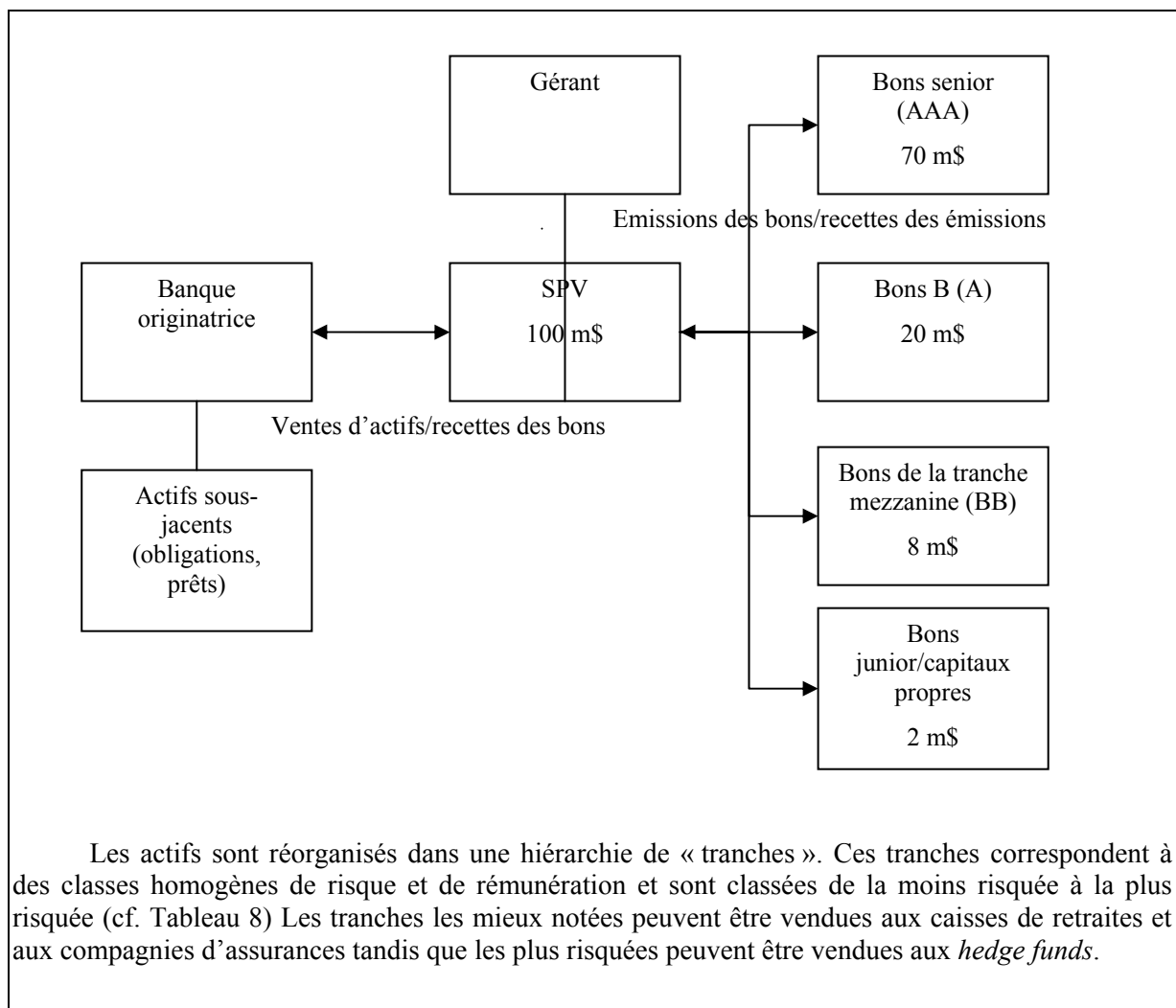
En effet, les processus de Bâle à partir de 1988 imposent aux banques de nouvelles contraintes règlementaires. Le processus de Bâle II a été activé pour répondre à la crise économique de 2001 et a débouché sur des recommandations en matière de ratio de solvabilité en 2004. Concrètement, il existe une exigence minimale de fonds propres de 8%, dit ratio McDonough. De 2001 à 2004, les banques se préparent à faire face à cette nouvelle exigence. Une solution que les banques ont trouvée à cette contrainte est de sortir des actifs (les prêts) de leur bilan par le biais de la titrisation. La titrisation consiste à regrouper des dettes dans un véhicule juridique qui émet des obligations qui correspondent à différentes tranches de risque et de rémunération.

#### *Encadré 4 : la titrisation*

La titrisation est un processus financier de transformation d'un portefeuille d'actifs illiquides en actifs échangeables sur les marchés. Une institution financière dispose de certains actifs qu'elle vend à une holding qu'elle crée à cette occasion (*Special Purpose Vehicle* ou SPV). Ce SPV émet ensuite des bons (*notes*) dont la valeur est gagée sur les flux de trésorerie des actifs initiaux. La valeur de ces bons est estimée par des agences de notations. Les produits de la titrisation sont appelés des titres gagés sur actifs (*Asset Backed Securities* et dans le cas des crédits hypothécaires des *Mortgage Backed Securities*).

La titrisation des financements LBO donne lieu à des obligations de dettes collatéralisées (*Collateralized Debt Obligations* – CDO). Il existe plusieurs types de CDO selon la nature des actifs collatéralisés : des obligations (*Collateralized Bond Obligations*) ou bien des prêts (*Collateralized Loan Obligations*). On peut aussi distinguer les CDO selon leur utilisation : il existe des CDO de bilan, des CDO d'arbitrage et des CDO synthétiques. Il est possible de faire des CDO avec des CBO et des CLO, ainsi que des CDO de CDO. Le diagramme suivant illustre un CDO générique (adapté de Choudhry et ses collègues et Aglietta et Rebérioux) :





Cette pratique est née aux Etats-Unis dans les années 1960 et a été importée en France en 1988 avec la création des Fonds Communs de Créances (FCC), sous le ministère de Pierre Bérégovoy. En 1989 est créée la société Eurotitrisation par la CDC, BNP et Indosuez. La première titrisation française est réalisée peu après. Cette activité reste faible durant les années 1990 mais explose durant les années 2000 tant aux Etats-Unis qu'en Europe. Les FCC sont étendus aux prêts aux entreprises en 1998 et à tous types d'actifs en 2004. Les dettes qui financent les prêts LBO donnent lieu à des *Collateralized Debt Obligations* (plus précisément des *Collateralized Loan Obligations*) ou CDO. Ce sont les banques américaines qui ont commencé à titriser les financements LBO dans les années 1980 à partir des obligations à haut rendement. Le premier acteur d'envergure à s'être lancé dans la titrisation des dettes LBO en France est BNP Paribas qui lance *Leveraged Finance Europe Capital I* en 2001, avec

l'aide de la banque américaine Morgan Stanley (CF n°595, Oct. 2001). Les autres grandes banques françaises comme Calyon lui emboîtent ensuite le pas.

Michel Chabanel de RBS résume les avantages de la titrisation : « le recours à un CDO accroît la capacité de syndication de la banque tout en réduisant le risque de prise ferme. Cet instrument améliore les ratios prudentiels en limitant la consommation de fonds propres et génère des résultats supplémentaires au titre des commissions de gestion et de la rentabilité des investissements réalisés » (CF HS, Nov. 2002, p. 42). Ainsi grâce aux CDO les banques peuvent faire preuve de ratios McDonough acceptables. De plus, elles peuvent accorder plus de prêts sans prendre de risques supplémentaires. Par ce biais, elles peuvent réaliser la quadrature du cercle : augmenter leurs profits sans détériorer leurs bilans. Enfin, grâce à la titrisation, certaines des plus grandes banques mondiales ont pu changer de modèle opérationnel, passant d'un modèle bancaire fondé sur le prêt à intérêt (« *originate-to-hold* ») à un modèle industriel fondé sur la fabrication et la vente de produits structurés (« *originate-to-distribute* »). Dans ce dernier modèle, les prêts consentis aux entreprises n'ont pas vocation à être gardés en entier dans les bilans bancaires en vue d'en retirer l'intérêt, mais en tant que matière première dans une chaîne de production où chaque intervenant prélève une marge. En tant que matière première similaire aux énergies fossiles, il est important que les flux de prêts soient augmentés ou au moins maintenus pour faire face à la demande d'obligations à l'autre bout de la chaîne. Dans ce modèle il devient non seulement intéressant pour les banques de répondre à la demande de prêts de la part des fonds et des entreprises, mais aussi d'en augmenter la quantité et les sources. L'activité de LBO s'est donc trouvée être un excellent support d'innovation financière pour les banques.

Dans cette sous-partie nous avons montré qu'au début des années 2000, le champ du LBO français est dans une situation paradoxale : les changements de l'environnement à la suite de l'éclatement de la bulle Internet présentent des menaces mais aussi des opportunités pour l'élite parisienne. Pour répondre à ces défis celle-ci se mobilise au sein de sa profession et en faisant pression sur l'Etat pour obtenir des ressources qui s'épuisent. La situation se débloque à la fin de l'année 2004. Parallèlement, les fonds continuent de se convertir au modèle actionnarial grâce auquel ils ont pu enrôler les dirigeants d'entreprise et les banquiers.

## ***D - L'effervescence collective, 2005-2007***

L'après 2005 est marqué par l'effervescence collective dans le champ du LBO français. L'afflux de liquidités, à la fois en fonds propres et en dettes, est sans précédent. Le modèle actionnarial se systématisé et les banquiers ainsi que les dirigeants deviennent moteurs dans les opérations de LBO. Le « déséquilibre écologique » ajouté à « l'alliance du risque » contribue à former une bulle spéculative : tandis que les valorisations et les leviers augmentent du fait de la concurrence, les entreprises sous LBO semblent entrer dans un « processus de cavalerie » qui n'est interrompu que par l'assèchement du crédit à l'été 2007.

### **1) L'afflux de liquidités et le déséquilibre écologique**

De 2005 à 2007, l'afflux de liquidité est impressionnant. Si l'on se reporte à la Figure 10, on constate que les levées de fonds, alors qu'elles avaient diminué jusqu'en 2004, augmentent brutalement en 2005, puisqu'elles sont multipliées par plus cinq. Elles profitent aux fonds français les plus établis, comme PAI, Axa PE, Astorg et la CDC (CF n°783, Janv. 2006). Selon les données de l'AFIC, l'afflux de capitaux provient de deux sources principales : les assurances, qui augmentent leur part de 11% environ en 2004 à 18% en 2005, mais aussi les caisses de retraites qui augmentent leur part de 10% à 22%. On peut supposer qu'il s'agit de fonds de pension puisque la part des institutionnels français passe de 77% en 2004 à 50% en 2005.

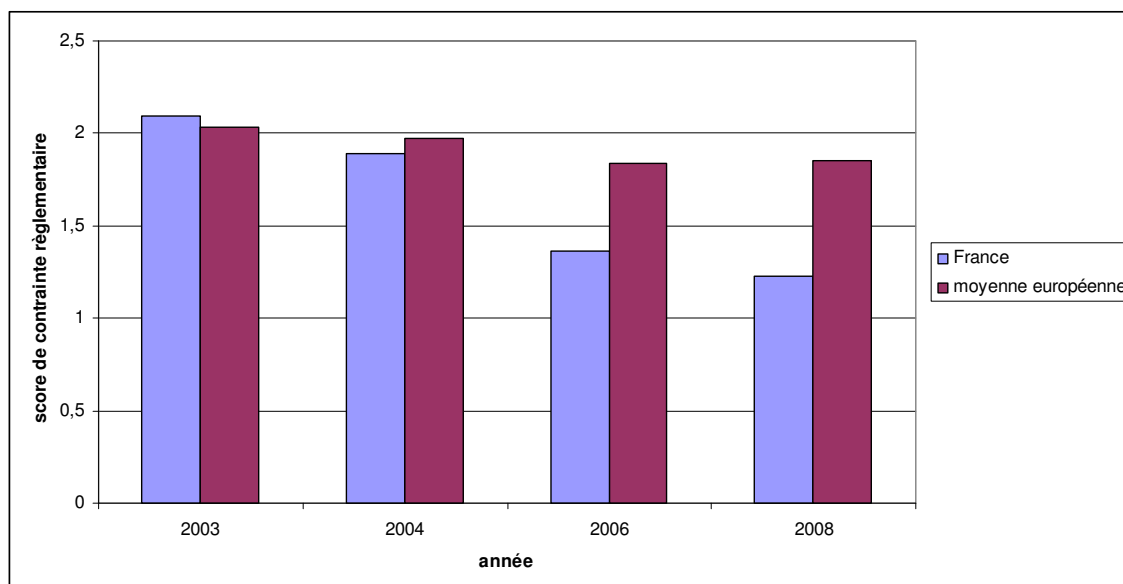
Cela ne veut pas pour autant dire que l'action de lobbying de l'AFIC n'a pas porté ses fruits. Il semble que les mesures favorables ont servi à la fois de déblocage de la situation et de *signal* envers les investisseurs mondiaux. Ainsi en novembre 2004, la firme d'information financière MergerMarket souligne que la France possède un environnement favorable au *Private Equity* (PEM n°1, Nov. 2004). En décembre 2006, KPMG et l'EVCA disent que la France est le deuxième pays le plus accueillant pour le capital-investissement en raison de la volonté des pouvoirs publics d'améliorer l'environnement légal<sup>1</sup>. De plus les compagnies d'assurance progressent les années suivantes pour devenir le premier pourvoyeur de fonds aux firmes françaises de PE en 2008. On peut vérifier l'attrait de la France pour les investisseurs institutionnels de la manière suivante. KPMG et l'EVCA publient une sorte de score de

---

<sup>1</sup> « What's-up sur le capital-investissement », *Ibid.*

contrainte réglementaire pour chaque pays de l'Union européenne en ce qui concerne le PE, où les dispositions fiscales tiennent une place prépondérante. La Figure 28 montre l'évolution de ce score.

Figure 28 : évolution du score de contrainte réglementaire de la France, 2003-2008



Source : KMPG/EVCA.

On voit que celui-ci n'a cessé de décroître durant les années 2000. Bien plus, il a décliné plus vite en France que dans les autres pays européens. A partir de 2004, l'environnement légal devient plus favorable au PE que dans les autres pays.

Cet afflux de liquidité permet aux fonds français de revenir dans la course. Alors que les actifs sous gestion des fonds américains et anglais progressent de 96% et de 106 % entre 2004 et 2008, ceux des fonds français progressent de 246% d'après les données du GSCI. Comme le montre Tableau 33, les fonds français deviennent plus compétitifs grâce à cette manne :

Tableau 33 : parts de marchés des dix premiers fonds, 2007 et 2009

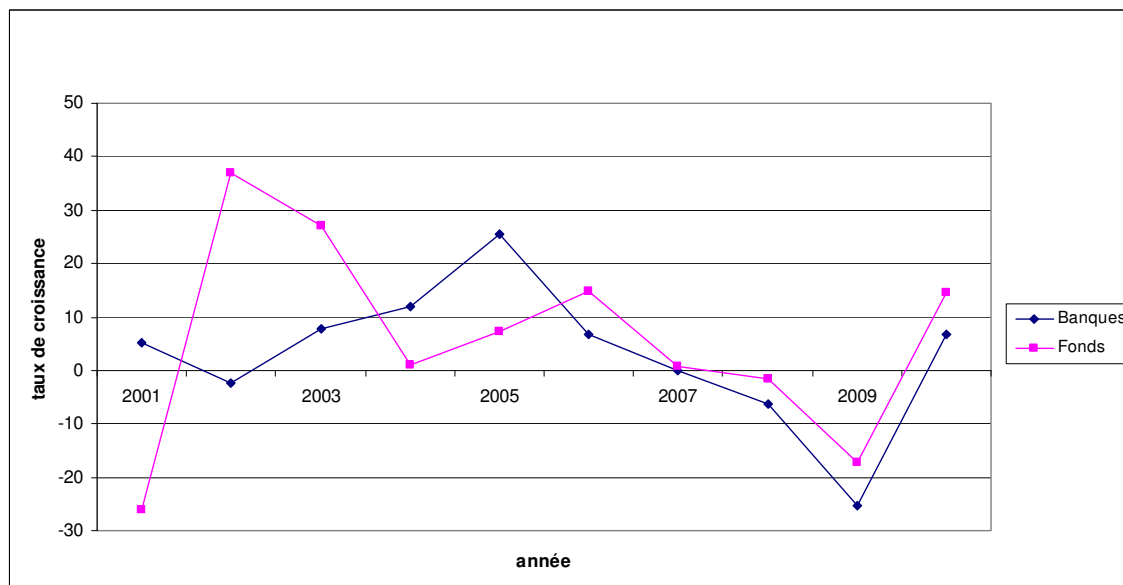
2007				2009			
Rang	Nom	Valeur	%	Rang	Nom	Valeur	%
1	Axa PE	4100	11,39	1	Pragma	290	8,86
2	Chequers	3460	9,61	2	CIC Finance	270	8,25
3	CDC	2300	6,39	3	Chequers	270	8,25
4	Eurazeo	2280	6,33	4	21 Centrale	270	8,25
5	Cinven	1500	4,17	5	Barclays PE	255	7,79
6	Pragma	1340	3,72	6	Unigrains	176	5,38
7	Astorg	1255	3,49	7	Gimv	176	5,38
8	Permira	1200	3,33	8	Atria	160	4,89
9	PAI	1200	3,33	9	LBO France	125	3,82
10	Barclays PE	1190	3,31	10	BNP Développement	107	3,27

Source : CF

Les fonds français reviennent en force menés par Axa PE qui se hisse à la première position en 2007 alors que le fonds n'était même pas placé dans le top 10 en 2001. CDC, Astorg, Chequers et Barclays PE avaient disparus du podium en 2004 et peuvent se hisser dans le top 10 en 2007.

A partir du milieu des années 2000 il y a donc afflux de liquidité en fonds propres, mais aussi en dette fournie par les banques. Celles-ci tirent parti de la possibilité de titriser les dettes LBO. Il y avait environ une trentaine de banques actives dans le LBO au début des années 2000 alors qu'il y en avait une soixantaine au milieu de la décennie. En 2005, le nombre de banques croît de 25% par rapport à l'année précédente. Comme le montre la Figure 29, il semble exister une dynamique couplée entre le nombre de banques et le nombre de fonds dans le champ du LBO.

Figure 29 : taux de croissance des fonds et des banques, 2000-2010

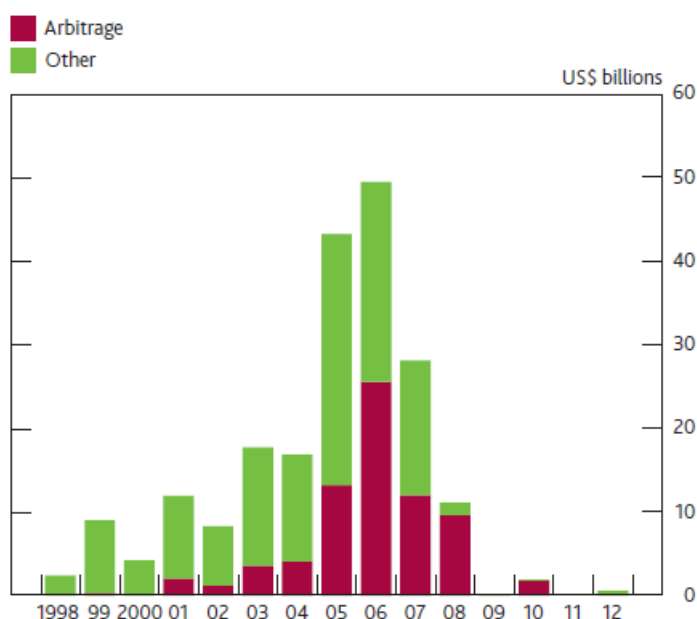


Source : CF.

La dynamique semble être la suivante : la croissance des fonds en 2002 et 2003 est suivie par celle des banques en 2003, 2004 et 2005 ; celle-ci est suivie par celle des fonds en 2005 et 2006. Le ralentissement de la croissance des banques à partir de 2005 est suivi par celui des fonds en 2006. Le nombre de banques et de fonds diminue à partir de 2007. Il semble donc que la croissance du marché des LBO soit au moins en partie tirée par les banques, conformément à l'hypothèse du contrôle écologique.

Shivdasani et Wang offrent des modèles économétriques qui montrent que la possibilité de fabriquer des produits structurés a alimenté l'explosion des LBO sur des sociétés cotées aux Etats-Unis (Shivdasani et Wang, 2011). Ce constat peut être généralisé aux autres types de sociétés et aux autres pays. Selon Blaise Ganguin S&P il y avait 7 gérants de CDO et 8 véhicules en 2000 en Europe. En 2006 il y a 63 gérants et 143 véhicules (CF HS, Déc. 2006). On peut évaluer l'extension de ce phénomène de plusieurs manières. On peut d'abord voir que l'explosion des CLO est corrélée avec l'explosion des LBO comme le montre la Figure 30.

Figure 30 : émissions de CLO en Europe, 1998-2012



Source : Bank of England.

Selon la Banque d'Angleterre, l'émission de CLO dans la zone euro s'élevait à peu près à 3 milliards de dollars en 1998, contre 50 Milliards de dollars en 2007. Celle-ci est retombée à 3 milliards en 2010. Parmi ces CLO, il existe des *cash CLOs* correspondant plus à un modèle bancaire de prêteur et des *arbitrage CLOs* correspondant plus à un modèle industriel de prêteur. Ces CLO d'arbitrage sont apparus en 2001 en Europe et ont constamment augmenté jusqu'en 2006 où ils représentaient à peu près la moitié des émissions<sup>1</sup>. On peut aussi évaluer ce phénomène en regardant quels sont les acteurs les plus importants dans la communauté du LBO français. On se rend compte que les banques les plus investies dans le marché changent selon la conjoncture économique. En 2001, ce sont les banques plutôt régionales : Crédit Agricole, Caisse d'Epargne et Banque Populaire, qui sont les plus présentes. En 2004 et 2007, il s'agit des banques plutôt nationales: BNP Paribas, Société Générale et Crédit Lyonnais. BNP Paribas en particulier -qui est la banque *leader* en matière de titrisation de prêts LBO- passe de la 10<sup>ème</sup> place en 2001 à la première place en 2004 et 2007, et retombe à la 5<sup>ème</sup> place en 2009. Une trajectoire quasiment inverse est effectuée par le Crédit Agricole

<sup>1</sup> Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Vol. 53, n°1, 2013, p. 40.

(duquel on a exclu Calyon, co-leader dans la titrisation) : cette banque passe de la première place à la 5<sup>ème</sup> place de 2001 à 2004 et de la cinquième place à la première place de 2007 à 2009.

## **2) Le modèle actionnarial et l'alliance du risque**

Après avoir été consacré et rendu cohérent au début des années 2000, le modèle actionnarial du LBO devient le modèle de référence à partir du milieu des années 2000. Selon un de ses promoteurs, Christopher Mazek d'Industri Kapital : « le modèle était vraiment très simple : achat, optimisation, *build-up*, revente en LBO secondaire ». Le modèle actionnarial a été légitimé par l'élite du capital-investissement français. Nous pouvons donner une image de cette légitimité en regardant quels sont les fonds qui ont reçu le plus de prix dans les cérémonies organisées par CF et PEM à partir de 2006. Le Tableau 34 présente une modélisation du nombre de prix reçus en fonction de certains attributs des fonds.



Tableau 34 : régression de Poisson sur le nombre de prix reçus

Variable	Coefficient	Ecart-type	p
Ordonnée à l'origine	-2,62	0,92	<0,005
log(Actifs)	0,17	0,47	NS
Age	0,03	0,02	NS
Age <sup>2</sup>	-0,0001	0,0002	NS
Spécialisation secteur non	ref	ref	ref
Spécialisation secteur oui	-0,06	0,04	NS
Spécialisation LBO non	ref	ref	ref
Spécialisation LBO oui	-1	0,4	<0,05
Nationalité Française	ref	ref	ref
Nationalité Américaine	-17,56	4860	NS
Nationalité Anglaise	-0,46	0,51	NS
Nationalité Continentale	-19,65	8094	NS
AFIC	ref	ref	ref
EVCA	0,85	0,38	<0,05
PEGCC	-16,71	1007	NS
UNICER	0,68	1,12	NS
Propriétaire associés	ref	ref	ref
Propriétaire finance	0,95	0,41	<0,01
Propriétaire banque	0,62	0,45	NS
Propriétaire traditionnel	-17,25	2941	NS
Activisme moyen	ref	ref	ref
Activisme fort	-0,05	0,38	NS
Activisme faible	-1,28	0,47	<0,001
Déviance résiduelle : 94,21; ddl = 143			
Pseudo R <sup>2</sup> = 0,43			
N = 161			

On constate que les attributs des fonds qui sont associés avec le nombre de prix reçus sont la spécialisation, le type de propriétaire, l'association professionnelle et le degré d'activisme. Les fonds spécialisés uniquement dans le LBO reçoivent moins de prix que les fonds généralistes. Les fonds qui appartiennent à un acteur du secteur financier reçoivent plus de prix que les indépendants. Les fonds qui appartiennent à l'EVCA reçoivent plus de prix que les fonds qui sont uniquement à l'AFIC. Enfin, les fonds dont le degré d'activisme est faible reçoivent moins de prix. Ces deux dernières variables montrent que la légitimité dans le champ du LBO français est liée à la promotion du modèle actionnarial. En particulier, toutes choses égales par ailleurs, les fonds peu activistes (qui ne prennent pas de positions majoritaires et qui ne siègent pas au CA) reçoivent entre deux et trois fois moins de prix que les fonds dont l'activisme est « moyen » ( $e^{-1,28}$ ). On peut donc tracer le portrait robot des fonds célébrés par la profession : il s'agit de fonds généralistes opérant à l'échelle nationale et

européenne et faisant preuve d'un certain activisme et dont l'exemple par excellence est Axa PE. Cela nous permet de préciser l'identité de notre « élite parisienne ». Axa PE, Barclays PE et Initiative & Finance ont reçu trois prix à partir de 2006. Parmi les fonds qui ont reçus deux prix on compte : 3i, Astorg, Atria, Ciclad, Eurazéo, LBO France, Siparex... On ne trouve bien évidemment aucune trace de CD&R ou de BNP Développement. Cette légitimité du modèle actionnarial est aussi indiquée par l'accession des fonds pan-européens à la présidence de l'AFIC : Barclays PE en 2005, Eurazéo en 2006, Apax en 2007.

De plus, à partir du milieu des années 2000 on peut dire que grâce à ce modèle actionnarial, le LBO ne rencontre plus vraiment d'opposition chez les banquiers ni même chez les dirigeants des grandes entreprises<sup>1</sup>. Ces acteurs deviennent même moteurs dans les opérations de LBO soit en se proposant comme candidats à la reprise d'une entreprise ou d'une filiale (pour les cadres dirigeants), soit en proposant aux fonds tout nouvel instrument de financement qui leur permettra de « gagner la course au *deal* » (pour les banquiers). La relation de pouvoir défavorable aux dirigeants d'entreprise dans le déroulement du LBO a pu se rééquilibrer à la faveur du modèle actionnarial. Au moins une partie d'entre eux ont pu surmonter leur situation de marginalisation mise au jour dans le Chapitre I. Durant les années 2000, les dirigeants d'entreprise sous LBO se sont entourés de conseils spécialisés, notamment dans la négociation des *management packages*. A titre d'exemple on peut citer la firme Callisto, fondée en 2004 par le polytechnicien Hervé Couffin, un ancien de PAI Partners. Des clubs de dirigeants sous LBO ont aussi été créés pour leur permettre d'échanger leurs expériences. On peut ainsi citer Trèfle, créée à l'initiative d'Olivier Legrain (Matéris) et de Frédéric Sanchez (Fives-Lille) et le Club LBO créé par Philippe du Mesnil (Ceva Santé Animale) et Hubert François (Nutriox) (CF HS, Sept. 2005). Le Tableau 35 donne les membres du Club Trèfle.

---

<sup>1</sup> La situation est plus incertaine pour les dirigeants des petites entreprises.

Tableau 35 : membres du club Trèfle

Nom	Entreprise	Nombre (connu) de LBO	Actionnaires	Diplômes
Xavier Decelle	Picard Surgelés	3	Candover, Montagu PE, Astorg, BC Partners, Lion Capital	?
Hervé Gastinel	Terréal	2	Carlyle, Eurazéo, LBO France	ESSEC, ENA
Olivier Legrain	Matéris	3	CVC, Advent, Carlyle, LBO France, Wendel	Mines, ENSAE
Olivier de la Morinière	Fraikin	2	Eurazéo, UI, Pragma, CVC	X-Ponts
Georges Plassat	Vivarte	2	PAI, Charterhouse	Ecole hôtelière de la Haye, Cornell
Stéphane Richard	Nexity	1	CDC, LBO France, Lehman Brothers	HEC, ENA
Frédéric Sanchez	Fives-Lille	2	Barclays PE, Charterhouse	HEC, IEP
François Varagne	Antargaz	1	PAI	HEC
Jean-Paul Villot	Néopost	1	BC Partners	Mines, IAE

Source : CF HS, Sept. 2005.

Ces dirigeants d'entreprise ont des parcours variés qui reflètent tout de même les caractéristiques plus générales de l'élite économique française. Leur point commun est d'avoir eu comme actionnaires des fonds qui opèrent selon le modèle actionnarial et qui sont bien intégrés dans le champ du LBO français, en particulier la PAI, LBO France et Eurazéo. Surtout, nombre d'entre eux ont réalisé plusieurs LBO sur leurs entreprises. Ces dirigeants ont même créé leur propre fonds de capital-risque, suivant l'exemple de Noël Goutard qui avait créé son fond NG Investments en 2001. *Capital Finance* évoque une « émancipation » des dirigeants : « si des historiens se penchent un jour sur l'histoire du LBO en France –il n'est pas interdit de rêver- nul doute qu'ils situeront en 2004 le moment où le poids des managers a véritablement commencé à se faire sentir dans le montage des opérations » (CF HS, Nov. 2004, p. 40). Les dirigeants peuvent désormais faire valoir leurs informations internes et leurs compétences stratégiques pour obtenir de meilleures conditions lors de la vente et de la revente, ce qui favorise leur enrichissement dans un contexte économique porteur (croissance

de l'économie et des marchés financiers). Selon CF, en 2006, les dirigeants peuvent capter jusqu'à 30% de la plus-value de cession (CF HS, Juin 2006).

La presse évoque souvent ces richesses accumulées de manière rapide, d'autant que l'accumulation de richesse peut être répétée grâce aux LBO bis. Au sommet de la bulle du LBO, *Capital Finance* écrit : « une nouvelle génération de *serial entrepreneurs* est apparue avec le phénomène *buy-out* secondaires et tertiaires. Bâtissant des fortunes rapides grâce à une conjoncture favorable, elle suscite aussi l'envie, voire la jalousie des patrons de grands groupes cotés en Bourse » (CF HS, Juillet 2007, p.22). Le journal cite Hervé Gastinel de Terreal, Philippe du Mesnil de Ceva ou bien Phillippe Millet de Bonna Sabla. Tous ces dirigeants ont pour point commun d'avoir travaillé avec des grands fonds d'investissement opérant selon le modèle actionnarial<sup>1</sup>. *L'Express* évoque le cas du « jackpot » des huit dirigeants de Convertteam : ceux-ci ont gagné 700 millions d'euros en seulement 3 ans, dont ils ont réinvesti 310 millions dans un second LBO. De plus, le président du directoire de Rexel, entreprise détenue alors par les fonds américains CD&R et Merrill Lynch PE, s'est vu attribuer la 4<sup>ème</sup> place des patrons les plus rémunérés en 2007 selon Proxinvest<sup>2</sup>. Un cadre dirigeant de RéseauDistribution (dont nous allons parler au Chapitre V) résume son expérience de cette manière :

Avec [un collègue] on avait tous les deux 40 ans, on sentait le truc à faire. On connaissait un camarade qui l'avait fait, il avait gagné beaucoup d'argent. On avait l'opportunité. Le propriétaire américain de [l'entreprise visée] avait fait faillite. On avait l'opportunité, l'entreprise était de taille importante, 500 millions de CA. C'était en 2002-2003, c'était le boom du LBO. On était trois copains, moi j'étais président de [d'une entreprise], [le collègue] était DG, [un ami] était consultant. On s'est dit que c'était le temps. Donc c'était ça l'idée, le projet on l'avait, on s'est mis à faire le tour des fonds d'investissement.

Q : Vous connaissiez des gens qui avaient fait du LBO ?

Oui [cet ami] avait un copain qui avait fait fortune comme ça, il avait fait un LBO 3 ou 4 fois de suite parce que ça avait bien marché. Il s'appelle X. Là il est sur [une autre entreprise phare sous LBO]. Les premiers LBO on en a vu dans les années 1997-1998. Lui l'avait fait sur une filiale [d'un grand groupe français]. [Le patron] vend cette filiale, et lui il ressort avec 150 millions, ça fait réfléchir. Nous on était une filiale de [ce grand groupe] aussi, on a été revendu à un Américain. On était une société saine.

Q : Donc le LBO c'était à la mode ?

---

<sup>1</sup> C'est-à-dire : Carlyle, Eurazéo, LBO France, Industri Kapital, Euromezzanine, Natixis PE, Axa PE.

<sup>2</sup> « Comment la crise touche aussi les LBO », *L'Express*, 22 Mai 2009.

C'est devenu public. A cette époque il n'y avait que des *success stories*. Après la crise d'Internet l'économie a boomée. Tous les LBO marchaient. D'ailleurs à cette époque le LBO est devenu un métier, beaucoup de fonds se sont créés. C'était une vague porteuse (entretien avec un cadre dirigeant, 08/06/11).

Mais il reste un élément, et non des moindres, à élucider : puisque le modèle actionnarial du LBO, en particulier dans sa version française, vise l'expansion, où les investisseurs et les dirigeants trouvent-ils l'argent pour financer cette croissance ? En effet, dans le modèle bancaire du LBO, la dette d'acquisition est remboursée avec les *cash-flows* que l'entreprise dégagne de son activité opérationnelle. Il s'ensuit qu'il ne reste pas beaucoup d'argent pour investir ou pour procéder à des acquisitions, bref pour grossir. C'est là qu'interviennent les banquiers grâce à leur activité d'innovation financière. Dans le modèle industriel de prêteur, le crédit est accordé si la banque peut ensuite fabriquer des produits structurés qu'elle vend à d'autres parties. Or, les types de dettes innovantes, comme les tranches B et C de la dette senior, la dette mezzanine, la dette second-lien, etc. ont cette spécificité qu'elles ne sont pas amortissables : elles sont remboursables *in fine*. De plus, à mesure que l'on descend dans la hiérarchie de la dette, la maturité de celle-ci s'allonge (voir le Tableau 36 :

Tableau 36 : types de dettes LBO, ca. 2007

<b>Dette</b>	<b>Rang</b>	<b>Tranche</b>	<b>Durée</b>	<b>Remboursement</b>	<b>Rémunération au dessus de l'Euribor</b>
Senior	Senior	A	7 ans	Amortissable	200-225 pdb
Senior	Senior	B	8 ans	In fine	250-275 pdb
Senior	Senior	C	9 ans	In fine	300-325 pdb
Senior	Senior	D	10 ans	In fine	375-400 pdb
Second-lien	Senior second rang	NC	> 10 ans	In fine	475-600 pdb
Mezzanine	Junior	Senior	> 10 ans	In fine	900-1000 pdb
Mezzanine	Junior	Junior	> 10 ans	In fine	900-1000 pdb

Source : AFIC, *Fiche thématique n°30*, Février 2007

Par exemple la tranche A de la dette senior est remboursée à 7 ans, tandis que la dette second-lien est remboursée à 10 ans. Dans certains types de dette, comme les notes *Pay-In-Kind* (PIK), ou la tranche D de la dette senior, les intérêts ne sont même pas remboursés avant maturité. Ces dettes possèdent donc la double propriété remarquable qu'elles repoussent le paiement de l'argent le plus loin possible et qu'elles sont corrélativement plus risquées. La première propriété permet d'affecter les *cash-flows* à l'activité opérationnelle, tandis que la deuxième propriété assure des taux d'intérêts élevés. La première propriété permet de satisfaire les dirigeants d'entreprises, tandis que la deuxième propriété permet de satisfaire les banquiers. Les investisseurs sont aussi satisfaits car l'empilement des dettes augmente l'effet de levier qui optimise le TRI.

Le modèle actionnarial a donc changé de manière essentielle les intérêts de chaque acteur et leurs relations mutuelles. En effet, dans le modèle bancaire, on a affaire à une « alliance prudentielle » entre les dirigeants et les banquiers pour contenir l'effet de levier : les dirigeants préfèrent affecter la trésorerie à la croissance interne ou externe et éviter de payer de fortes mensualités tandis que les banquiers préfèrent simplement être remboursés. Or, pour une société donnée, plus la dette est importante, plus cette probabilité est faible (ceci est particulièrement valable pour les petites entreprises ou pour les entreprises dont le secteur est soumis à une forte cyclicité). Dans le modèle actionnarial, l'alliance prudentielle des banquiers et des dirigeants est donc remplacée par une *alliance du risque* entre les trois acteurs. Ainsi on peut dire que l'endettement encouragé par la titrisation a permis de réaliser les rêves de croissance des dirigeants que leur ont vendu les financiers, au prix de la formation d'une bulle du crédit.

### **3) La formation d'une bulle spéculative**

Le déséquilibre écologique, dû à la mobilisation des fonds, et l'alliance du risque, due à l'adoption du modèle actionnarial, sont les conditions structurelles qui contribuent à former une bulle spéculative dans le champ du LBO.

#### **a) L'accélération**

L'afflux de liquidité et la convergence des intérêts au sein du champ du LBO provoquent l'emballement du marché. Celui-ci fonctionne en « régime de croisière » selon le mot de Gonzagues de Blignières (CF HS, Juin 2005, p. 28). La concurrence s'intensifie

encore plus, ce qui entraîne une augmentation des valorisations des cibles et des effets de leviers des opérations ainsi qu'une dégradation de la qualité des prêts.

La concurrence à laquelle se livrent les fonds s'intensifie car les processus d'enchères, habituellement réservés aux gros LBO, se diffusent dans tous les segments. « Où va le marché? En cette période d'euphorie où l'argent coule à flots, personne ne semble s'en soucier » (CF HS, Juin 2005, p.28). Xavier Moréno (Astorg) estime que « le pari sur le maintien des niveaux de levier actuels lors de la revente est devenu périlleux. Réaliser sa plus-value à l'entrée grâce à un prix d'achat intéressant est presque devenu impossible, vu la concurrence ! Comme il y a dix à vingt fonds en lice sur chaque *deal*, les enchères s'organisent comme un "*speed dating*"! On ne peut donc plus compter sur un différentiel positif de multiple entre l'entrée et la sortie pour générer le TRI » (CF HS, Juin 2005, p. 6). Le marché fusionne en tous sens : les gros fonds pénètrent les segments plus petits, la frontière entre dette et capital s'estompe et les fonds de capital-développement et même de capital-risque investissent largement dans le LBO. Considérée comme une vache à lait, l'entreprise Frans Bonhomme est rachetée pour la quatrième fois consécutive en seulement 10 ans. « Les tabous tombent dans le non coté » (CF HS, Juil. 2006, p. 8). Par exemple les fonds ont de plus en plus recours à la recapitalisation, ce qui équivaut à s'endetter pour extraire de la valeur de l'entreprise via des dividendes versés à l'actionnaire. Des LBO sont réalisés sur des entreprises cycliques ou naissantes. De plus, l'afflux d'argent ainsi que le modèle actionnarial font désormais vivre toute une écologie de professionnels autour du LBO comme des avocats d'affaires, des comptables, des consultants en stratégies et en organisation, des banquiers d'affaires, des intermédiaires en tous genres.

Il semble que la concurrence se soit concentrée dans le *mid-market*, notamment le segment UMC, coincé entre les grandes entreprises et les petites entreprises (100-200 millions d'euros de valeur d'entreprise). Le Tableau 37, montre que, en effet, c'est le segment MC et surtout UMC qui a le plus grossi entre 2004 et 2007.

Tableau 37 : proportion d'opérations dans chaque segment, 2001-2009

%	2001	2004	2007	2009	Variation du nombre (%) 2004-2007	Variation du nombre (%) 2007-2009
SC	33,33	46,53	39,57	60,24	17,03	-94,54
LMC	12,50	18,81	14,39	22,89	5,26	-45,00
MC	25,00	11,88	14,39	13,25	66,66	150,00
UMC	4,17	8,91	15,83	3,61	144,44	-13,63
LC	25,00	13,86	15,83	0,00	57,14	NA

Source : CF.

Alors que la proportion de *deals* est très inégalement répartie dans les segments jusqu'en 2004, en 2007 elle s'égalise. En 2009, la structure écologique du champ se déforme au profit des segments bas du marché et les gros *deals* sont éliminés. Le segment UMC gonfle et se dégonfle de 2004 à 2007. Le nombre de *deals* dans ce segment progresse de 144% de 2004 à 2007. Pour prendre la mesure de la concurrence, on peut aussi prendre appui sur la distribution écologique des fonds d'investissement mise au jour dans le chapitre précédent et calculer des coefficients de compétition à l'intérieur des segments et entre les segments (voir Annexe D et H). De 2002 à 2007, la compétition était plus intense dans le segment UMC en interne et dans le segment MC en externe. Voici comment les coefficients de compétition moyens ont évolué au cours de la décennie (Tableau 38) :

Tableau 38 : évolution des coefficients de compétition moyens, 2001-2009

	2001	2004	2007	2009	Variation du coefficient (%) 2004-2007	Variation du coefficient (%) 2004-2009
SC	0,005	0,027	0,034	0,064	23	90,23
LMC	0,002	0,03	0,029	0,063	-4,98	120,64
MC	0,009	0,013	0,034	0,029	153,03	-14,05
UMC	0,005	0,013	0,044	0,009	253,3	-79,47
LC	0,012	0,022	0,046	0	107,16	NA

Source : CF.

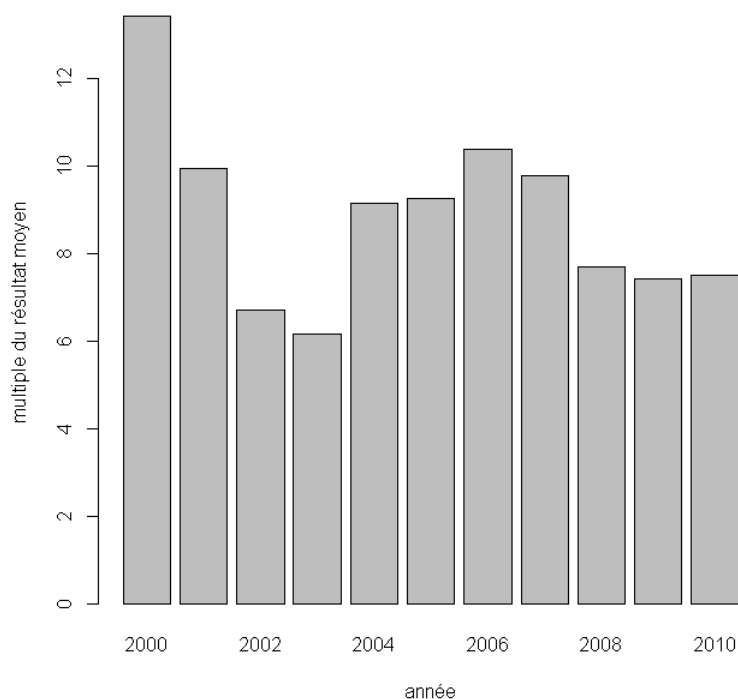
On constate que les segments les plus concurrentiels en 2001 et 2004 sont les segments LC et SC (seulement en 2004). Mais en 2007 il s'agit des segments LC et UMC. Ceux-ci redeviennent peu ou pas concurrentiels en 2009. Entre 2004 et 2007, les segments qui deviennent plus concurrentiels sont les segments MC et surtout UMC où la compétition progresse de 253%. En 2000, PEM fait publier un article intitulé « le *mid-market* à couteaux



tirés » où il définit celui-ci comme les *deals* majoritaires d'une valeur de 50 à 500 millions d'euros. L'article évoque « des pratiques contestables. Des banquiers qui poussent à la roue. Une confidentialité quasi inexistante. Et au final, la performance qui chute ». Selon un intervenant « c'est la jungle, on constate une sauvagerie dans les *deals* et on passe notre temps à grimper au cocotier », tandis qu'un autre parle des banques d'affaires comme « une profession de menteurs » (PEM n°5, Mai 2005).

Les banques se trouvent elles-mêmes en concurrence pour prêter aux fonds. En novembre 2005, CF indique : « cette course contre la montre, réduisant déjà les *due diligences* à la portion congrue, conduit surtout à accentuer la surenchère sur les prix. Mais ce ne sont pas les financiers, via leur mise en *equity*, qui mettent davantage sur la table. Ce sont leurs banquiers. Et pour cause : ces derniers se bousculent au portillon pour en être, tant le *leveraged finance* représente une activité hautement lucrative pour leurs bilans » (CF HS, Nov.2005, p. 3). La conséquence de la concurrence généralisée est la montée des valorisations et des leviers. La Figure 31 montre l'évolution des valorisations (multiples du résultat) dans le champ du LBO :

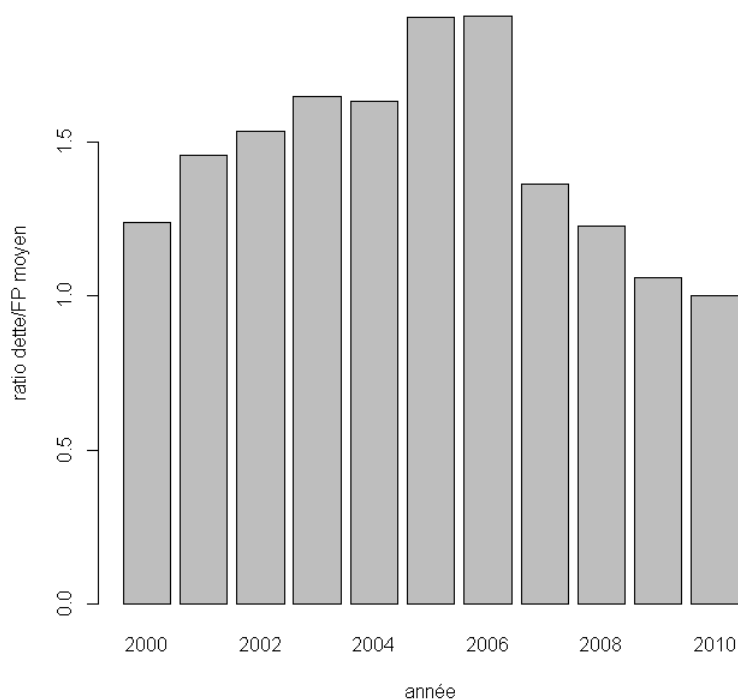
Figure 31 : évolution des valorisations, 2000-2010



Source : CF.

On peut constater que les valorisations étaient déjà très élevées en 2000 puisque les entreprises étaient évaluées à 12 fois leur résultat opérationnel. Les valorisations chutent jusqu'en 2003 puis commencent à remonter pour atteindre un pic en 2006 à plus de dix fois l'EBITDA. Les valorisations les plus élevées sur la période 2001-2009 étaient dans les segments LC avec des multiples de 9 environ et UMC avec des multiples de 11 environ (Annexe H). La Figure 32 montre l'évolution de l'effet de levier (ratio dette/fonds propres) sur la période.

Figure 32 : évolution de l'effet de levier, 2000-2010



Source : CF.

Alors que le ratio dette/fonds propres n'était que de 1,25 en 2006, il progresse continuellement pour atteindre un pic en 2005 et 2006 à 2 environ et s'effondrer de 2007 à 2010. Toutes choses égales par ailleurs, les opérations de 2005 et 2006 augmentent l'effet de levier de 1,38 et 1,48 points par rapport à 2001 (Annexe F). Sur la période 2001-2007, il était le plus élevé dans les segments LC et UMC avec 2,27 points de dette pour 1 point de fonds propres (Annexe H).

Les banques sont tellement désireuses de prêter aux fonds qu'elles acceptent toutes sortes de conditions favorables aux débiteurs. De ce fait, la qualité des montages se dégrade. Selon Fitch la dette représentait 4,3 fois l'EBITDA des cibles en Europe en 2001 tandis qu'elle représentait 5,5 fois cette grandeur en 2005. En 2003, seulement 16% des dettes LBO étaient notées B, c'est-à-dire la catégorie « très spéculative », alors qu'elles étaient 75% à l'être en 2005. Selon CF, les tranches non amortissables représentent 75% des financements LBO en 2006 (CF HS, Juin 2006). Cette évolution profite aux mezzaneurs qui prennent de

plus en plus de place dans les montages. Au début des années 2000 ceux-ci représentaient entre 10 et 25% des acteurs du champ du LBO (suivant le mode de comptabilisation) alors qu'en 2008 ils représentaient environ 19 et 35%.

Les évocations d'une bulle possible poussent les investisseurs et d'autres experts à en nier l'existence. Ainsi Dominique Peninon d'Access Capital Partners: « il existe certes une vulnérabilité plus grande des opérateurs mais il y a peu de risques qu'une bulle explose, comme ce fut le cas avec les technologies »<sup>1</sup>. En 2006, les experts calment les esprits dans *Capital Finance*. Pour Pascal Quiry d'HEC, trois raisons font que la bulle n'est pas là : le risque est contenu grâce à l'utilisation de la titrisation, les LBO secondaires s'apparentent à l'échange d'actions et les recapitalisations permettent de maintenir la pression opérationnelle sur le management (CF n°800, Mai 2006).

### **b) La logique de la bulle**

Nous pouvons désormais tenter d'expliquer la logique de la bulle du LBO. Même si des zones d'ombre subsistent, on peut dire que la mobilisation collective de l'élite parisienne ainsi que l'adoption et la traduction du modèle actionnarial par elle ont fait bifurquer le champ du LBO. Un déséquilibre écologique s'est créé entre des capacités de financement fortement croissantes auxquelles ne correspondaient pas le stock d'entreprises disponibles pour un LBO, ce qui est décrit par l'adage « *money chases companies* ». De plus, le modèle actionnarial porté sur « la croissance » a substitué l'alliance du risque à l'alliance prudentielle dans le jeu à trois du LBO. Voici donc les *causes* de la bulle du LBO qui a fait entrer le champ dans un régime d'instabilité systémique à partir de 2005. Plus incertain est *l'élément déclencheur* qui a entraîné la chute du LBO. Une hypothèse est que ce régime d'instabilité a créé ce que Paul Jorion appelle un « processus de cavalerie » ou ce que Robert Shiller appelle une « pyramide de Ponzi spontanée » (Jorion, 2007a ; Shiller, 2009). Cette dynamique a été en partie identifiée par l'analyste Christophe Nijdam en 2006<sup>2</sup>. Pour comprendre ce processus de cavalerie, il faut rappeler que le LBO contient une fragilité intrinsèque et qu'il est soumis à une dynamique d'épuisement.

---

<sup>1</sup> « What's up sur le capital-investissement en 2012 », *Ibid.*

<sup>2</sup> « Les *serial LBO* sont-ils des pousse-au-crime ? », *Le nouvel économiste*, 15 Septembre 2006.

Comme expliqué en introduction, le LBO repose sur l'auto-financement de la dette et sur l'effet de levier. L'auto-financement consiste en ceci que le remboursement de la dette d'acquisition est assuré par l'activité de l'entreprise acquise elle-même. L'effet de levier consiste en ceci que la rentabilité financière de l'opération est démultipliée à la condition que la rentabilité économique de l'entreprise soit supérieure au taux d'intérêt du prêt contracté pour l'acquérir. De cette double mécanique naît une double fragilité intrinsèque. La première fragilité, évidente, est que si l'entreprise ne dégagne pas un flux de trésorerie suffisant, la dette n'est pas remboursée. La deuxième fragilité, moins évidente, se produit quand le taux d'intérêt devient supérieur à la rentabilité de l'entreprise, soit que les taux aient augmenté, soit que la rentabilité ait diminué, ou bien les deux (cas de l'« effet ciseau »). Dans ce cas, ce n'est pas le gain qui est démultiplié, mais la perte (cas de l'« effet massue »). L'effet de levier agit donc comme une *amplification* d'un phénomène sous-jacent. Tous les investisseurs en LBO sont soumis à cette double fragilité qui leur impose un risque. Les investisseurs qui opèrent selon le modèle bancaire sont plus exposés à ce risque en théorie car ils achètent de petites entreprises – fortement exposées aux chocs du marché. En contrepartie, ils répartissent ce risque sur un plus grand nombre d'entre elles. S'il s'agit d'entreprises matures de taille plus grande (à faible croissance), le fort risque financier est remplacé par un faible risque économique. Or le modèle actionnarial ne recouvre pas ces deux cas de figure, puisque le risque est concentré sur un nombre moins élevé d'entreprises, et que l'activisme consiste à faire croître l'entreprise, ce qui consomme de la trésorerie.

La nature « auto-limitée » du modèle actionnarial provient de la volonté d'agir sur les deux autres sources de création de valeur actionnariale que sont l'arbitrage de multiple et l'amélioration des profits, plus que l'effet de levier. L'arbitrage de multiple consiste à parier sur le fait que le prix des entreprises sous LBO va augmenter. L'augmentation du chiffre d'affaires par croissance organique des ventes consiste à parier que les clients de l'entreprise eux-mêmes croissent (en taille ou en nombre). L'augmentation du profit par réduction des coûts consiste à parier que l'on trouvera toujours des sources d'économies. L'utilisation de toutes ces stratégies de croissance requiert l'investissement et donc demande de repousser le remboursement de la dette à plus tard. Mais chacune de ces stratégies contient des *limites internes* qui rendent la croissance insoutenable et donc le remboursement de plus en plus

irréalisable à mesure qu'il est différé dans le temps<sup>1</sup>. L'augmentation mécanique du multiple par l'accroissement démographique s'épuise quand le nombre d'entrants sur le marché stagne puis diminue. La croissance organique des ventes trouve une limite dans la taille du marché de l'entreprise, tandis que la réduction des coûts de production trouve une limite dans la quantité de « *slack* » organisationnel disponible. Voilà pourquoi les LBO bis sont moins rentables que les LBO primaires et pourquoi on a affaire à une baisse tendancielle du TRI (ainsi que du multiple) depuis les années 1980 (Figure 24).

On peut illustrer le processus de la cavalerie par l'idée d'un LBO secondaire que l'on finance par le biais de notes de PIK. Les LBO secondaires consistent à revendre l'entreprise à un autre fonds, tandis que les notes PIK sont des instruments de dettes très risqués qui ont cette spécificité que non seulement le principal et les intérêts sont non-amortissables, mais que les intérêts se cumulent au cours du temps. A chaque changement de main dans le cadre d'un LBO bis, le prix des entreprises augmente, ce qui rend la stratégie d'arbitrage de multiple attractive. Mais lorsque l'entreprise est rachetée une seconde fois, les sources d'économies sont rares. Il s'agit alors de développer la « *top-line* » par croissance externe ou organique, et donc d'affecter la trésorerie à cet usage en prenant une dette remboursable *in fine*. A partir de là, le remboursement de la dette devient dépendant non pas du revenu actuel mais du revenu tel qu'il sera valorisé dans l'avenir. Autrement dit, *le remboursement de la dette devient dépendant des anticipations positives de prix*. Si ces anticipations positives de prix ne se réalisent pas –s'il y a une baisse des multiples de valorisation, la holding de reprise voit la valeur de ses actifs fondre en comparaison avec celle de sa dette qui reste inchangée. Dans le cas des notes PIK, les actifs fondent en même temps que la dette *augmente*. Cet effet de ciseau est amplifié à la mesure de l'effet de levier.

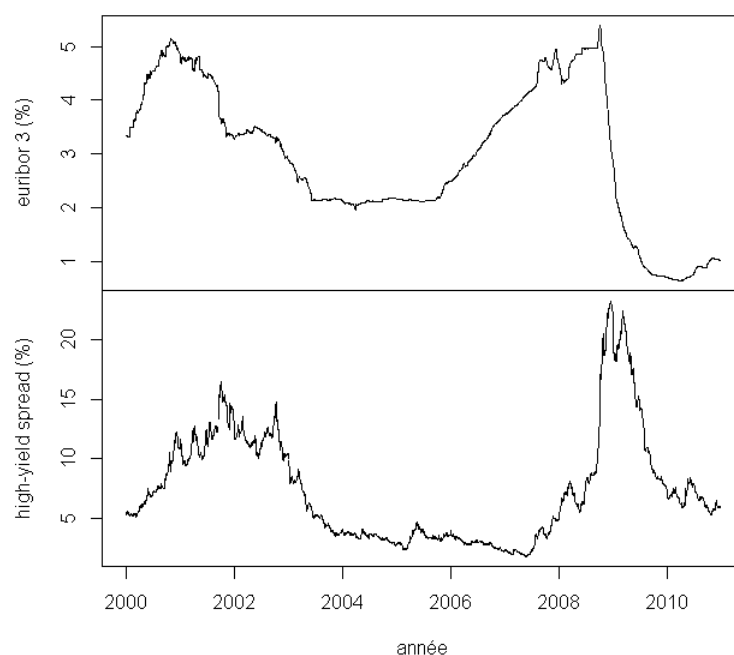
L'hypothèse est donc que les entreprises sous LBO ont subi un tel effet de ciseau. A partir de 2005, la BCE suit la Fed dans le relèvement de son taux directeur ce qui se répercute sur l'Euribor. Or les dettes LBO sont à taux variables, indexées sur l'Euribor. Il s'ensuit que les entreprises sous LBO faisaient face à des échéances de plus en plus élevées. C'est vraisemblablement pourquoi les agences de notation s'attendaient à ce que les défauts augmentent et tiraient la sonnette d'alarme. Parallèlement, les multiples cessent de monter en décembre 2006. Si les entreprises sont dans un processus de cavalerie tel que nous l'avons

---

<sup>1</sup> Du moins, si les créanciers réclament leur dette, ce qui semble plus que vraisemblable.

décrit, la chute est inéluctable à partir de ce moment puisque l'on sait que le revenu anticipé ne suffira pas à rembourser le prêt. On peut s'en sortir en taillant dans la structure de coûts mais les sources d'économies sont probablement déjà épuisées. Malgré cela, les banques continuent de prêter aux LBO, comme le montre la divergence entre l'Euribor et la prime de risque sur les financements LBO de 2006 à 2007 (Figure 33).

Figure 33 : Euribor 3 mois et High-yield spread, 2000-2010



Source : Banque de France et BofA Merrill-Lynch.

Les banques ne relèvent leur prime de risque qu'en août 2007 et révisent complètement leurs anticipations en 2008. Elles demandent alors des intérêts tels que les opérations ne peuvent plus être montées et que les entreprises sont condamnées à plonger. A cela on peut ajouter des considérations de nature déontologique. Certains commentateurs comme Christophe Nijdam font valoir que le travail d'analyse sur la qualité de la cible réalisé par les investisseurs et les banquiers a été bâclé. Ces pratiques ont pu être favorisées par l'abondance de liquidité due notamment à la titrisation, qui permettait de sortir de la cible avant le remboursement, pour ce qui est des investisseurs ; et qui permettait de se débarrasser du

risque de crédit, pour ce qui est des banquiers. Christophe Tournier de la Banque de Vizille estime ainsi : « [...] la pression de la liquidité avait fini par balayer toute forme d'analyse financière pour laisser la place à une sophistication totalement artificielle du marché de la dette. La structure des montages a été ainsi « poussée au crime » par la surliquidité en s'orientant massivement vers les tranches de prêts *in fine* offertes par les CDO. De ce fait, la structuration de ces rachats d'entreprises a été progressivement déconnectée de la réalité des *cash-flows* »<sup>1</sup>. Selon *Private Equity Magazine*, des banquiers affirment qu'ils n'auraient pas financé certains *deals* s'ils avaient dû les garder dans leurs bilans (PEM n°28, Sept. 2007).

Il est utile de commenter ces résultats avec ceux obtenus par les économistes. Kaplan et Stein défendent l'idée selon laquelle les LBO étaient « en surchauffe » à la fin des années 1980 et que cela a produit une crise au début des années 1990 (Kaplan et Stein, 1993). Les données qu'ils examinent sont des indices qui convergent vers cette hypothèse : les valorisations ont augmenté, les leviers ont aussi augmenté et les dirigeants ont pu tirer parti des *deals* pour monétiser leurs participations. Des indices supplémentaires suggèrent que les *deals* de cette période ont ensuite éprouvé des difficultés financières. Au final « *the evidence fits well with a specific version of the overheated buyout market hypothesis. According to this version, the « demand push » from the public junk bond market that began around 1985 caused the buyouts of the later 1980's to be both more aggressively priced and more susceptible to costly financial distress than in earlier deals* » (p. 316). Axelson et ses collègues ainsi que Demiroglu et James montrent essentiellement la même chose avec les LBO des années 2000 (Axelson et al., 2012 ; Demiroglu et James, 2010). En plus de cela, Axelson et ses collègues expliquent que les *deals* réalisés dans les périodes de bulle se soldent par des rendements moins élevés pour les institutionnels (alors que c'était le but recherché). Bédu et Palard montrent que les entreprises françaises sous LBO dans les années 2000 avaient plus de chances que les autres entreprises de devenir défailtantes. Plus les cibles étaient endettées, plus ces chances augmentaient (Bedu et Palard, 2014). Des données qualitatives suggèrent que le champ du LBO était aussi en surchauffe à la fin des années 1990.

Il s'agit donc du même jeu qui se répète périodiquement mais avec des montants toujours plus grands. Si l'on ajoute à cela le fait que les alertes n'ont aucun effet et qu'elles

---

<sup>1</sup> « Financements de LBO : les raisons d'une dérive », [http://www.finyear.com/Financements-de-LBO-les-raisons-d-une-derive\\_a3886.html](http://www.finyear.com/Financements-de-LBO-les-raisons-d-une-derive_a3886.html) (consulté le 06/06/13).



sont même instantanément démenties par les joueurs, on peut se demander pourquoi la mécanique sociale est si irrésistible. Comme l'explique PEM : « il arrive un moment où une tendance se cristallise. Plusieurs acteurs et investisseurs pensaient et souhaitaient agir pour réguler les excès depuis un moment. Mais ils savaient qu'une contrepartie individuelle n'a pas de force face au marché » (PEM n°28, Sept. 2007, p.13). Une hypothèse est que la majorité des investisseurs s'étaient mis à croire à la théorie du « LBO français » quant à son utilité sociale. Comme on le verra au chapitre IV, ils ont élaboré cette théorie au contact des dirigeants, des experts et des pouvoirs publics. Pourquoi empêcher de se développer un outil de financement de l'économie dont la raison d'être est *la croissance et l'emploi* ?

### ***Conclusion du Chapitre III***

Dans ce chapitre, nous avons examiné la dynamique du champ du LBO dans les années 2000. Nous avons en particulier essayé d'expliquer l'explosion et l'implosion du marché. Notre explication repose sur la dynamique même du champ d'action qui suit des cycles d'organisation et de désorganisation collective qui suivent eux-mêmes, mais de manière différenciée selon les segments, les cycles macro-économiques. Nous avons montré que le champ du LBO avait fabriqué une bulle de crédit durant cette période, ce dont un certain nombre de professionnels avaient conscience. La bulle est expliquée par la mobilisation collective des fonds les plus établis dans le champ, qui ont capté la liquidité présente sur les marchés financiers et ont traduit le « modèle actionnarial » du LBO. La formation de cette bulle trouve son origine dans la restructuration du champ au milieu et à la fin des années 1990. Au début des années 2000, la concurrence entre fonds s'intensifie et fait chuter les prévisions de profit. Ceci pousse la profession du capital-investissement français à faire pression sur le ministère des Finances pour débloquer des ressources et à copier les fonds anglais et américains avec lesquels ils sont en contact. Ces deux initiatives ont fait basculer le champ dans une dynamique d'emballement : un « déséquilibre écologique » et une « alliance du risque » se sont créés pour faire gonfler une bulle. L'hypothèse la plus probable est que la bulle prenait la forme d'un processus de cavalerie qui a été stoppé en août 2007. En 2008 les banques retournent leurs anticipations, ce qui provoque la fermeture du marché et accule les entreprises les plus fragiles au dépôt de bilan.

Nous pouvons désormais rendre plus explicites les liens entre la trajectoire de la communauté et ses modes de régulation tels que nous les avons dégagés lors du premier

chapitre. D'abord, le *contrôle écologique des banques*. En plus de la position centrale des banques dans le champ, notre étude a mis en valeur leur rôle tout à fait déterminant. Par la distribution du crédit, et par les choix qu'elles font en termes de secteurs prioritaires de leurs investissements, les banques exercent un contrôle écologique sur toute l'économie. Celles-ci ont inondé le champ du LBO de liquidité et ont donc favorisé son effervescence. Elles ont créé en partie les conditions de possibilité de la bulle. Elles ont aussi créé ces conditions d'une manière plus indirecte en favorisant le développement du modèle actionnarial. Les principales innovations financières ont simplement rendu plus accessibles des instruments de dettes plus risqués, car à maturité longue et non-amortissables. Ces instruments de dettes sont indispensables au modèle actionnarial pour permettre aux entreprises de croître. Le risque supplémentaire a été disqualifié car les prêteurs pensaient le disperser dans le système financier<sup>1</sup>.

Ensuite, l'*alliance préférentielle*. L'ordre segmentaire de la communauté du LBO définit des espaces de concurrence et de coopération. Cet ordre segmentaire constitue une grille qui nous permet d'interpréter les changements dans les relations entre les fonds. Lorsque les grands fonds internationaux et les petits fonds régionaux se sont développés dans le LBO français, ils ont exercé une pression sur les fonds français établis. Pris dans un étau structural, ceux-ci ont eu deux réponses : certains se sont alliés avec les grands fonds internationaux (Wendel, Apax Partners, Eurazéo...) et avec les petits fonds régionaux (3i, Initiative & Finance, UI Gestion...) ; mais la plupart ont migré vers le segment moyen qui est devenu de ce fait très concurrentiel (LBO France, Barclays PE, Axa PE...). Cette double pression a donc aussi permis la création des conditions dans lesquelles une bulle pouvait se former dans cette région du marché.

Enfin, l'*articulation parisienne*. Les banques et les fonds français localisés à Paris sont des articulateurs et assurent une fonction de tampon ou de bascule entre le grand capitalisme, tourné vers l'international, et le petit capitalisme, tourné vers l'intérieur du pays. Au contact des grands fonds anglo-saxons, les fonds établis à Paris ont adopté le modèle actionnarial mais l'ont rendu compatible avec les traditions économiques françaises. En effet, l'impératif de création de valeur pour l'actionnaire devenait celui de création de valeur tout court, censé

---

<sup>1</sup> En réalité il n'en est rien : le risque n'est pas dispersé mais concentré, à cause de la structure même du système financier (extrêmement centralisé).

bénéficier à toutes les parties prenantes. L'antagonisme entre l'actionnaire et le dirigeant, analogue de celui entre le capital et le travail, était résolu au profit d'une harmonie des intérêts à la faveur des politiques de *build-up*, des LBO secondaires et des *management packages*. Surtout, le LBO pouvait être approprié de manière différente suivant les segments du marché en vertu d'un double cadrage : aux divisions de grands groupes, il pouvait servir à les transformer en de solides entreprises autonomes opérant à l'échelle européenne, grâce à une bonne gouvernance ; aux petites entreprises familiales, il permettait d'assurer la transmission successorale et de convertir les parts de capital en liquidités pour être accumulées dans un patrimoine. Dans les deux cas, les fonds œuvraient pour la croissance et l'emploi de l'économie nationale.

Ce chapitre illustre la manière dont le champ du LBO est régulé et sa dynamique. A cette occasion, nous avons pu aborder les significations associées à la théorie et à la pratique du LBO, mais ce chapitre est resté très structural. Dans les deux chapitres suivants, nous descendrons d'un cran dans l'analyse afin d'examiner les conceptions culturelles qui donnent sens à l'utilisation de cette arme organisationnelle.

## Chapitre IV- Evaluer, valoriser et rationaliser : la logique de l'investisseur

---

Dans le chapitre précédent, nous avons retracé la trajectoire historique du champ du LBO français dans les années 2000. Nous avons mis en relation cette trajectoire historique avec ses modes de régulation dégagés dans le Chapitre I, qui lui ont donné sa forme particulière. Nous avons en particulier montré que cette trajectoire était caractérisée par la consécration d'un modèle d'activité promu par les grands fonds anglais et américains (le « modèle actionnarial »), et par la formation d'une bulle spéculative similaire à un processus de cavalerie. Ces évolutions ont transformé les segments les plus élevés du marché, tandis que les segments plus petits ont été peu transformés. Les trois premiers chapitres se situaient au niveau du champ du LBO lui-même et mettaient l'accent sur des mécanismes structurels. Les deux prochains chapitres se situent au niveau du système d'interaction formé par les investisseurs et les dirigeants d'entreprise. Nous serons cependant amenés à le mettre en perspective avec son environnement. De plus, ces chapitres ne décrivent pas des mécanismes structurels mais les conceptions culturelles qui interviennent dans, ou qui émergent de ce système d'interaction.

Ce chapitre analyse plus précisément les conceptions culturelles que possèdent les investisseurs et qui donnent *sens* à leurs actions. Il s'agit de comprendre la logique des investisseurs (Thornton et Ocasio, 2008). Les actions de ceux-ci prennent la forme d'un processus de rationalisation des entreprises acquises. En effet, les investisseurs évaluent les entreprises selon des critères d'efficacité qui leur sont propres, ce qui les amène à vouloir créer de la valeur en déployant un « appareil de rationalisation ». Le chapitre entend donc répondre à la question suivante : pourquoi les investisseurs désirent-ils rationaliser les entreprises acquises ? La réponse donnée au chapitre précédent est que les fonds français les plus établis ont dû faire face à une concurrence plus intense, ce qui les a amenés à devenir plus activistes pour maintenir leur taux de profit. Ce chapitre offre une explication complémentaire, qui n'est pas « réaliste » mais « constructiviste ». Les investisseurs possèdent des catégories de pensée différentes de celles des dirigeants et surtout des salariés. Ces catégories de pensée peuvent être regroupées dans les « doctrines de la valeur actionnariale ». De ce fait, les investisseurs font le constat d'une situation réelle qui est

différente d'une situation théorique (i.e., conforme à leurs attentes). Ce constat d'inadéquation entraîne chez eux la volonté de remédier à cette situation inadéquate de telle façon qu'elle devienne conforme à la situation théorique. En fait, en vertu de leur apprentissage scolaire et professionnel, les investisseurs définissent la situation<sup>1</sup> de la plupart des entreprises comme n'étant pas totalement rationnelle du point de vue des doctrines de la valeur actionnariale. De là naît une volonté – et même parfois une vocation – de rationalisation de l'économie. Ils vont ensuite essayer d'employer les moyens qu'ils estiment nécessaires pour rendre la situation plus rationnelle à leurs yeux. On retrouve là des interrogations sociologiques fondamentales qui ont beaucoup été développées en sociologie du travail et surtout en sociologie des organisations, puisque la situation de LBO rappelle en particulier les premières études sur la bureaucratie réalisées par des auteurs américains à partir des typologies établies par Weber (Bendix, 1956 ; Blau, 1963 ; Dalton, 1959 ; Gouldner, 1964 ; Merton, 1940) ou les études sur le freinage ouvrier (Roethlisberger et al., 1939 ; Roy, 2006). Bien plus, nous verrons que la pensée et les attitudes de certains investisseurs rappellent étrangement celles des partisans du management scientifique de Taylor – en particulier la croyance technocratique dans le pouvoir de la raison contre les forces de la tradition et du sentiment.

Avant d'entamer ce chapitre il convient de faire trois remarques. La première remarque est la suivante : les formulations que nous avons employées au paragraphe précédent sont proches du paradigme de la performativité utilisé dans les études sociales de la finance mais s'en distinguent aussi. Cette théorie a d'abord été formulée par le sociologue des sciences Michel Callon à la suite du philosophe du langage John Austin (Callon, 1998). Une énonciation générale de cette théorie est que les modèles mathématiques formulés par les économistes influencent le comportement des participants dans les marchés financiers. Une énonciation restrictive de la théorie, que MacKenzie appelle « performativité barnesienne », est que l'utilisation de ces modèles économiques par les participants rend ceux-ci vrais, ou du moins plus vrais qu'avant leur formulation (MacKenzie, 2008). Dans le langage de la statistique, leur utilisation augmente leur pouvoir prédictif en vertu de l'existence d'une boucle de rétroaction positive entre la théorie et les comportements. MacKenzie et Millo offrent une illustration convaincante de ce type de performativité en ce qui concerne le modèle de Black-Scholes à la bourse de Chicago (MacKenzie et Millo, 2003). L'énonciation

---

<sup>1</sup> Au sens du « théorème de Thomas » (Grafmeyer et Joseph, 2009; Merton, 1997 [1953])

générale de la théorie de la performativité convient en effet bien à notre propos car nous parlons de l'influence des catégories de pensée sur le comportement. Dans ce cas général, on peut dire que les théories de la valeur actionnariale sont relativement performatives. Mais s'il s'agit de la performativité barnesienne nous ne voyons pas comment la déployer précisément dans notre cas. En effet, admettons que ce soit la théorie de l'agence qui soit performative. On a du mal à trouver dans cette théorie une équation fondamentale directement testable à la manière de la formule de fixation des prix des options de Black-Scholes. La théorie de l'agence, bien que reposant sur la modélisation, consiste plus justement en une manière de voir le fonctionnement des entreprises et en une série de prescriptions et de proscriptions qui découle de cette manière de voir. De plus, il faudrait pouvoir montrer que les investisseurs et les dirigeants ne se comportent pas suivant des relations de principal à agent avant les années 1980 ou avant le LBO et qu'ils le font après, ce que nous ne sommes pas en mesure de prouver. La deuxième remarque est définitionnelle. Dans ce chapitre, nous allons analyser la manière dont les investisseurs évaluent les entreprises et la manière dont ils les valorisent. Nous empruntons cette distinction entre « évaluation » et « valorisation » à François Vatin (Vatin, 2009). Ici, l'évaluation est l'ensemble des actes réalisés par les investisseurs pour donner un prix à une entreprise. La valorisation est l'ensemble des actions qui visent à augmenter la valeur de l'entreprise. La troisième et dernière remarque est de nature empirique. La description des actes d'évaluation et des actions de valorisation des entreprises est restreinte aux investisseurs opérant selon le *modèle actionnarial*. Ceci est dû aux caractéristiques du terrain telles que nous l'explicitons dans l'Annexe I.

Dans une première sous-partie, nous analysons la manière dont les investisseurs en LBO évaluent les entreprises (A). Nous décrivons d'abord la source des catégories de pensées qu'ils utilisent et qui sont liées à leur socialisation secondaire. Puis nous décrivons quelles méthodes et quels raisonnements ils utilisent en les replaçant dans leur contexte structurel. Enfin, nous montrons que ces catégories structurent leurs perceptions de l'entreprise et de son dirigeant. Dans une deuxième sous-partie, nous analysons la manière dont les investisseurs valorisent les entreprises (B). Nous commençons par montrer que leur position structurelle leur impose des limites dans leur volonté de contrôle, avant de montrer quels sont les moyens par lesquels ils assouissent cette volonté : en produisant de la solidarité sociale, en prenant appui sur des tiers, et en déployant un appareil de rationalisation.

## ***A - Evaluation : enquête de valeur***

Les investisseurs évaluent les entreprises d'une manière particulière. Ces évaluations prennent source dans leur apprentissage scolaire et professionnel au cours duquel ils ont appris des théories et des méthodes contenant des présupposés communs. Il existe deux méthodes et trois raisonnements principaux, dont la forme et le résultat sont dépendants du contexte structurel dans lesquels ils s'expriment. Ces théories et méthodes structurent la perception qu'ont les investisseurs des entreprises et des dirigeants.

### **1) La source des catégories de pensée des investisseurs**

Les catégories de pensée des investisseurs prennent source dans leur socialisation secondaire. Il s'agit en particulier de l'apprentissage qu'ils ont réalisé au cours de leurs études universitaires et au sein de leur milieu professionnel (Godechot, 2000). Ils y apprennent différentes théories qui contiennent des présupposés communs.

L'apprentissage scolaire est celui qui est réalisé dans les écoles de commerce et parfois les écoles d'ingénieurs ou Sciences-Po. Nombre d'investisseurs sont passés par ce type d'école. Ainsi comme on l'a vu dans le Chapitre I, entre 60 et 70% des investisseurs ont fait leur études dans une grande école de commerce. Classiquement, il s'agit d'HEC, de l'ESSEC, de l'ESCP, de l'EM-Lyon... Un nombre significatif d'investisseurs possèdent un *Master in Business Administration* (MBA), y compris de grandes universités américaines. C'est le cas des pionniers du capital-investissement français à une époque où cela était peu répandu (dans les années 1960 et 1970). Ainsi, Maurice Tchénio d'Apax Partners, initialement professeur de finance à HEC, a été formé à la Harvard Business School, comme Christian Langlois-Meurinne de l'IDI. Gilles Cahen-Salvador de LBO France dispose d'un MBA de Stanford Business School. Michel Biegala de 3i a obtenu un MBA de l'INSEAD, tout comme Michel Guillet de BC Partners. La Harvard Business School est un haut lieu de formation et de diffusion des doctrines managériales, de même que l'INSEAD en Europe. La formation standardisée dispensée dans un MBA contient une grande partie d'économie financière et est réputée être axée sur une vision particulière du fonctionnement des entreprises, où la figure de l'investisseur est centrale. Ainsi Fligstein montre que la proportion de chefs de grandes entreprises américaines détenant un MBA de Harvard ou autre augmente à mesure que se diffuse la « conception financière du contrôle » (Fligstein, 1993). L'apprentissage professionnel est celui qui est réalisé après les études. Un certain nombre de jeunes recrues

des fonds d'investissement sont passées par des banques d'affaires actives en fusions-acquisition ou des cabinets de conseil en stratégie. On peut citer le successeur de Maurice Tchénio, Eddie Misrahi, qui a débuté sa carrière à McKinsey à Paris et Mexico, ou bien Fabien Prévost de Crédit Agricole PE, qui a débuté sa carrière au BCG aux Etats-Unis puis dans le département de fusions et acquisitions de First Boston. Ces cabinets sont aussi des diffuseurs internationaux des doctrines de la « valeur actionnariale ». Mais l'apprentissage professionnel le plus significatif est celui qui est réalisé « sur le tas » en tant qu'analyste ou directeur de participation au sein des fonds. C'est le plus significatif car il n'existe pas de formation universitaire au métier de *Private Equity*<sup>1</sup>, car les fonds dépendent grandement de la personnalité de leur fondateur en raison de leur petite taille, et du fait que les modèles utilisés par eux sont « propriétaires ». Les investisseurs peuvent en outre apprendre les normes de leur profession par le biais des institutions de leur communauté, comme les publications professionnelles, les *deals* réalisés en commun, les cérémonies ou bien les rencontres informelles.

Le contenu des théories qu'ils apprennent peut être exposé selon leur degré de généralité. Les investisseurs apprennent d'abord l'économie et plus particulièrement l'économie néo-classique. Cette discipline est entièrement fondée sur une définition de la science économique comme étant la science qui étudie l'allocation des ressources rares à des fins alternatives, et non pas, par exemple, le processus de transformation de l'énergie physique en biens utiles (définition plus proche des théories marxistes ou des sciences de l'ingénieur). De cette définition découle l'importance centrale du concept d'efficacité dans la théorie, efficacité conçue comme allocation optimale - au sens de Pareto - de ces ressources. Cette définition conduit également à mettre en valeur le rôle de l'institution du marché comme meilleur moyen pour assurer cette allocation des ressources, en vertu du mécanisme des prix qui égalise les quantités offertes aux quantités demandées<sup>2</sup>, à condition que celui-ci soit suffisamment concurrentiel. Les investisseurs retiennent de l'économie néo-classique des maximes contenues dans l'idée de « main invisible » d'Adam Smith. Ainsi lorsque commence la crise financière en 2007, on peut lire dans *Capital Finance* : « pour autant, la confiance

---

<sup>1</sup> Des initiatives dans ce sens sont toutefois en route, car des chaires PE se créent dans des écoles de commerce, comme HEC ou l'ESSEC.

<sup>2</sup> En anglais, cette propriété des marchés concurrentiels est appelée « *market clearing* ».



s'impose. Car la force d'un marché efficace réside dans sa capacité à s'adapter et à laisser travailler la "main invisible". Y compris pour mener les restructurations de LBO qui tomberaient en déshérence » (CF HS, Déc. 2007, p. 8).

Au sein de l'économie néo-classique, les investisseurs sont exposés à l'économie financière, une branche de la discipline qui s'intéresse plus particulièrement aux marchés financiers. Alors que c'était une sous-discipline négligée au sein de la science économique avant les années 1950, de puissantes avancées réalisées dans les années 1960 et 1970 en ont fait une sous-discipline reine à partir des années 1980, à tel point qu'elle a imprimé sa marque dans la discipline en général, en débouchant notamment sur la théorie des anticipations rationnelles ou des prix comme signaux (MacKenzie, 2008). Les investisseurs apprennent en particulier la théorie du portefeuille, le théorème de Modigliani et Miller, l'hypothèse des marchés efficients et les modèles d'évaluation des actifs. On peut trouver des références à ces théories dans l'opinion de Gilles Cahen-Salvador (LBO France) à propos de son rachat de Darty en 1987. Contre des critiques évoquant des prix spéculatifs, il justifie l'utilisation d'un levier élevé de cette manière: *“It doesn't matter that the price was 23 times the previous year's net profit. [...] It is the profit potential after investment and working capital needs have been financed that counts”*<sup>1</sup>. Il fait ici référence à l'évaluation fondamentale selon les flux de trésorerie actualisés.

Les discours des investisseurs sont enfin marqués par la théorie de l'agence, même si la référence n'est jamais explicitée<sup>2</sup>. La théorie de l'agence est une théorie économique qui étudie les problèmes d'allocation qui prennent source dans les asymétries d'information qui naissent à la suite d'un acte de délégation (Alchian et Demsetz, 1972 ; Jensen et Meckling, 1976). Dans cette théorie l'entreprise est un ensemble d'actifs – matériels et immatériels – qui appartiennent à ses actionnaires. Ceux-ci en ont délégué la gestion aux managers, qu'ils doivent surveiller et rémunérer de telle sorte qu'ils agissent dans leur intérêt et non de manière opportuniste. La théorie de l'agence est en réalité l'approfondissement et la modélisation d'un courant de pensée américain beaucoup plus ancien qui traite du problème de la séparation entre la propriété et la gestion comme source de pouvoir sur les entreprises et dans la société (e.g., Berle et Means, 1991 [1932]). Cette théorie constitue le cœur des

---

<sup>1</sup> “Surplus funds aid growth – a good year for LBOs in France”, *Financial Times*, 30 Novembre 1988.

<sup>2</sup> Ainsi au cours d'une conversation, un investisseur a dit ne pas connaître le nom de Michael Jensen.

doctrines de la valeur actionnariale (Davis, 2009b). Dans un article célèbre de la *Harvard Business Review* de 1989, Michael Jensen justifie le mouvement des rachats hostiles de sociétés cotées comme un phénomène salvateur et exalte les fonds de LBO en vertu de leur forme organisationnelle adaptée à la gestion de portefeuille. Selon lui, ce n'est rien de moins que la grande entreprise avec ses attributs principaux qui se trouve dépassée (Jensen, 1989). Le Tableau 39 donne les principales références et thèmes des théories de la valeur actionnariale<sup>1</sup>.

*Tableau 39 : éléments des doctrines de la valeur actionnariale*

<b>Auteur</b>	<b>Année</b>	<b>Thèmes</b>
Irving Fischer	1930	Valeur temporelle de l'argent
Adolf Bearle et Gardiner Means	1932	Séparation de la propriété et du contrôle
Ronald Coase	1937	Théorie des droits de propriété
John Burr Williams	1938	Valeur fondamentale
Friedrich Hayek	1945	Lien entre prix et information
Harry Markowitz	1952	Lien entre rentabilité et risque
Franco Modigliani et Merton Miller	1958	Indifférence de la structure de financement sur la valeur de l'actif économique
Jack Treynor, William Sharpe et John Lintner	1961-1965	Modèle d'évaluation des actifs financiers
Oliver Williamson	1964	Opportunisme des managers
Eugene Fama	1965	Efficiéce des marchés
Henry Manne	1965	Marché du contrôle d'entreprise
Milton Friedman	1970	Souveraineté des actionnaires
George Akerlof	1970	Aléa moral et asymétrie d'informations
Armen Alchian, Harold Demsetz, Michael Jensen et William Meckling	1972-1976	Relations principal/agents
Eugene Fama et Michael Jensen	1983	Lien entre créance résiduelle, risque et compétition
Michael Jensen	1986	Coûts d'agence de la trésorerie disponible
David Shafferstein	1988	Rôle disciplinaire des acquisitions
Michael Jensen et Kenneth Murphy	1990	Rémunération des dirigeants

Nous avons adopté une définition des doctrines de la valeur actionnariale assez large (c'est pourquoi nous incluons des auteurs comme Coase, Akerlof et Williamson). Ces doctrines ont un pilier mathématique, un pilier économique et un pilier juridique. Les auteurs qui font la synthèse de ces piliers sont des économistes de l'Ecole de Chicago dans les années 1960 et 1970, notamment Eugene Fama et Michael Jensen. Dans les années 1980, ils tirent toutes les

<sup>1</sup> Nous nous sommes inspiré des livres de Donald MacKenzie et Justin Fox (Fox, 2011 ; MacKenzie, 2008).

implications pratiques de ces théories en matière de politique économique et de gouvernance d'entreprise.

Par delà les théories qu'apprennent les investisseurs, ils acquièrent aussi une certaine « vision du monde » (*weltanschauung*) à partir des présupposés qui les soutiennent (Ortiz, 2011). Ces présupposés peuvent être rattachés de manière très générale au rationalisme occidental, aux philosophies libérales du XVIII<sup>e</sup> siècle et aussi à des doctrines politiques contemporaines comme celles du mouvement libertarien. Il est utile de les rappeler brièvement puisqu'un certain nombre d'actions et de discours des investisseurs ne peuvent se comprendre si on oublie que ces présupposés existent dans leur culture en tant que « structure profonde ». Nous ne suggérons pas par là que les investisseurs souscrivent activement à toutes ces doctrines, mais il s'agit d'éléments à partir desquels ils peuvent raisonner sans les interroger continûment. En quelque sorte ces présupposés constituent leur environnement phénoménal. Il s'agit de présupposés anthropologiques, sociologiques et techniques. Les présupposés anthropologiques sont l'individualisme et l'utilitarisme. Selon cette vision du monde, la société est composée d'individus dotés de volonté grâce à laquelle ils poursuivent leurs propres intérêts. Elle culmine dans la théorie de l'*homo oeconomicus*. Les présupposés sociologiques sont le fonctionnalisme et l'évolutionnisme. Les institutions y sont expliquées par le fait qu'elles remplissent un besoin vital pour l'ensemble de la société. Les individus et groupes s'adaptent à leur environnement suivant les exigences du milieu, ceux qui n'en sont pas capables disparaissent. Les présupposés techniques sont les suivants : l'efficacité n'est pas considérée comme un moyen vers une fin – de nature axiologique – mais est considérée comme une valeur en soi. La manière d'atteindre cette valeur est l'optimisation, soit la maximisation ou la minimisation d'un objectif donné par avance (ici le critère d'efficacité considéré).

## **2) Méthodes et raisonnements en contexte**

Au cours de leur apprentissage scolaire et professionnel, les investisseurs n'apprennent pas seulement des théories, mais aussi des méthodes. Ces méthodes sont adossées aux théories et contiennent donc les présupposés que nous avons décrits. Bien plus, certains présupposés sont inscrits dans les méthodes par le biais des variables qui figurent ou non dans les modèles (Callon et Muniesa, 2003 ; MacKenzie, 2008). Il existe des méthodes différentes qu'utilisent les investisseurs et qui se rattachent à des courants opposés de l'évaluation

financière. Ceux-ci utilisent aussi de manière plus générale des formes de raisonnement qu'ils combinent. L'analyse financière étant une « science approximative » (*proxy science*) selon l'expression de Karin Knorr-Cetina (Knorr-Cetina, 2011), ces méthodes et ces raisonnements débouchent sur des résultats – des prix – qui sont conditionnés par le contexte structurel dans lequel ils sont déployés.

### a) Méthodes et raisonnements

Les investisseurs utilisent deux types de méthodes qui entretiennent des relations complexes. Ils donnent un prix puis structurent le *deal*. De manière plus générale, ils utilisent trois types de raisonnements différents.

D'abord, ces deux méthodes sont l'évaluation par les flux de trésorerie actualisés et l'évaluation par les multiples de comparables (Boussard, 2013). L'évaluation par *les flux de trésorerie actualisés* (en anglais *Discounted Cash-Flows* ou DCF) appartient aux méthodes de l'évaluation fondamentale<sup>1</sup>. Dans ce courant, les analystes doivent découvrir la « vraie valeur » (ou valeur intrinsèque ou fondamentale) d'une entreprise, qui peut différer de son prix de marché. Au moins en théorie, les analystes donnent un prix en considérant l'entreprise en elle-même, indépendamment des autres entreprises. L'ontologie implicite de cette méthode est réaliste ou « fondamentaliste » : l'utilisation d'une méthode permet d'accéder à la réalité nouménale de la valeur par delà la réalité phénoménale du prix (Jorion, 2007b). La clé d'accès à cette réalité sous-jacente est la modélisation. Il s'agit en particulier de prédire l'état futur de l'entreprise à partir de données historiques et d'hypothèses de croissance, selon le point de vue de l'investisseur. La prédiction requiert qu'un certain nombre de données comptables de l'entreprise et de données économiques de son marché soient extrapolées, mais que cette extrapolation soit contrôlée par la vraisemblance des hypothèses. Le point de vue de l'investisseur considère l'entreprise comme un actif, telle une obligation, présentant un certain profil de risque et de rémunération. La rémunération en particulier est un flux d'encaissement monétaire perçu à des périodes successives : il s'agit de l'argent qui est perçu en vertu du droit de propriété sur cet actif, analogue au coupon de l'obligation. Cet argent est mesuré par le flux de trésorerie disponible (*Free Cash-Flow* ou FCF). Selon la théorie, il s'agit de la somme d'argent qui reste quand les principaux partenaires de l'entreprise ont été payés (les

---

<sup>1</sup> Sur la généalogie de la formule DCF, voir l'excellent article de Liliana Doganova (Doganova, 2014).

fournisseurs, les salariés) et revient aux actionnaires en vertu de leur statut de « créancier résiduel » (*residual claimant*) (Fama et Jensen, 1983a). Sa formule est la suivante :

$$FCF = EBITDA - I - \Delta BFR$$

L'*EBITDA* (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*) est équivalent à l'excédent brut d'exploitation, une mesure du résultat d'exploitation ou profit. *I* est l'investissement en capital fixe, *BFR* est le besoin en fonds de roulement. Le risque est plus flou. Il est composé du coût des fonds propres et du coût de la dette dans leurs proportions respectives au sein du coût du capital. Il s'agit donc du coût moyen pondéré du capital (*weighted average cost of capital* ou *WACC*). En théorie, le coût des fonds propres est le taux sans risque augmenté de la prime de risque, variant elle-même en proportion d'un facteur de risque non diversifiable  $\beta$ , suivant le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (Jacquillat et Solnick, 2009). Le *FCF* et le *WACC* se combinent de telle manière que le *WACC* représente le coût d'opportunité de l'investissement présent<sup>1</sup>. Ce processus est l'*actualisation* dans lequel le *WACC* est le taux d'actualisation. Il est l'inverse du processus de capitalisation qui fait intervenir le taux d'intérêt. L'actualisation est justifiée par deux implications du postulat de rationalité des comportements : la préférence pour le présent et l'aversion au risque. Ces deux implications font qu'un gain futur vaut moins qu'un gain présent. On peut ainsi calculer la valeur d'entreprise selon la formule suivante :

$$V_0 = \sum_t FCF_t / (1 + WACC)^t$$

Où  $V_0$  est la valeur de l'entreprise au moment de l'investissement et en excluant la valeur terminale. On peut comparer cette valeur à celle du marché. Si l'entreprise est cotée, le prix de ses actions quantifie sa valeur pour l'actionnaire. Il est possible que la valeur intrinsèque de l'entreprise estimée de cette manière puisse être supérieure à son prix de marché, pour un certain nombre de raisons, dont une est simplement « le manque d'intérêt des analystes » lié à la difficulté qu'ils ont à les évaluer (Zuckerman, 1999). Dans ce cas, l'investisseur instruit peut profiter de cette imperfection du marché pour acheter l'entreprise, la restructurer et la vendre plus chère (à sa « vraie valeur ») et contribuer ainsi à le rendre plus efficient (Manne, 1965).

L'évaluation par *les multiples de comparables* appartient au courant des méthodes analogiques, voire de la « valeur spéculative ». Ici l'analyste compare la valeur de l'entreprise à celles d'autres entreprises considérées comme similaires. L'entreprise appartient à un groupe de référence grâce auquel il est possible d'établir des relations d'équivalence. Au moins en théorie, cette méthode considère que la valeur de l'entreprise est dépendante de la valeur de toutes les autres entreprises appartenant à son groupe de référence, telle qu'elles sont évaluées par les autres analystes. L'ontologie implicite de cette méthode est donc constructiviste ou « relativiste » : il n'existe pas de vraie valeur, telle qu'elle puisse être découverte par une individualité raisonnant en rupture avec l'opinion du marché. La vérité économique est la norme statistique qui émerge du consensus des évaluateurs. D'un point de vue pratique, cette méthode est plus simple et plus intuitive. Elle incorpore peu de théorie financière et de mathématiques, mais requiert un grand nombre de données pour être précise. Une entreprise a une valeur opérationnelle, par exemple l'EBITDA, et un prix de marché qui est la valeur à laquelle ses titres sont échangés, la valeur d'entreprise. Pour estimer si l'entreprise est « surévaluée » ou « sous-évaluée » l'analyste calcule un ratio, qui est la seconde valeur rapportée à la première. Cela lui donne un « multiple » : par exemple  $8 \times$  l'EBITDA. Ce multiple, semblable à une prime de contrôle, est censé refléter les anticipations des analystes quant à la croissance de cette entreprise : plus il est élevé, plus ces anticipations sont positives. L'analyste peut comparer le multiple obtenu avec une entreprise similaire, dont le multiple sera plus élevé, plus faible ou bien identique. Comme dans l'analyse fondamentale, toute différence négative l'amènera à rechercher les causes de cette sous-évaluation et à tirer parti des changements opérationnels qu'il identifie pour acheter l'entreprise à un prix faible comparé à celui auquel il espère la revendre. Cette méthode repose donc sur l'examen de données de marché disponibles dans des bases commerciales comme Xerfi ou Thomson Financial. Mais ces données ne sont pas forcément disponibles pour des entreprises non cotées. L'analyste doit donc fonder son jugement sur des entreprises similaires qui sont cotées ou sur des transactions passées. Il construit un échantillon suivant un ou plusieurs critères d'équivalence et calcule une valeur moyenne ou médiane ainsi qu'une fourchette (un écart-type ?) qui lui donne une idée de la valeur de l'entreprise considérée.

---

<sup>1</sup> La prise en compte du coût d'opportunité est en effet au fondement du raisonnement capitaliste qui veut que « le temps c'est de l'argent », comme l'a bien montré Max Weber à partir de l'exemple de Benjamin Franklin (Weber, 2007).

Ces deux méthodes, aussi différentes qu'elles puissent paraître dans leurs présupposés ontologiques, sont utilisées de manière combinée par les investisseurs. En l'absence d'observation du travail d'évaluation, la manière dont cette combinaison est réalisée nous apparaît peu claire. Ce qui est clair, c'est que la plupart des investisseurs n'aiment pas la méthode des flux de trésorerie actualisés et lui préfèrent la méthode des multiples de comparables. Il existe trois raisons à cela. La première est que la complication du DCF rend son résultat relativement arbitraire :

Dans le DCF il y a beaucoup de variables. Il y a un problème de valorisation lié à la valorisation à l'infini. C'est bien pour les métiers d'infrastructure : vous avez une visibilité sur 15-20 ans, vous pouvez faire des simulations longues. Les métiers de rente c'est pareil. Sur des sociétés plus industrielles, c'est difficile, on peut faire dire ce qu'on veut au bêta. (entretien avec un directeur de participations, 05/10/10).

Il est en particulier difficile de « prédire le futur » :

Le DCF ça rend le cash-flow de la société sur 10-20 ans. Vous connaissez le cash-flow d'une société sur 10 ans vous ? [Euh... non] Très peu de gens le connaissent. Le seul cas que je connais c'est quand le cash-flow est sécurisé avec des contrats et des positions de marché très difficiles à reprendre. Par exemple Vinci. En revanche un groupe de parfumerie, qui fait 10% de son chiffre d'affaires à Noël... il peut neiger, il peut y avoir moins d'ouverture, etc. Ce n'est applicable que dans des business très récurrents et dans des groupes qui ont des contrats de long terme. Par exemple Airbus on connaît son carnet de commande les 7 prochaines années (entretien avec un directeur de participations, 02/02/11).

La deuxième raison est que cette méthode est excessivement théorique, alors que la méthode des multiples est une règle simple qui est plus effective :

On raisonne par comparaisons. Après il y a d'autres méthodes comme le DCF, mais c'est de la connerie. [...] Le DCF c'est très théorique, c'est un truc d'école que peu regardent. On continue à le mettre parce que ça fait plaisir aux banques, mais ça sert à rien (entretien avec un directeur de participations, 12/21/10).

La troisième raison est encore plus simple. Tout le monde dans le marché du LBO français raisonne suivant les multiples et donc l'investisseur ordinaire à une incitation à suivre le mouvement. Comme l'explique le même investisseur :

Après je dirais qu'il faut utiliser la même méthode que tout le monde. Par exemple si vous faites un DCF, vous pouvez acheter à 100 mais à la sortie vous allez vendre avec un multiple à 80. Vous vendez sur une base de multiple, donc vous avez acheté au

dessus du prix, et vous vendez en dessous, c'est la double peine ! (entretien avec un directeur de participations, 12/21/10)

Ensuite, une fois que les investisseurs ont une idée du prix qu'ils vont donner à l'entreprise, ils doivent structurer le *deal*. « Structurer le *deal* » veut dire savoir quel mélange de fonds propres et de dette mettre en place pour atteindre ce prix. En effet, l'entreprise est rachetée formellement par une holding, traditionnellement appelée *newco* ou *holco*. Le bilan de cette holding consiste, à l'actif, dans les titres de propriété de la cible, et au passif, dans les instruments financiers destinés à l'acquérir. Ces instruments financiers sont divisés en deux grands types : les fonds propres ou *equity* (provenant des investisseurs) et la dette (provenant des banquiers), même s'il existe souvent des titres hybrides – comme les financements mezzanine. En vertu de l'effet de levier qui maximise le gain, le fonds désire mettre le plus de dette possible par rapport aux fonds propres. Mais il se heurte à la capacité de remboursement de la cible, car c'est elle qui assure le remboursement de la dette à l'aide des flux de trésorerie qu'elle dégage de son activité opérationnelle et qu'elle transfère à la holding sous forme de dividendes.

Un fonds, son but, c'est de faire un retour sur investissement. On réfléchit à si on va mettre tant de fonds propres, combien ça va nous rapporter ? En fonction du TRI [Taux de Rentabilité Interne] qu'on espère, on regarde quel montant de fonds propres on va mettre par rapport à la dette. Sachant que les banques fixent des conditions pour la dette.

Q : Quelle est votre marge de manœuvre là dedans ?

Je sais pas si on peut appeler ça comme ça. Mettons une société vaut 100, le but c'est de mettre la dette au maximum, parce que c'est moins cher. Mais il faut voir si on peut la rembourser par la capacité de l'entreprise à générer des cash-flows. Car si l'entreprise a une croissance faible, qu'elle a du mal à générer des flux, elle est moins capable de rembourser la dette. Disons que l'entreprise génère 10 par an de cash-flows. On va mettre une dette de 100. Tout ça c'est du calibrage des flux et de la dette. Ça permet de voir combien de fonds propres on va mettre. La société de PE, elle fonctionne avec l'argent des investisseurs, elle peut tout mettre en théorie, mais elle va pas le mettre « cash » car elle aurait un mauvais retour sur investissement (entretien avec un analyste, 10/07/10).

Ainsi l'analyste doit travailler à partir des projections du résultat opérationnel qui forment un *business plan* (BP). Celui-ci est fourni par le management à partir de ses propres hypothèses, mais les investisseurs ont aussi leurs propres hypothèses. Le problème de l'analyste revient



donc à maximiser le levier sous contrainte de *cash-flows*. Des modèles écrits dans Excel permettent de faire cela en inscrivant dans les cellules du tableau les chiffres projetés.

Q: En quoi consistent les modèles ?

On rentre le *business plan*, la structure de l'entreprise, les bilans, les *cash-flows* prévisionnels. Par rapport à la rémunération, les BSA [Bons de Souscription d'Actions], on sait notre TRI. Selon le *business plan*, selon la structure et l'entreprise, on sait combien ça nous rapporte. Mais on refait notre propre *business plan* : par exemple on pense que l'entreprise va faire moins de CA, qu'il va y avoir une augmentation des matières premières, on réadapte à notre sauce. On réévalue l'entreprise. C'est le modèle financier. Par exemple on dit que l'entreprise vaut  $5 \times$  l'EBITDA et nous on pense qu'elle vaut  $4 \times$ . Donc on va mettre moins de dettes. [...]

Q: Ca ressemble à quoi ?

C'est un fichier Excel, avec un [incompréhensible]. C'est énorme. Chaque fonds a son propre modèle. C'est ce qui se vole. Un fonds qui vient de débiter, il a piqué le modèle de celui d'avant. Il y a plein de calculs, c'est complexe. Il faut beaucoup de temps pour le faire (entretien avec une analyste, 11/10/10).

Enfin, comme les investisseurs utilisent ces méthodes en les combinant et de manière floue, il semble plus utile de se focaliser sur les types de raisonnements qu'ils emploient. Il existe trois types de raisonnements : le raisonnement séquentiel, le raisonnement analytique et le raisonnement analogique. Le *raisonnement séquentiel* considère l'évaluation comme un processus : il s'agit de le diviser en étapes de précision de plus en plus fine. Une distinction d'étapes basique différencie l'analyse de marché de l'analyse financière. L'analyse de marché consiste à examiner l'entreprise de manière holistique, c'est-à-dire du dehors et en tant qu'elle est insérée dans un environnement concurrentiel : quel est le marché de l'entreprise et quelle position détient-elle dans celui-ci ? Ensuite arrive l'analyse financière dans laquelle l'analyste examine l'entreprise du dedans à partir de ses principaux indicateurs et ratios comptables : comment l'entreprise finance-t-elle sa croissance ? Le financement est-il optimal du point de vue de l'investisseur ? Le *raisonnement analytique* procède en décomposant des entités apparentes en des entités d'ordre inférieurs de manière récursive jusqu'à trouver des entités élémentaires. Il s'agit du raisonnement le plus fondamental de l'analyse financière (d'où son nom). Ici les entités sont des agrégats statistiques fabriqués par les entreprises, qu'elles présentent à des tiers en vue de répondre à leurs attentes (les clients, les bailleurs de fonds, l'Etat, les syndicats, etc.) (Porter, 1996). Ces agrégats tels que le résultat d'exploitation sont le produit d'une synthèse d'informations qui reposent en dernière instance sur des actions dont elles rendent compte. Ainsi le résultat d'exploitation est composé du produit de l'activité et

des charges dépensées pour y aboutir ; le produit de l'activité est composé du chiffre d'affaires et d'autres produits ; le chiffre d'affaires est composé du nombre de produits vendus et de leur prix de vente ; le prix de vente est composé du coût de production et de la marge commerciale ; etc.

C'est le plan du management qu'on travaille. On voit si on est Ok sur leurs hypothèses. C'est très analytique. La société est secondaire [à ce stade]. Par exemple pour une PME de *software*, on va chercher à savoir combien ils sont, quelle est la croissance dans le PNB, quelle est la pénétration dans son marché, combien de *softwares* ils vendent, est-ce que les prix augmentent, est-ce qu'une partie est sous forme de licence, une partie *computing*, quelle est la part de marché. Il faut comprendre les composants du CA [Chiffre d'Affaires]. Au niveau des coûts c'est la même chose. Après on fait une validation des hypothèses pour remonter sur le CA, les coûts, les marges (entretien avec un associé, 07/10/10).

Les analystes sont très méfiants envers ces agrégats, en vertu de leur nature synthétique<sup>1</sup> : « qu'y a-t-il derrière les chiffres qu'on nous présente ? ». Ils sont aussi méfiants car ces chiffres peuvent être simplement faux, au sens où les chiffres présentés ne correspondent pas aux chiffres utilisés en interne pour la prise de décision. Ainsi lorsqu'ils considèrent une entreprise, les analystes essaient de décomposer ces agrégats jusqu'à ce qu'ils ne trouvent plus d'informations, soit qu'il n'y ait plus de chiffres, mais simplement des mots ou des actions, soit qu'ils n'y aient pas accès (les chiffres ne sont pas publics ou ils sont cachés). Le *raisonnement analogique* consiste à identifier des propriétés pertinentes de l'entreprise (ses « qualités ») et à établir des connections avec les propriétés d'autres entreprises. Les entreprises vont être considérées comme similaires (ou « équivalentes ») en fonction du nombre de propriétés qu'elles ont en commun. Le raisonnement analogique repose ainsi sur la pertinence des propriétés identifiées qui déterminent les groupes de référence auxquelles appartiennent les entreprises et sur la base desquelles on pourra les assigner à une même classe d'équivalence (Eymard-Duvernay, 2006 ; Karpik, 2007)<sup>2</sup>. Les propriétés les plus pertinentes pour les investisseurs sont la taille et surtout le secteur. Par la même logique qui

---

<sup>1</sup> A cette difficulté, il faut ajouter le fait que la décomposition est très imparfaite car la structure des agrégats n'est pas une stricte hiérarchie (des entités d'ordre inférieur peuvent renvoyer à plusieurs entités d'ordre supérieur) et qu'il existe plusieurs référentiels comptables.

<sup>2</sup> Un tel raisonnement rappelle étrangement la « logique totémique » ou la « mentalité primitive » chère aux durkheimiens (Durkheim, 2003 [1912]). Voir en particulier le commentaire de Lévy-Bruhl par Paul Jorion (Jorion, 2009).

considère que les enfants sont équivalents s'ils descendent du même parent (frères/sœurs), ou que les mots sont équivalents s'ils renvoient au même concept (synonymes), les entreprises vont être considérées comme similaires si elles produisent les mêmes biens ou si elles les vendent sur le même marché. Ainsi, après avoir décrit la méthode du DCF, cet investisseur explique les multiples :

Ensuite on va déterminer une valeur autre : combien elle [l'entreprise] est estimée par le marché sur des business similaires. Par rapport à ses *benchmarks*. Tous les *business* sont comme ça. Si vous voulez acheter un appartement avenue Henri Martin, si il est au Rez de chaussée, vous allez regarder les prix Avenue Henri Martin, mais le prix va être différent si c'est à l'étage, etc. Vous raisonnez sur le marché local. Quand je pense à l'aéronautique, je pense à Zodiac, même s'il y a peut-être une surprime car il y a une possibilité de rachat, elle est bien appréciée... On va benchmarker par rapport à ça (entretien avec un directeur de participations, 02/02/11).

Une fois établi un groupe de référence, la comparaison à proprement parler peut commencer. Les investisseurs regardent de manière systématique les « points forts » et « points faibles » de chaque entreprise, en portant une attention particulière sur les postes de dépenses. En effet, si une entreprise similaire à une cible réalise le même chiffre d'affaires avec des coûts de production moindres du fait d'un processus de production un peu différent, il sera avantageux, du point de vue du profit, de changer le processus de production de la cible. S'étant rendu compte de cette différence par le biais de la comparaison, l'investisseur pourra proposer un prix d'acquisition plus élevé que la valeur actuelle de l'entreprise étant donné l'opportunité de restructuration ainsi identifiée.

On fait un *benchmark* des principaux concurrents. On regarde quels sont les postes qui sont les moins bons. Les fonctions internes et ce qu'ils outsourcent. [...] Un exemple ? Ca peut être partout : la politique commerciale, l'équipement, le discount est très important à la [incompréhensible]. On a objectivé tout ça. S'il y a deux sites qui font les mêmes choses et pouvant faire deux fois plus on va en tenir compte. En ayant quatre départements au lieu de trois, il y a pas mal d'axes... (entretien avec un directeur de participations, 08/03/11)

Ces trois raisonnements sont bien sûr combinés dans la pratique d'une manière relativement incertaine. Voici par exemple un exposé qui enchaîne les trois : d'abord l'analyse de marché, puis l'analyse financière et la comparaison.

Une première chose que l'on regarde, c'est la position de marché. Il faut que l'entreprise soit un leader, et qu'elle soit bien protégée. On fait un SWOT [*Strengths Weaknesses Opportunities and Threats*] et un poster. On la pose au milieu et on

regarde quelles sont les opportunités et les menaces. On peut bien comprendre le *business model*, mais il faut se positionner dans le futur et avoir une thèse d'investissement pour poser une valorisation. C'est une fonction à partir d'un modèle LBO à partir du *business plan*, qui va nous dire ce que l'entreprise va générer comme *cash-flows*. Le deuxième élément, c'est de comparer par rapport à d'autres sociétés ou transaction dans des secteurs comparables, et aussi par rapport à comment a évolué l'industrie et les cycles industriels. Ça influence le multiple d'entrée et le multiple de sortie. Ensuite on va intégrer tout ça (entretien avec une directrice de participation, 04/10/11).

Les investisseurs utilisent donc deux types de méthodes, mais mettent l'accent sur l'une plus que sur l'autre. Les trois types de raisonnements se combinent dans l'action. Une fois un prix donné, ils structurent le *deal* en déterminant un ratio dette sur fonds propres optimal.

### **b) Les contraintes structurelles de l'évaluation**

L'évaluation n'existe pas dans le vide social. Ce n'est pas seulement un processus cognitif, mais un processus organisé qui est fortement conditionné par des forces externes de natures structurelles mais dynamiques (Champenois, 2011 ; Chauvin, 2011). L'organisation sociale de l'évaluation cadre les prix en déterminant des bornes inférieures et supérieures qui bougent au cours du temps. Cette organisation sociale est triple : il s'agit de l'organisation interne du fonds d'investissement, de l'organisation de la négociation commerciale et de l'organisation de l'expérience professionnelle.

Premièrement, l'évaluation est conditionnée par l'organisation interne du fonds d'investissement. En effet, le processus de décision interne en ce qui concerne l'opportunité d'investissement est le suivant : les associés amènent des idées ou des dossiers d'entreprises à étudier (ils « sourcent les opérations »). Les directeurs de participation délèguent le travail d'analyse financière aux analystes, et se font une idée sur cette base (Boussard et Dujarier, 2014). Ils transmettent la proposition à un comité d'investissement. C'est ce comité d'investissement qui décide en dernière instance de poursuivre le processus d'investissement ou de l'abandonner. Il est équivalent au comité de crédit dans les banques. Voici un exemple issu d'un des plus grands fonds internationaux :

On fait un point ensemble le lundi matin à Londres. On vérifie que tout le monde est à jour. Si quelqu'un connaît de quoi on parle ça permet d'utiliser le réseau de tout le monde. Dès qu'on travaille sur un dossier on a le comité d'investissement le lundi et le jeudi avec les six *partners*: les deux fondateurs, l'Europe, l'Asie et la Côte Est et

Ouest. L'objectif de cette réunion, c'est qu'on en parle avec le comité: qu'est ce qu'on fait ? Au début on a 20 minutes de discussion pour vérifier les priorités. Si ils trouvent ça intéressant on travaille sur le sujet et on revient vers le comité d'investissement, et on monte en puissance et en ressources. Sur une année on examine 1000 situations en un jour, 500 en quelques jours, 100 en quelques semaines [...]. On examine une cinquantaine d'offres au premier tour, 10-20 offres au dernier tour et on fait cinq investissements. Tout le travail, c'est la sélection proprement dite. Un des éléments clés de ça c'est une bonne allocation des ressources. Aller jusqu'au bout et perdre un investissement c'est frustrant. L'arbitrage qu'il faut faire c'est entre la qualité de l'investissement et le temps qu'on y passe. Il faut décider très vite, et aller à fond pour gagner (entretien avec un associé, 07/10/10).

Ainsi, ils assurent une fonction de filtrage en décidant de « faire passer » telle ou telle évaluation. L'évaluation est aussi conditionnée par la spécialisation du fonds d'investissement. La plupart des fonds ne sont pas spécialisés par secteurs (même s'ils peuvent avoir des préférences en cette matière). Mais certains sont divisés de manière interne en départements sectoriels. Du fait de leur focalisation restreinte, ces départements peuvent fournir des évaluations beaucoup plus précises en vertu de leur connaissance opérationnelle ou relationnelle. Par exemple cet investisseur fait partie d'un département spécialisé dans le secteur de la distribution.

Pour trouver un bon sujet, il faut grenouiller dans le secteur, ça permet d'identifier les meilleures cibles. C'est difficile de faire ça avec la presse. En termes de *sourcing*, on va quadriller par secteurs. On a une base de données de 550 cibles possibles, et on a investi dans une quinzaine. L'idée c'est qu'il faut être proactif pour trouver le bon contact et le bon manager. Et ça avant l'investissement (entretien avec un directeur de participation, 21/06/11).

Deuxièmement, l'évaluation est conditionnée par l'organisation de la négociation commerciale. Il s'agit d'abord de la forme de l'échange. L'échange peut prendre deux grandes formes. La première est lorsque l'actionnaire de l'entreprise à vendre s'engage dans une négociation dyadique avec l'acheteur : il s'agit d'une négociation « de gré à gré » ou, du point de vue des investisseurs, un « *deal* propriétaire ». La deuxième est lorsque l'actionnaire passe par une banque d'affaires chargée d'organiser l'échange entre plusieurs acheteurs potentiels : il s'agit là d'un « *deal* intermédié ». Dans le second cas, l'acheteur passe par un processus d'enchères. Il est en concurrence avec les autres fonds et dépend donc beaucoup plus du vendeur. Cette situation d'enchères fait monter les prix.

Le plus [courant] c'est la banque d'affaires, mais ce qui est préféré c'est le *proprietary sourcing*. Pour négocier, c'est le plus optimal, il y a juste deux parties,

alors que sur le système d'*auction*, ça fait monter les prix. Le plus commun c'est quand même l'intermédiation. Aussi les entreprises opérationnelles, même si elles doivent payer, elles voient leur intérêt, car ça fait monter le prix, si l'entreprise va bien, si elle est intéressante, le manager il a tout intérêt à aller voir la banque (entretien avec un analyste, 10/07/10).

Mais le processus de vente intermédié est beaucoup plus organisé que lors d'échange de gré à gré. Il s'agit d'une séquence où, à chaque étape, des informations sont divulguées et où les acheteurs sont sélectionnés. Lorsqu'ils savent qu'une certaine entreprise va être achetée, les investisseurs sont d'abord « coincés » par de l'information publique qui est très peu détaillée. Puis ils ont accès à une *data room* dans laquelle ils peuvent examiner les comptes de l'entreprise. Enfin, ils peuvent rencontrer le management pour leur poser des questions. La structure même du processus d'échange informe l'analyse, en guidant les investisseurs du général vers le particulier. Ainsi cette organisation rend l'analyse de meilleure qualité puisque la quantité et la précision de l'information augmentent tandis que le nombre d'acheteurs diminue au cours du temps. En théorie, ce processus devrait faire converger les évaluations vers la « vraie valeur » de l'entreprise, et éviter de faire monter les prix de manière inconsidérée. Mais dans les faits ce n'est pas ce qui se passe. En effet, les étapes du processus ont une fenêtre temporelle fixe. Lorsque la population des fonds (et donc la concurrence) augmente, le temps de l'analyse doit être partagé entre un nombre plus élevé d'évaluateurs. Ceci diminue le temps nécessaire à l'évaluation pour chacun.

La durée est minimale. Lorsque la banque d'affaire va réunir les offres, il se peut que les acheteurs augmentent. Quand il y a beaucoup de fonds, cela réduit le minimum légal. Le temps d'accès est réduit. On va rencontrer le management 3-4-5 fois, donc il faut être très structuré. L'information que l'on va avoir est parcellaire. De même quand on sait qu'il y a une offre préemptive. On a une période d'investissement, qui nous incite à investir. Cela va réduire les délais. Il faut faire attention à ces choses là. On ne va pas attendre, on va essayer de construire des transactions avant : cela va neutraliser la concurrence, pour qu'on soit rassurés. Ce n'est pas évident à faire, car les *deals* sont de plus en plus intermédiés.[...] C'est la concurrence. On est poussés à la faute. Le risque est que le concurrent shoote le premier. Tout le monde essaie de se court-circuiter. Ça diminue le temps d'analyse (entretien avec un directeur de participations, 21/06/11).

Le paradoxe de l'intermédiation est donc le suivant : alors qu'elle est censée garantir l'efficacité du marché par la centralisation des informations et sa dissémination temporelle, elle diminue le temps d'analyse à cause de la fixité du cadre et de la volonté des acheteurs de passer les uns devant les autres. Ainsi elle diminue la qualité de l'analyse, rendant les valeurs

potentiellement spéculatives. L'organisation de la négociation commerciale est ensuite déterminée par le rapport de force entre les parties. Ce rapport de force s'observe à deux niveaux. Le premier niveau concerne les acheteurs et les vendeurs. De manière à formuler un « bon prix », les investisseurs doivent deviner quelle est la « vraie valeur » de l'entreprise. Il s'agit là d'une tâche difficile en vertu du caractère synthétique des données comptables et surtout du fait que le vendeur essaie de cacher les mauvaises informations et présente l'entreprise sous son meilleur jour, comme dans la théorie des asymétries informationnelles. Comme le suggère l'investisseur précédent, l'entreprise est présentée de manière "sexy" :

Q : Est-ce qu'il arrive que vous ayez des surprises ?

Toujours. Par exemple l'information est biaisée. L'information est asymétrique entre le vendeur et l'acheteur. Il faut rétablir la symétrie. C'est difficile : l'information est écrite, mais c'est pas toute l'histoire. On va passer à côté de choses, de façon structurelle. Ensuite il y a un élément conjoncturel, qui est la concurrence. Les délais sont très courts. En un mois, il faut conduire des *due dil* [*due diligence*]. Il y a des choses qu'on ne voit pas. Ça fait partie du risque que l'on prend. Dans les six premiers mois on apprend des choses (entretien avec un directeur de participations, 21/06/11).

Ainsi, conformément à l'adage *caveat emptor*, l'acheteur doit être méfiant envers les « zones d'ombre », car les vendeurs ne veulent pas s'attarder sur « les petites activités en annexe ». Ils sont même enclins au mensonge, à « raconter des carabistouilles » selon l'expression d'un investisseur. Pour éviter de se faire rouler, les investisseurs doivent parler avec les managers en place et doivent obtenir leur coopération. Obtenir la coopération du management est aussi utile au deuxième niveau du rapport de force, à l'intérieur de la coalition d'acheteurs : entre managers, banquiers et investisseurs. Nous avons amplement évoqué ce rapport de force dans le Chapitre III, il est donc inutile d'y revenir ici, sauf pour mentionner que la dette, en plus d'être un moyen de maximiser le retour sur investissement, est aussi une arme pour gagner la course au *deal* et proposer des prix plus élevés. C'est au comité de crédit à l'intérieur de la banque qu'il revient de réguler l'« agressivité » des offres de ses commerciaux, dans la perspective du risque de crédit ; et c'est aux cadres dirigeants de savoir si l'activité pourra générer une trésorerie suffisante dans la perspective de la croissance. Comme on l'a vu, ces deux freins n'ont pas empêché une bulle de se former à cause de la formation de l'alliance du risque.

Troisièmement, l'évaluation est conditionnée par l'organisation de l'expérience professionnelle. Il s'agit là des normes de marché et de la connaissance commune quant à l'état de l'économie. L'évaluation est conditionnée par les normes de marché, appelées également « standards » ou « pratiques de marché ». On emploie le terme de « norme » dans le sens sociologique usuel d'un modèle approprié de comportement (Durkheim, 2007 [1897], Merton, 1997). Les prix dépendent étrangement de ce type de normes. Il existe des normes en ce qui concerne les multiples, que ce soit des multiples d'EBITDA ou des multiples de dette. Par exemple durant la période de bulle, les multiples de dette étaient de l'ordre de 6 fois l'EBITDA tandis que lors de nos entretiens (en 2010 et 2011) ils étaient de 3 fois l'EBITDA. En tant que normes, ces valeurs agissent comme des points de référence à partir desquels les investisseurs raisonnent et ajustent leurs évaluations de façon à être en conformité avec elles. Il semble que ces valeurs entrent dans l'évaluation en tant qu'hypothèses dans les modèles. Par exemple, on peut faire l'hypothèse que les multiples dans cinq ans resteront aux alentours de 6 fois l'EBITDA (hypothèse conservatrice en l'absence de crise majeure). De même il semble que les investisseurs ne calculent pas le WACC de manière précise mais remplissent cette valeur par le TRI visé, celui qu'ils se sont engagés à produire auprès des institutionnels, lui-même sujet à des normes en terme de segments de marché et même de pays. De plus, lorsque les évaluations transgressent ces normes – lorsqu'elles sont bien plus élevées qu'un certain seuil d'acceptabilité – des sentiments d'indignations sont ressentis dans la communauté.

Q: Comment on sait quel niveau de dette il faut mettre ?

C'est l'habitude, l'expérience. Ca dépend des valorisations, de ce qu'elle dégage en flux de trésorerie. Après il y a des standards. Aujourd'hui ce n'est pas trop de dettes. On voit ce qu'elle peut supporter.

Q: Quels sont ces standards ?

Il y a des choses qui sont exceptionnelles. Picard a un levier de 6 fois par rapport à l'EBITDA, c'est beaucoup. On a tous été étonnés de voir ça. En gros c'est entre 3 et 5 fois l'EBITDA (entretien avec une analyste, 11/10/10).

D'autres investisseurs ont été choqués par ce levier sur le *deal* Picard Surgelés réalisé par Lion Capital pour presque 10 fois son EBITDA, au moment où l'économie n'était toujours pas repartie. Cet investisseur suggère que ces normes ont valeur de règle, elles ne sont pas explicables rationnellement.



Les conditions de marché de 2003 à 2007, c'était de mettre des leviers de 5 et 6 fois l'EBITDA. Pour les banques c'est soit oui ou non. C'est la pratique de marché. On disait « 6 fois » et aujourd'hui on dit « 3,5 fois ». C'est comme ça, le marché est moutonnier. Aujourd'hui ils essayent de rester comme ça. Mais tout ça va évoluer (entretien avec un directeur de participations, 10/10/11).

L'évaluation est aussi conditionnée par la connaissance commune quant à l'état de l'économie. Il s'agit là d'hypothèses implicites qui entrent dans le cadre du processus de décision en tant que matières premières pour la formulation d'un prix, mais ces hypothèses ne sont pas interrogées car elles existent à l'état infra-calculatoire. Elles constituent le terrain phénoménal à partir duquel on peut bâtir une évaluation. Ainsi on a pu voir que pour donner un certain prix, les investisseurs faisaient des hypothèses sur les sources d'amélioration opérationnelles qu'ils peuvent identifier. L'hypothèse principale étant que les actions vont donner le résultat escompté. Mais il est difficile d'interroger toutes ces conditions de possibilité. Par exemple, lorsqu'on calcule la capacité de remboursement de la cible suivant ses perspectives de croissance, on fait l'hypothèse que l'économie est en croissance continue – car aucun secteur n'est complètement décorrélé de son environnement. L'hypothèse de croissance de l'économie (et donc des entreprises en général) n'est pas remise en cause, soit que l'on prévoie une crise majeure, soit que l'on atteigne les limites des ressources énergétiques, soit que les entreprises aient d'autres finalités, etc. Les propositions qui envisagent une croissance nulle ou négative ne sont simplement pas envisagées. Or les prendre en compte ferait nécessairement changer les évaluations. Le taux d'actualisation deviendrait alors négatif et beaucoup moins, voire peu, de LBO seraient réalisés (Ayres, 1998).

Ainsi, on peut voir que l'évaluation n'est pas seulement un processus cognitif lié à l'application de règles intériorisées sous forme de méthodes ou de raisonnements stéréotypés. C'est aussi un processus social dans lequel des forces externes de nature structurelles viennent contraindre les prix qui bougent au sein d'un cadre évolutif. Ces forces externes tiennent à l'organisation interne du fonds, l'organisation de la négociation commerciale et l'organisation de l'expérience professionnelle.

### 3) Définitions et perceptions

Les théories et les méthodes qu'apprennent les investisseurs dans leur socialisation scolaire et professionnelle ne leur permettent pas seulement d'évaluer l'entreprise de manière quantitative en leur fixant un prix, mais aussi de manière qualitative en les plaçant dans des types définis. D'une manière typiquement wébérienne, ils font une opposition entre l'organisation et la gestion patrimoniales d'une part, et l'organisation et la gestion bureaucratiques d'autre part (Weber, 2003 [1921]). Cette opposition structure la manière dont ils perçoivent l'entreprise et son patron. Leur organisation partenariale et leur mode gestion de portefeuille leur paraissent plus rationnels, face à ces deux types opposés qui favorisent l'irrationalité économique. La perception d'irrationalité provient du fait qu'ils ont des définitions implicites de l'entreprise et du patron particulières.

Premièrement, l'entreprise est perçue comme ayant un fonctionnement peu rationnel. Il est fréquent que les investisseurs pensent que les entreprises sont « mal organisées », « peu structurées » et que leur fonctionnement n'est pas « optimisé ». Les entreprises empiriques ne correspondent pas à l'image qu'ils s'en font. Ainsi Louis Godron d'Argos Soditic, un fonds proche du capital-retournement, explique la situation d'une de ces entreprises, Buffet Crampon.

Lorsque nous avons racheté l'entreprise, la situation en matière d'organisation était épouvantable. Il n'y avait pas de structure, pas d'information financière de qualité, pas de procédures. Il a fallu créer la structure et l'équipe. C'est le genre de dossiers qu'on adore car il y a beaucoup de travail à faire (PEME, p.60).

Il explique la stratégie de création de valeur par augmentation du multiple de cette manière :

C'est ce que nous réalisons lorsque nous achetons une entreprise bizarre et compliquée, et que nous la transformons en une société simple et qui fonctionne normalement (PEME, p. 90).

Un investisseur décrit la situation d'un casino qu'ils ont acheté, qui non seulement n'était pas structuré, mais en plus n'était pas assez moderne selon les critères américains :

Par exemple on a acheté un casino, des machines à sous. Vous ne notez pas, mais vous voyez un peu le genre tripot ? Salle enfumée, déco vieillotte etc. Il fallait faire la transformation en profondeur de l'actif. On voulait faire un nouveau casino, un peu comme le Novotel des casinos. Quelque chose de propre, moderne, transparent, frais. C'était notre projet pour la société et les acteurs du secteur. [...] On a transformé

quelque chose d'endormi en quelque chose de dynamique. [...] Il fallait amener un certain professionnalisme. Ca c'est une action transformante. Le groupe n'est pas identique aujourd'hui. Donc si entre nous on est convaincus par ça, que la tendance est déterminée par Las Vegas... (entretien avec un directeur de participation, 02/02/11).

Ainsi les entreprises fonctionnent mal car il existe une forme de « *one best way* » financier, gestionnaire et même esthétique<sup>1</sup> dont les investisseurs sont porteurs. Telle ou telle entreprise n'a pas « la bonne stratégie ». Souvent il s'agit d'entreprises petites et moyennes ou qui ne sont pas déjà passées dans les mains d'un investisseur. Paradoxalement, les grandes entreprises sont perçues comme étant trop bureaucratisées, mais les petites entreprises comme ne l'étant pas assez. Les investisseurs identifient des problèmes en fonction des typologies qui circulent dans leur profession. Soit l'opposition entre organisation bureaucratique (les grands groupes) et organisation patrimoniale (les entreprises familiales). Les deux types d'organisation ont un fonctionnement irrationnel mais pour des raisons différentes. La gestion des grands groupes est déterminée par des jeux politiques internes et des considérations de taille et de puissance. La gestion des groupes familiaux est déterminée par l'attachement sentimental à la propriété et par la figure tutélaire du patriarche. Dans les deux cas, la rationalité strictement économique passe au second plan. Robert Daussun de LBO France contraste l'expérience d'un cadre dirigeant en LBO avec ces situations idéales-typiques:

S'il vient d'un groupe industriel, il [le manager] a vécu les jeux politiques et les aléas de la répartition d'une trésorerie toujours insuffisante pour l'ensemble des projets du groupe. S'il vient d'un groupe familial, il a souvent connu la tyrannie des familles (PEME, p. 37).

Les investisseurs perçoivent des décalages car les entreprises ne sont pas forcément gérées selon les critères qu'ils ont appris ou avec les mêmes outils que ceux qu'ils utilisent pour évaluer les projets. Ainsi les entreprises se focalisent souvent sur la part de marché et le chiffre d'affaires, mais pas forcément sur le résultat d'exploitation et sur la valeur

---

<sup>1</sup> En particulier, il est frappant que l'entreprise soit genrée. Elle est assimilée à une femme. On parle souvent d'une « belle entreprise » dont le secteur est « sexy » et dont on peut « tomber amoureux ». En ce qui concerne le folklore des rachats hostiles de sociétés, voir (Hirsch, 1986). En ce qui concerne l'influence de la culture de la masculinité du LBO sur la discrimination envers les femmes investisseurs, voir (Turco, 2010).

d'entreprise. La gestion du bilan, qui intéresse les bailleurs de fonds, n'est pas la priorité des entreprises.

En général dans une boîte ils regardent le chiffre d'affaires, ils ont le sentiment que c'est important. Souvent ils ont aussi conscience que la qualité du service au client est important. En revanche, même dans les belles boîtes, y'a des éléments moins sensibles pour les salariés. C'est la profitabilité et le *cash-flow*. T'as des groupes où ce n'est pas le plus important. Le niveau de profitabilité du chiffre d'affaires et le *cash-flow*. La profitabilité, je crois que c'est clair. Le *cash-flow* c'est le BFR et les *capex* [*capital expenditures*, les investissements]. Il faut faire en sorte que les investissements soient optimisés. Pour le développement il faut faire beaucoup d'investissement, en revanche l'investissement ne se fait pas sans créer de valeur : dans ce cas on ne va pas le faire. Quand on investit, on le fait pour le profit, et il n'y a pas de chiffre d'affaires sans profit (entretien avec un directeur de participations, 20/12/10).

De plus, les modes de raisonnement des cadres dirigeants peuvent-être différents de celui des investisseurs, ne calculant pas forcément des taux de retour sur investissement comme le TRI ou le *payback*. La logique de l'investisseur est que l'on doit poursuivre un investissement si la valeur actuelle nette est supérieure au coût du capital, dans ce cas l'investissement « crée de la valeur » conformément au modèle DCF. Dans les grands groupes, des considérations de nature stratégique peuvent intervenir dans les décisions (comme par exemple ne pas dépendre d'un fournisseur clé), de la même manière que dans une entreprise familiale des considérations sentimentales peuvent intervenir (comme ne pas vouloir se séparer d'une activité qui rappelle l'histoire familiale). Ces considérations ne rentrent pas dans la cadre du calcul de la rentabilité des investissements, en partie parce qu'elles sont difficiles à évaluer en termes monétaires. Selon Yann Duchêne de Daughy Hanson, ancien consultant de McKinsey, les entreprises, qu'elles soient patrimoniales ou bureaucratiques, sont irrationnelles car elles se laissent aller à suivre leur nature, qui est le principe du moindre effort:

Le principe de base de la nature humaine, c'est la sous-optimisation. Avec les fonds, nous essayons tout simplement d'optimiser d'avantage (PEME, p. 60).

La définition implicite de l'entreprise qu'adoptent les investisseurs n'est donc pas celle d'un ordre social immuable telle une institution, mais celle d'un actif ou d'un projet qui peuvent être modifiés dans une visée instrumentale. On parle souvent de « projet d'entreprise » et quelques fois de « sous-jacent ». D'une part, l'entreprise est un projet car le dirigeant est

assimilé à un entrepreneur qui désire commercialiser un produit dans le futur. Il a besoin de l'argent des bailleurs de fonds. D'autre part, l'entreprise est un actif assimilable à une obligation d'où le bailleur de fonds tire son revenu, car il a pris le risque d'investir.

Deuxièmement, le dirigeant d'entreprise est aussi perçu comme peu rationnel. Tel un monarque, il est décrit comme un personnage charismatique : il dérive son autorité davantage de ses qualités personnelles que de la pertinence des règles qu'il édicte. Ce sont des « fortes personnalités » ou des « grands garçons ».

Q : Qu'est ce qu'un bon CEO pour vous ?

[Il réfléchit] [...] Quelque chose en commun, c'est l'autonomie et l'autorité. L'autonomie c'est que le vrai patron il sait prendre des décisions seul. L'autorité c'est qu'il sait se faire respecter, il a du charisme. Il faut qu'il ait une autorité, pas qu'il soit autoritaire. Une autorité naturelle, et de compétence. Il faut que, quand ils rentrent dans la salle de réunion, ils inspirent le respect et l'autorité de la part de l'équipe. Il y a plein d'autres qualités : l'ascendant sur l'équipe, aligner l'intérêt de l'équipe sur l'intérêt de la société... (entretien avec un directeur de participations, 08/03/11).

Cette autorité patronale est à la fois admirée et crainte par les investisseurs. Elle est admirée, car le charisme est une source de pouvoir de mobilisation sociale que n'ont pas les investisseurs. Mais elle est crainte car les dirigeants sont en butte à des « problèmes d'égo » et aux « caprices ».

Les gens qui raisonnent selon ce que les Américains appellent les *agency costs* -« où est mon chauffeur ? Je voyage en quelle classe dans l'avion ? »- n'ont rien à faire dans des opérations de *private equity*. Nos managers sont modestes. Ils sont économes pour eux, chaque sou compte. Ils ne sont pas dans l'apparat et la représentation. Ceux qui sont restés très longtemps dans de grandes sociétés ont du mal à s'adapter à nous (un investisseur, PEME, p. 75).

De plus, les investisseurs cultivent la rigueur intellectuelle et méprisent l'autorité de la tradition. Cet acteur préfère la raison à l'expérience :

Les petits jeunes qui appellent les grands PDG, cela arrive en permanence, et cela ne pose pas de problèmes. Nos équipes de jeunes ont la maturité nécessaire pour gérer tout cela : nous ne sommes pas concernés par la problématique du pouvoir. Notre approche est une approche de résolution de problèmes. Pour nous, le pouvoir ne résulte pas de la position hiérarchique mais de la qualité de l'analyse (PEME, p. 160).

Il est difficile de prendre la mesure de l'étendue de ces attitudes hyper-rationalistes. Il semble tout de même que les investisseurs soient assez méfiants envers les dirigeants. Ces derniers

peuvent être prompts à tirer au flanc ou à cacher les problèmes, car eux seuls connaissent vraiment la « valeur de l'entreprise », conformément à la théorie de l'agence. Il existe cependant une diversité de profils. Jean-Louis de Bernardy l'explique par les idéaux-types précités :

Il y a deux extrêmes. D'abord, les patrons autocrates, souvent d'entreprises familiales, qui ne savent pas rendre des comptes, ni avant de prendre une décision ni après l'avoir prise. Ceux-là ne peuvent évidemment pas entrer dans le modèle coopératif recherché par les fonds. Ensuite, les managers de groupe, qui n'ont jamais eu de complète autonomie et qui ne s'adaptent pas à la situation de vrais patrons indépendants. Ils nous disent : j'étais bien plus contrôlé dans mon ancien groupe, et cela me manque (PEME, p.75).

Les fonds activistes ont tendance à voir le dirigeant comme étant « l'homme de la situation », voire pour certains comme un simple émissaire. A chaque *type* de situation, c'est-à-dire à chaque stratégie de création de valeur, correspond un *type* de dirigeant. On oppose souvent les « développeurs » qui sont adéquats à une stratégie de croissance interne ou externe ; aux « *cost killers* » qui sont adéquats à une stratégie d'amélioration de la marge.

Q : le manager, comment vous savez s'il est bon ou pas ?

C'est un peu large. [...] Un bon manager dans un bon environnement, ce n'est pas le même quand tout va mal. Il existe des gars forts pour structurer, pas pour couper les coûts. La bonne gestion du BFR devient secondaire, il faut plus générer de CA. Pour le développement, le manager doit comprendre son industrie. Surtout pour les boîtes moyennes, il faut qu'il puisse mettre en œuvre ses décisions, se faire suivre par ses troupes, faire en sorte que ça se passe. Un gars « *doer* » a des qualités différentes. Je donne deux exemples. Dans la santé animale, les marges sont pas mal, la politique de croissance externe est importante. On a un manager développeur, capable de faire des *deals*. Dans le nettoyage de linge, c'est un métier méticuleux, un métier de centimes, car les marges sont faibles. La collecte de linge, faut bien l'organiser, sinon on va perdre la marge. Y'en a un c'est un développeur interne/externe, il sait poser la structure, faire en sorte que l'équipe suive. L'autre, va falloir être un excellent opérationnel qui gère toutes les étapes du processus. Ce sont des qualités différentes (entretien avec un directeur de participations, 20/12/10).

Si les dirigeants ne sont pas interchangeable, contrairement aux ouvriers peu qualifiés, ils sont au moins remplaçables. A la rigueur, certains investisseurs peuvent s'en passer. C'est ce qu'explique ce directeur de participations qui travaille pour un fonds craint des managers. Lorsqu'ils envisagent d'investir dans une entreprise, ils se posent la question de savoir si le management en place est adéquat.

Entre nous [l'équipe de PE], on échange pendant la période de *deal*. On va mettre notre savoir-faire en commun. On va aussi travailler avec des conseils, en relation avec le management, mais pas forcément. Il n'y a pas systématiquement une démarche avec le management. Si on estime qu'il y a un bel actif et si les conseils ont la bonne vision ou l'ont pas, le manager a la bonne vision ou l'a pas, tant pis... Donc on forme une stratégie. Avec cet avantage, on estime qu'on va pouvoir payer le bon prix, et pouvoir gagner la course au *deal*. La plupart des gens que vous avez vus sont dans le même état d'esprit. Après nous on a une vision un peu plus portée sur l'actif. Demain si on achète une boîte mal gérée, la vision du manager nous intéresse peu. C'est pas pour autant qu'elle ne nécessite pas un nouveau projet. Quand on fait des acquisitions à 800 millions-1 milliard d'euros, on fait passer l'entreprise avant le manager (entretien avec un directeur de participation, 02/02/11).

Mais qu'ils soient développeurs ou *cost-killers*, les patrons sous LBO se doivent d'être atypiques et trancher avec les us et coutumes de l'*establishment* français. Ils doivent être de véritables « entrepreneurs » avec une « vision ». Bertrand Finet de Candover dit ainsi que les patrons sous LBO sont souvent des « *mavericks* » (non-conformistes) dans un contexte d'« endogamie » de l'élite économique (PEME, p. 73). En tant qu'exemple, il cite Hervé Gastinel de Terreal, pourtant inspecteur général des finances mais relativement jeune et rompu à la finance de marché, et Georges Plassat de Vivarte. « Homme à poigne »<sup>1</sup>, ce dernier a travaillé pour Hilton et Casino, notamment aux côtés de Jean-Charles Naouri. Dans cette vision instrumentale portée par les fonds d'investissement activistes, le patron n'est pas un homme d'Etat qui incarne l'institution (Selznick, 1984). Les entreprises sont vues comme des projets d'investissement que le dirigeant, avec ses qualités propres, doit mener à bien.

On voit donc que les théories de la valeur actionnariale structurent les perceptions de l'entreprise et du dirigeant, qui ne sont pas définis de la même manière que dans d'autres types de théories qui prévalaient auparavant, en particulier celle du managérialisme aux Etats-Unis dans les années 1950-1960. Zajac et Westphal offrent une comparaison éclairante des deux types de logiques que nous reproduisons en partie (Zajac et Westphal, 2004) :

---

<sup>1</sup> « Georges Plassat, de l'école hôtelière à Carrefour », *Le Figaro*, <http://bourse.lefigaro.fr/indices-actions/actu-conseils/georges-plassat-de-l-ecole-hoteliere-a-carrefour-58773> (consulté le 11/09/13).

Tableau 40 : logique d'agence et logique managériale selon Zajac et Westphal

	<b>Logique d'agence</b>	<b>Logique managériale</b>
<i>Présupposés sur les dirigeants</i>	Agents des actionnaires Poursuivent des stratégies opportunistes qui vont à l'encontre de celles des actionnaires qui sont mieux à même de diversifier les investissements	Délégués de l'organisation Professionnels dont les compétences stratégiques sont essentielles à une bonne allocation des ressources
<i>Présupposés sur l'entreprise</i>	Un nœud de contrats, une fiction légale	Une institution avec des compétences spécifiques
<i>Liens avec les représentations sociales</i>	Logique du marché capitaliste	Logique de l'autonomie professionnelle
<i>Liens avec la théorie des organisations</i>	Théorie de l'agence de Jensen et Meckling	Théorie managériale de Chandler
<i>Implications pour la politique de rémunération</i>	Utilisation des incitations pour aligner les intérêts	Utilisation des salaires et autres avantages pour attirer et garder les talents
<i>Implications pour l'allocation de la trésorerie</i>	Redistribution aux actionnaires	Conservation pour réinvestir

On verra par la suite que ces deux logiques sont moins opposées qu'il n'y paraît et qu'une des explications du développement du LBO est leur hybridation.

Dans cette sous-partie, nous nous sommes penchés sur la manière dont les investisseurs évaluent les entreprises. Ils possèdent des catégories de pensées spécifiques qu'ils ont acquises durant leur socialisation universitaire et professionnelle. Il s'agit de théories, de méthodes et de raisonnements. Les méthodes débouchent sur des prix différents selon le contexte structurel dans lequel elles sont utilisées. Ces catégories de pensées structurent aussi la manière dont les investisseurs évaluent qualitativement les entreprises et les dirigeants.

### ***B - Valorisation : en quête de valeur***

Une fois l'entreprise évaluée et un prix donné, les investisseurs essayent de la mettre en valeur, de la valoriser. Ayant réalisé un investissement, puisqu'ils ont acheté les parts de l'entreprise, ils cherchent à le faire fructifier. C'est par le contrôle de l'entreprise qu'ils vont valoriser leur investissement. Nous allons d'abord voir que les perceptions qu'ont les investisseurs de l'entreprise les amène à avoir des attitudes de contrôle relativement fortes mais qu'ils sont contraints par leur position structurelle. Nous allons ensuite voir qu'ils



utilisent des moyens indirects et directs pour achever ce désir de contrôle. Ils vont chercher à produire de la solidarité sociale chez les cadres dirigeants, à prendre appui sur des tierces parties et à déployer un appareil de rationalisation.

### 1) Attitudes et contraintes de contrôle

Les investisseurs perçoivent le fonctionnement de l'entreprise comme peu rationnel selon les critères d'efficacité mis en avant, ils désirent donc changer son fonctionnement. Les fonds varient suivant leur volonté de contrôle. Mais les fonds les plus activistes sont bloqués dans cette volonté par des contraintes structurelles de nature sociale, perceptuelle et légale.

D'abord, les investisseurs font preuve d'attitudes de contrôle. Nous avons vu que les investisseurs trouvaient que les entreprises avaient en général un fonctionnement peu rationnel. Ils vont donc essayer de rationaliser l'entreprise, de la rendre plus rationnelle selon leurs critères. Cela nécessite d'engager des actions pour modifier la stratégie ou la gestion de l'entreprise. Ces actions constituent le « contrôle ». Mais les fonds d'investissement diffèrent quant à leur attitude concernant le contrôle. Certains contrôlent peu et d'autres contrôlent beaucoup. Les premiers ont une attitude « *hands-off* » ou « passive », tandis que les seconds ont une attitude « *hands-on* » ou « active », voire « interventionniste » et « activiste ». Dans notre vocabulaire, les premiers agissent suivant le modèle bancaire du LBO tandis que les seconds agissent suivant le modèle actionnarial du LBO. Les premiers sont typiquement des petits fonds régionaux, tandis que les seconds sont typiquement des grands fonds internationaux. Comme on l'a vu, les premiers, tel BNP Développement, sont plus proches du capital-développement, et les seconds, tel Bain Capital, plus proches du capital-retournement.

En ce qui concerne l'attitude du fonds, c'est une question de culture. Les sociétés de gestion sont des petites équipes, dans laquelle la personnalité du fondateur est très importante. Ils ont des approches très différentes : il y en a qui sont hyper présents ou d'autres qui font de la gestion d'actifs. Eux ils attendent le rapport de gestion et tant que c'est pas au rouge ils regardent rien. J'ai tout vu. On va citer des noms ? Par exemple X, ils jouent sur la loi des nombres. Sur 10 investissements, ils savent que 2 feront une super performance, 4 seront moyens et 4 feront une performance de merde. A l'inverse vous prenez quelqu'un comme M. X, il y passe 9 mois et 80% de son temps sur un investissement. Quand il a totalement optimisé, il ressort et il laisse venir les rapports tous les mois. Ces deux approches n'ont rien à voir. C'est une question de culture, c'est lié au directeur ou aux associés du fond. Il y a tous les exemples. Par exemple le dossier K, c'est typiquement français. C'est une ancienne participation de [un grand groupe français] qui allait mal. Y reprend 45% du capital et met une nouvelle équipe de management qui a boosté la boîte. Y a vendu en 2006, ils ont été hyper actifs, dans la sélection des managers, ils savaient où ils voulaient mener l'entreprise (entretien avec un conseiller juridique, 01/09/10).

Dans le modèle actionnarial, toutes les stratégies de création de valeur vont être utilisées : désendettement, arbitrage de multiple et augmentation du résultat d'exploitation. Cette troisième stratégie est celle où le contrôle est le plus présent. Dans les années 2000, l'attitude légitime était celle où le fonds d'investissement opérait un contrôle suffisamment puissant pour créer de la valeur par la croissance de l'EBITDA, mais n'intervenait pas sur les sujets opérationnels, prérogative de la direction générale. Le contrôle était légitime car le désendettement évoquait les raiders, l'arbitrage de multiple les traders, tandis que la croissance évoquait les industriels dont l'activité est la plus valorisée dans le contexte français. Cette attitude de contrôle a été poussée par les investisseurs institutionnels car les TRI y sont plus élevés.

Ce qui est important, c'est que des lors qu'on a une ambition et une vision, ça veut dire que notre seul moyen d'y arriver c'est d'être actif. Vous vous retrouvez avec deux types de fonds : des *asset managers* (qui sont passifs) et vous avez de vrais actionnaires (la ils vont être plus actifs). [Son fonds] fait partie de ceux-là. D'ailleurs, il faudrait que vous alliez voir des fonds passifs, parce que là vous ne voyez que des actifs. Etre actif, c'est le seul moyen d'aller chercher la valeur là où elle est (entretien avec un directeur de participations, 02/02/11).

En effet, la valeur gît à l'intérieur de l'entreprise, enfouie sous plusieurs couches d'autorité hiérarchique. Pour pouvoir la trouver, il faut être actif et d'abord casser l'ordre traditionnel de l'entreprise. Les routines établies sont inefficaces et l'entreprise a *besoin* d'une sorte de traitement de choc. Cette idée de traitement de choc est théorisée en tant que telle par les investisseurs dans l'idée de « mise sous tension » de l'organisation. Cette mise sous tension consiste à vouloir augmenter le profit dans un laps de temps plus faible. Dans le vocabulaire de l'ingénieur il s'agit donc d'augmenter le *rendement* temporel de l'entreprise (*output* par unité de temps) de manière similaire à une machine thermique. En comparant la gestion sous LBO avec la gestion d'un grand groupe, Bertrand Finet de Candover parle d'« urgence » et de « vitesse surmultipliée » (PEME, p. 35). C'est ce qui fait la particularité des fonds d'investissement en tant qu'actionnaires selon l'investisseur cité précédemment :

Des actionnaires il y en a de plusieurs sortes. Vous avez des familles, des petits porteurs à la bourse, des grands groupes, des fonds. C'est important de le préciser pour comprendre l'environnement dans lequel on se situe. La différence avec les autres, c'est qu'on a un temps limité et qu'on doit afficher des plus-values. Voilà. Donc pour ça, va falloir qu'on soit des accélérateurs de temps. Ce qu'une entreprise fait en 10 ans, on le fait en 5 ans. Ça c'est important, car on va mettre la société sous

une certaine pression. On va mettre un manager de qualité dans la société, on va définir un plan stratégique clair et on aura pas de temps à perdre dans la mise en application de ce plan (entretien avec un directeur de participations, 02/02/11).

L'attitude la plus activiste ne concerne bien évidemment pas tous les fonds de LBO, mais il est important de voir qu'elle est au principe même du LBO en tant qu'arme organisationnelle telle qu'utilisée par l'investisseur. C'est le *degré* de contrôle qui diffère selon les investisseurs. Cet investisseur illustre bien le lien entre perceptions d'irrationalité et volonté de contrôle :

Q : Est-ce que vous prenez en compte les détails de la société, par exemple son organisation, pour leur valorisation ?

Pas vraiment... C'est noir ou blanc. Si c'est le boxon, on le prend en compte. En général les sociétés [sur notre segment] sont bien organisées. S'il y a une société où ça se passe bien, et où l'organisation n'est pas au point, c'est rare. Si oui, ça on verra au cas par cas. Après si on rentre dedans, on va mettre ça au carré (entretien avec un directeur de participations, 21/12/10).

Mais ensuite, les investisseurs sont contraints dans leur volonté de contrôle par certaines limites. Ces limites sont liées à leur position structurelle spécifique qui fait que l'entreprise est une « boîte noire » pour eux. Il s'agit de limites sociales, perceptuelles et légales. La première limite est que les fonds d'investissement sont à distance des opérations. Ils sont à distance géographique des opérations car ils sont localisés à Paris ou Londres, voire New York, tandis que les entreprises peuvent avoir leur siège en province, de même que leurs usines. Pour les entreprises industrielles d'une certaine taille, les usines sont souvent localisées à l'étranger. Non seulement ils sont à distance géographique des opérations mais ils sont à distance sociale des opérations : les entreprises sont souvent constituées de chaînes de commandement d'une certaine longueur ; et de par leur formation ils ne connaissent pas beaucoup la gestion industrielle. La deuxième limite est que les fonds ont un champ de vision assez large. L'avantage de cette position de surplomb est qu'ils peuvent avoir des idées de création de valeur en comparant les entreprises et les secteurs. Mais le désavantage est que pour beaucoup, ils ne peuvent se concentrer avec une très forte intensité sur un investissement, car ils doivent en surveiller plusieurs. La troisième limite est que la loi française force les actionnaires à évoluer dans un territoire symbolique délimité. En effet, le dirigeant est le « mandataire social » de l'entreprise conçue comme une personne morale distincte de ses constituants élémentaires. La personne physique est responsable de la

préservation de l'« intérêt social » de cette personne morale. La loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (NRE) établit une frontière entre la gestion, qui revient au directeur général de la société, et la surveillance qui revient au président de la société. Le premier propose tandis que le second accepte. Mais cette frontière est floue. Dans certains cas, les tribunaux français ont jugé que les fonds d'investissement étaient responsables du dépôt de bilan de l'entreprise. Ils assumaient la « gestion de fait ». Ceci peut mener à la disparition du fonds, soit de manière directe en grevant son bilan car devant combler le passif de l'entreprise, soit de manière indirecte en affectant sa réputation et ne pouvant plus lever d'autres fonds. De ce fait, ils ne peuvent pas aller trop loin dans leurs exigences vis-à-vis de l'entreprise. Un avocat conseil évoque le fait que les fonds ont une « peur bleue » de cette « épée de Damoclès ».

Ainsi, en vertu de la manière dont ils perçoivent les entreprises, les investisseurs font preuve d'attitudes de contrôle, qui sont cependant variables. Les investisseurs actifs font face à des limites structurelles. Ceux-ci vont donc chercher à les contourner en utilisant des moyens de contrôle indirects.

## **2) Les moyens du contrôle**

Du fait de ces limites qu'impose leur position structurelle à leur volonté de contrôle, les investisseurs vont chercher à employer des moyens indirects ou directs de contrôle. Ils vont chercher à produire de la solidarité sociale entre eux et les managers, à prendre appui sur des tierces parties et à déployer un appareil de rationalisation.

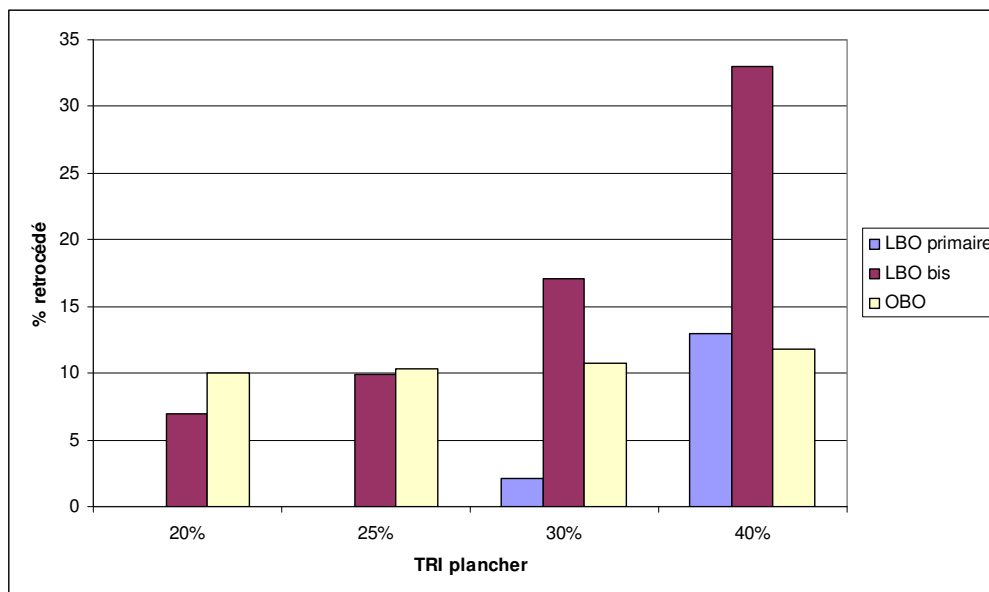
### **a) Produire la solidarité sociale**

De manière à contrôler leur investissement sans contrôler l'entreprise, les investisseurs essaient de se lier avec les cadres dirigeants. Le but est de concevoir une petite communauté de destin. Les investisseurs visent à « l'alignement des intérêts » des managers sur les leurs. D'une manière analogue à la relation entre l'employeur et l'employé, cet ensemble d'actions qui vise à produire de la solidarité sociale entend résoudre le problème crucial de la *motivation* : comment faire en sorte que les cadres dirigeants maximisent le profit de l'entreprise? Comme le disent les investisseurs, il faut que les managers soient « dans le même bateau » ou qu'ils soient « sur la même longueur d'onde ». Car dans une entreprise qui va mal, les managers alignés vont « se lever à 6h du matin ». L'alignement des intérêts est

avant tout économique, mais fait aussi appel à l'obligation légale et à la transformation du rôle social.

En effet, la solidarité sociale que veulent obtenir les investisseurs est d'abord purement économique comme l'indique l'expression « alignement des intérêts ». A la manière de la théorie de l'agence, les investisseurs conçoivent les cadres dirigeants comme des individus mus par leur propre intérêt, qui est pécuniaire et statutaire. Pour empêcher qu'ils agissent de manière opportuniste avec l'argent qu'ils ont apporté, il convient de modifier la structure de propriété de l'entreprise. Les managers doivent détenir une part significative de celle-ci. Cela diffère selon les fonds comme on l'a vu au Chapitre II. Pour les fonds opérant selon le modèle actionnarial, il s'agit d'environ 20%. Les managers mettent l'équivalent de 6 à 24 mois de salaire et certains s'endettent et hypothèquent leur maison pour pouvoir investir, de telle sorte qu'ils ont un « double levier ». Il y a donc une nécessaire prise de risque aux côtés du fonds. Cela permet de partager aussi la plus-value à la fin de l'opération. Les modalités de ce partage sont formalisées dans un « *management package* ». Deux types de mécanismes sont utilisés, en général de manière combinée : un mécanisme de *sweet equity* et un mécanisme de *ratchet*. Le *sweet equity* concerne les titres de propriété qui sont intermédiaires entre la dette et le capital, comme les obligations convertibles en actions que détient le fonds d'investissement. Ne pas les convertir revient à abandonner une partie de la valeur du capital au management qui détient lui-même des actions. Le mécanisme de *ratchet* concerne les bons de souscription d'action. Dans ce mécanisme, une partie croissante de la plus-value est rétrocédée suivant l'atteinte de paliers successifs (après le pallier plancher réservé aux investisseurs du fonds, le *hurdle rate*). Par exemple, 10% de la plus-value sera rétrocédée si les actionnaires atteignent 15% de TRI, 20% pour 20-25%, 30% pour 30-35%, etc. La Figure 34 montre que ces rétrocessions sont fonction des types d'opérations, car la difficulté à atteindre un rendement cible est tout à fait variable suivant ces types.

Figure 34 : rétrocession de plus-value aux managers pour trois types de LBO



Source : Aforge Finance, 2004. Cité dans PEM n°45, Juin 2009, p. 26.

Le tout est complété par des bonus traditionnels à plus court-terme, liés à des indicateurs de performances clés. Les détails de ces mécanismes compliqués importent moins que leur principe et leur conséquence<sup>1</sup>. Le principe est bien d'aligner les intérêts des deux parties, mais ils ne sont pas identiques à des stock-options qui ne sont pas considérées comme suffisamment « alignantes » pour les investisseurs car présentant un risque faible.

De plus, la performance des managers se trouve décorrélée de celle du fonds. En effet les *management packages* sont construits de telle manière que l'espérance de gain s'accélère pour les managers par rapport à celle des fonds. La conséquence est que les cadres dirigeants prennent un grand risque financier, probablement plus grand que celui des investisseurs, d'autant plus si on ajoute le phénomène de « double levier » et leur diversification souvent égale à zéro. Cette grande prise de risque est la contrepartie de perspectives d'enrichissement considérables comparables à ce que peuvent connaître d'autres professions financières.

L'alignement des intérêts, c'est un principe simple, appliqué par tous les acteurs du LBO. C'est de dire, la structure financière est le meilleur garant de l'alignement. C'est tout simplement financier. Ça fait que quand ça se passe bien pour le fonds, ça se

<sup>1</sup> Pour une présentation générale de ces instruments, on pourra se reporter aux manuels de Bertrand Jacquillat et Michel Albouy (Albouy, 2003 ; Jacquillat et Solnick, 2009).

passé très bien pour le management. Car c'est eux qui ont un pouvoir direct sur la société, il n'y a qu'eux qui peuvent changer les choses. Ils auront d'autant plus envie de changer, si c'est *life-changing*. Ils peuvent arrêter de bosser s'ils veulent après hein. [...]

Q : Ça arrive qu'ils arrêtent de bosser ?

Oui c'est arrivé, mais ils s'ennuient vite et ils arrêtent de ne pas bosser. Sur des participations historiques, on en a eu qui ont pris trois années sabbatiques et puis ils ont repris. Du point de vue alimentaire, ils n'en n'ont pas besoin... Après ils s'arrêtent pas à 40 ans, mais autour de la cinquantaine. S'ils étaient restés, ils seraient restés en activité pour 5-6 ans au plus, donc c'est pas le métier des traders... (entretien avec un directeur de participation, 21/12/10).

Comme on l'a vu lors de LBO successifs, les managers peuvent s'enrichir de manière facile, car ils réinvestissent une part toujours plus grande de leur plus-value précédente, sans prendre de risque supplémentaire *a priori* car ils ont appris comment la mécanique du LBO fonctionne. Ces mécanismes peuvent être diffusés de manière relativement profonde dans l'organisation tout en restant confinés aux hauts cadres. Un trésorier d'une entreprise sous LBO renommée explique qu'ils concernent 25 personnes sur un groupe qui compte 4800 salariés. Dans des cas rares, cela peut aussi concerner quelques centaines de personnes. Une directrice de participation qui s'occupait d'un réseau de bijouteries a fait investir un commercial développeur en lui distribuant des bons de souscription d'action. Sa motivation était cruciale du fait que la stratégie du fonds était de multiplier les points de vente en France (stratégie du « *roll-out* »).

Mais la solidarité sociale ne concerne pas seulement l'intérêt économique, il concerne aussi l'obligation légale et le rôle social. Pour ce qui est de l'intérêt économique, l'idée est que c'est la solidarité économique qui va créer la solidarité sociale. Le raisonnement est similaire à celui tenu par les « pères fondateurs » de l'Union européenne : créer une « solidarité de fait » par des liaisons commerciales, ce qui forcera les nations à coopérer et *in fine* à se fondre dans le même moule culturel. Dans une telle stratégie, compter sur l'intérêt économique n'est souvent pas suffisant. De ce fait, les investisseurs et les managers se lient par des promesses à valeur juridique dans le cadre de contrats. Ceux-ci sont appelés des « pactes d'actionnaires ». Ces pactes visent à clarifier les relations qui unissent les co-investisseurs et à anticiper des événements problématiques. Les clauses qui figurent au contrat concernent la gouvernance (qui est président, qui est au directoire, quelles sont les règles d'anti-dilution), les garanties financières du dirigeant dans un cas de départ (*good leaver* ou

*bad leaver*) et la sortie du LBO (vendre dans les mêmes conditions). Mais l'intérêt économique et l'obligation légale présentent des limites qui sont liées à leur caractère formel. Si ces mécanismes ont pour but de changer le statut des managers, puisqu'ils passent du statut de salarié au statut d'actionnaire, ils ne transforment pas automatiquement leur personnalité sociale dans le sens voulu. Les investisseurs espèrent que ces dispositifs formels vont changer leur manière de raisonner.

On leur demande de partager le capital avec nous [...]. Ça permet de raisonner comme des actionnaires pour prendre de bonnes décisions.[...] L'idée c'est qu'au moins une partie des collaborateurs soient des investisseurs et raisonnent comme des investisseurs et qu'ils soient associés à la création de valeur (entretien avec un associé, 07/10/11).

Il s'agit parfois d'une pétition de principe, car les cadres dirigeants, en particulier ceux issus des grands groupes, peuvent conserver leur « mentalité de salarié ». De ce fait les investisseurs veulent atteindre les managers de manière plus profonde en perçant leur surface d'agent rationnel pour toucher leur nature de personne psychologique. Nous y reviendrons au Chapitre V.

Les investisseurs désirent donc produire de la solidarité sociale entre eux et les cadres dirigeants car ils doivent obtenir leur coopération pour réussir l'opération. Cela passe par l'alignement des intérêts qui est avant tout économique, mais aussi légal et social.

### **b) Prendre appui sur des tiers**

Une autre manière pour les investisseurs de contrôler sans vraiment contrôler est d'utiliser des tierces parties qui viendront se placer entre eux et le management. Il s'agit de placer des administrateurs externes dans l'organe de surveillance, d'employer des consultants et d' enrôler la fonction financière.

D'abord, comme on l'a déjà dit, le problème le plus grand auquel font face les investisseurs est qu'ils sont à distance des opérations. Cela veut dire qu'ils ne savent pas exactement ce qui se passe dans l'entreprise mais aussi qu'ils ont peu de connaissance en gestion opérationnelle. En plus, ils ne sont en général pas spécialisés dans des secteurs particuliers. Ceci les rend très dépendants de ce que veulent bien dire les dirigeants. De manière à être le mieux informés de la tournure que prennent les affaires de l'entreprise, les investisseurs placent des administrateurs extérieurs au sein du conseil d'administration ou du



conseil de surveillance. En général ce sont des anciens dirigeants qui connaissent bien le secteur. Ils sont appelés les « *operating partners* » car ils sont formellement membres du fonds d'investissement. De ce fait ils ressemblent à des administrateurs indépendants sans vraiment être indépendants. Dans la relation entre investisseurs et managers, ils ont une fonction de tampon.

Souvent on [les dirigeants] a besoin d'être challengé. On [les investisseurs] est dans une meilleure position pour donner des idées et pour apporter des ressources si besoin. Le CS [Conseil de Surveillance] est composé d'une partie finance et puis d'*operating partners* qui ont environ 55-60 ans avec un beau parcours qui souhaitent accompagner des entreprises. Ils amènent une expérience de challenger, mais aussi l'échange, le partage d'expérience et le réseau. Ils ont une implication assez forte. L'entreprise doit subir une transformation importante dans une courte durée. Ça demande beaucoup de travail en peu de temps, ils [les managers] ont besoin de ce complément (entretien avec un directeur de participation, 08/03/11).

Ensuite, lorsque les investisseurs veulent créer de la valeur en augmentant les profits de l'entreprise (dans une « logique industrielle »), ils n'ont pas forcément d'idées ou ne savent pas forcément comment les réaliser. Les cadres dirigeants n'ont peut-être pas eux-mêmes d'idées ou bien les investisseurs considèrent que celles-ci ne sont pas satisfaisantes. Dans ces cas-là, ils emploient des consultants. Il s'agit de consultants en stratégie, qui analysent le marché de l'entreprise et les moyens d'améliorer sa position stratégique. Ils peuvent provenir de grands cabinets comme McKinsey ou de plus petits cabinets. Cet investisseur explique comment ils ont procédé sur une de leurs entreprises :

Ce qu'on a fait, c'est qu'avant on a travaillé avec des experts sectoriels sur un plan stratégique, avant même de rencontrer le management. Après on a rencontré les managers et on les a fait travailler en plus avec des consultants de Roland Berger. Les axes c'étaient : se recentrer sur [un métier particulier], on a cédé les autres activités ; recentrer l'agence sur le commercial : on a centralisé l'achat, la logistique, pour avoir des effets de volume, optimiser les ventes. On a redemandé aux agences de se focaliser sur de nouveaux clients. Et troisièmement on a participé à la création en interne, au siège, d'une équipe de développement pour ouvrir de nouvelles agences. On a pris une personne en marketing, une personne en immobilier, en achats, en recrutement. On a industrialisé le processus (entretien avec un associé, 05/11/10).

Lorsque la transformation opérationnelle nécessite une grosse réorganisation, des consultants en organisation peuvent aussi être convoqués. Comme le suggère cet autre investisseur, ils assurent une fonction de contournement du management.

Les autres manières d'agir, c'est par des consultants externes. Ils vont nous aider à changer l'organisation, les *process*, réduire les coûts quand c'est nécessaire. Mais aussi changer la culture. On a une entreprise qui est un ancien monopole. Dans la culture, ils sont très bons pour contenir les coûts, mais pas pour la conquête commerciale. Un consultant a fait une mission pour redéfinir des plans d'action, pour réinsuffler l'esprit conquérant. Par exemple en faisant intervenir des indicateurs de performance.[...] On a aussi recours à des consultants pour le recouvrement de créance, la gestion, le *lean manufacturing*. Ca passe par l'intervention de tiers. Le manager il va dire « on fait bien ». L'intervention est rarement neutre. Dans certains cas, les missions quelque soit le résultat, révèlent des choses. Il peut y avoir des éléments [problématiques]. On voit sur ces éléments là si c'est cool (entretien avec un associé, 15/02/11).

Aux consultants il faudrait aussi ajouter les auditeurs, qui sont très présents. Ceux-ci sont chargés de garantir la qualité de l'entreprise, que ce soit ses comptes ou son équipe de direction. Comme l'explique ce dirigeant d'entreprise, les auditeurs rassurent les investisseurs lorsqu'ils s'inquiètent de la situation.

Les actionnaires venaient nous voir. On faisait des présentations, et de temps en temps on avait des audits qu'ils faisaient soit eux-mêmes soit par des consultants.

Q : Il y avait des audits ?

Oui pour les projets. En logistique ils ont missionné un consultant pour voir si le projet était bien monté. Ils ont aussi envoyé une équipe américaine pour interviewer le management. Ils ont posé des questions pour voir si on avait les idées claires. Mais la règle c'est plus ça va bien, moins vous les voyez, et quand ça va moins bien vous les voyez (entretien avec un manager, 08/06/11).

Enfin, lorsqu'ils prennent le contrôle d'une entreprise, les investisseurs veulent implanter de nouvelles procédures et une nouvelle « mentalité » qui est plus financière. C'est parce que l'entreprise se retrouve avec un endettement fort dont elle doit assurer le remboursement, mais aussi parce que sa structure de capital n'est pas considérée comme optimale. S'ils viennent d'une autre origine sociale ou s'ils ont une autre formation, les dirigeants ne parlent pas forcément le même langage que les investisseurs. Les investisseurs essaient donc d'enseigner aux dirigeants quelques principes de gestion financière. Une telle tâche est plus facile à accomplir s'il y a un traducteur. Le traducteur vient de la fonction financière et est souvent le directeur financier. Les investisseurs essaient donc de se reposer sur lui. Il assure donc une fonction de relais.

En vertu de leur position difficile, les investisseurs utilisent donc des tierces parties pour contrôler leur investissement. Ils utilisent des administrateurs externes, des consultants et la fonction financière.

### c) Déployer un appareil de rationalisation

L'action de contrôle la plus directe du point de vue de l'investisseur opérant selon le modèle actionnarial est sans doute le déploiement d'un « appareil de rationalisation ». L'appareil de rationalisation est ici un ensemble d'instruments qui visent à remodeler l'entreprise de telle sorte qu'elle fonctionne dans le sens de la production de valeur actionnariale. Cet appareil de rationalisation est composé de trois éléments : la planification de l'action, la structuration de l'autorité et la formalisation des décisions.

Premièrement, les investisseurs désirent créer de la valeur mais la quantité de valeur qu'ils vont créer est dépendante d'événements futurs dont l'apparition est incertaine. En plus de cela, ils ont une certaine idée de ce qu'ils veulent obtenir en termes de TRI ou de multiple : en général, 25% et trois fois la mise. Il faut donc qu'ils mobilisent la machinerie organisationnelle de l'entreprise et qu'ils la fassent travailler à un certain rythme pour obtenir les résultats escomptés. Le *business plan* est l'outil de base pour cela car il donne de la visibilité sur le futur en même temps qu'il contraint l'action. Comme le répètent souvent les investisseurs il faut « aller d'un point A à un point B ».

C'est indispensable. C'est le B-A ba de notre métier. On valorise les entreprises sur des *cash-flows* futurs, des *discounted cash-flows*. Il faut démontrer que le *business* va être capable de créer de la valeur. Le fondement de ça, c'est d'avoir une société qui va créer de la valeur. Pour ça il faut comprendre l'évolution de la société. Pour nous, c'est la modélisation financière qui est la clé pour ça. Le *business plan* il est composé du compte d'exploitation ; du bilan ; des *cash-flows*. On va reproduire ça pour les sept prochaines années. Une fois qu'on a ça, on peut dire quelle valeur, quelle dette, quelle stratégie mettre en place. C'est l'outil de base. Il permet de définir un projet, où est-ce qu'on va. Et comment on y va. Chemin faisant, où on en est par rapport au plan initial. Ça va nous permettre de dire la valeur de la société. La base c'est la modélisation financière avec le bilan, le compte d'exploitation, les *cash-flows*. Tout ça, c'est traduit agence par agence, et ensuite on consolide tout (entretien avec un associé, 05/11/10).

Le BP se fonde sur quelques idées, que les investisseurs appellent parfois des « hypothèses de croissance » et qui, mises bout à bout, forment une « thèse d'investissement ».

Je vous donne un exemple, sur [l'entreprise X], que vous ne citez pas. On avait plusieurs axes : (1) il faut trouver une succession au manager-fondateur. Ça n'a rien à

voir avec M. X en particulier mais comme nous tous, il n'est pas éternel. (2) Le groupe est n°3 en France. L'idée, c'est d'être n°3 sur un autre pays, comme l'Espagne. Ensuite, on va ouvrir l'entreprise à un nouveau pays. (3) Régler le problème des succursales, ou des magasins. Il y a certains magasins qui sont des franchisés, d'autres des succursales. Vous connaissez la différence ? [euh, oui...]. Non attendez, on va appeler ça « rationalisation du réseau ». Vous pouvez barrer « régler le problème des succursales » et mettre « rationalisation du réseau » [il me regarde avec insistance, je raye]. (4) Développer des nouvelles technologies ou de nouveaux services. L'idée c'est de dire : comment on met ça en avant ? Sur chaque sujet, on va prendre ça en main. C'est la manière de créer de la valeur (entretien avec un directeur de participations, 02/02/11).

Le BP sur lequel est fondé la valeur d'entreprise à l'achat et la valeur potentielle à la sortie est élaboré par le management, mais aussi par des consultants en stratégie et est revu et corrigé par les investisseurs. Comme dit précédemment, le BP est constitué de projections qui sont élaborées à partir d'hypothèses de croissance. Une fois les projections établies, celles-ci deviennent des cibles que les dirigeants doivent atteindre. Voilà pourquoi elles doivent être les plus justes possibles et pourquoi les dirigeants doivent y adhérer. Un investisseur précédent explique que le travail autour du BP a permis aux cadres de s'approprier la démarche du LBO même si le plan qui a été adopté n'était pas le leur.

On a souhaité que ce plan soit accepté par le management. On a mis en place le recrutement d'un nouveau CEO. On avait notre projet, mais il fallait qu'il soit « acheté » par le management. Donc on les a fait travailler sur quatre thèmes, pour les aider à faire un nouveau plan : le développement d'agences ; l'achat ; la logistique ; le commercial. C'était 50 managers animés par un cabinet de conseil pour construire leur propre *business plan*. C'était en Avril-Mai, jusqu'à Septembre. Le leur était très proche du notre, ils se le sont appropriés. En Novembre on a mis au point une convention qu'on a présentée à l'ensemble des cadres. On leur a proposé d'investir, et 95% l'ont fait. Donc en amont on avait une thèse d'investissement, mais on a fait en sorte qu'elle soit « achetée » par le management (entretien avec un associé, 11/05/10).

Du point de vue du dirigeant d'entreprise, ces cibles constituent des engagements. Elles sont comparées avec les résultats effectivement réalisés. Si un chiffre est au dessous d'une cible, les investisseurs vont engager des actions pour corriger la trajectoire. De cette manière ils vont aussi pouvoir juger de l'action du dirigeant.

Deuxièmement, les investisseurs vont profondément remanier la structure de l'autorité au sommet de l'entreprise. Ils vont d'abord mettre en place un système de gouvernement dualiste : conseil d'administration et comité exécutif ou bien conseil de surveillance et directoire. Une distinction est établie entre orientation stratégique et gestion au quotidien. En

réalité la distinction correspond à peu près à celle existant entre pouvoir législatif et pouvoir exécutif sous la V<sup>e</sup> république. Si les premiers organes représentent bien les actionnaires, ceux-ci ont bien souvent un rôle de validation tandis que l'initiative est laissée au deuxième type d'organe (au moins en théorie). Les fonds de LBO opérant selon le modèle actionnarial possèdent la majorité des droits de vote au conseil d'administration ou de surveillance et donc le contrôlent juridiquement. Cela leur donne la possibilité de s'opposer à la direction de l'entreprise en usant de leur droit de veto sur des décisions clés comme la nomination du directeur général, l'approbation de l'équipe dirigeante et de son budget, ou le changement de périmètre opérationnel. Pour les fonds les plus actifs, cette structure de gouvernement dualiste est souvent complétée par des comités *ad hoc* chargés de mettre en place les axes particuliers de la stratégie.

Q : Qu'est ce que vous entendez par gouvernance [dans ce cas] ?

Ça va être la ou les règles du jeu. Comment on va travailler ensemble. Chez [son fond], on met un CS avec un directoire. Le directoire, c'est le président de la société, plus 2-3-4 membres, dont le directeur financier et les hommes clés. Le directoire aura, devra rendre compte au CS en permanence. L'autre manière de faire, en plus, mais en fonction du plan stratégique, va y avoir des comités. On aura un comité pour chaque domaine : un comité de développement, un comité d'audit et de rémunération, un comité de suivi opérationnel, un comité de marketing (avec un représentant de [son fonds]). Ils ont délégation du CS et à l'issue de celui-ci il y a présentation par les différents comités au CS, qui prendra la décision (entretien avec un directeur de participations, 02/02/11).

Etant donné la menace qui pèse sur eux quant à la gestion de fait, le gouvernement dualiste est aussi un moyen de se protéger.

Le fonds a une peur bleue de sa responsabilité. Si le LBO plante, le tribunal peut considérer que c'est une faute de gestion et décider d'un comblement de passif. Pour le fonds c'est une catastrophe. C'est pour ça que celui qui est responsable juridiquement, c'est le dirigeant. Ils mettent en place un pare-feu et se mettent dans le CS, et non pas au CA ou au directoire. Mais ça ne les protège pas totalement (entretien avec un avocat conseil, 01/09/10).

Les investisseurs vont ensuite renforcer le personnel de direction, ce qu'on appelle la « professionnalisation du management ». Il s'agit de recruter de nouvelles personnes qui seront adaptées à la stratégie. Dans certains cas, le dirigeant en place est remplacé tout de suite, d'autant plus s'il est proche de la retraite ou s'il est associé avec l'ordre ancien que l'on a diagnostiqué comme étant sous-optimal. Un « homme nouveau » amène « un certain

professionnalisme » et surtout donne « un nouvel élan ». En cours de route, si les performances sur lesquelles s'est engagé le dirigeant ne sont pas atteintes, le dernier recours pour les investisseurs est de le révoquer.

Pour la création de valeur, lorsqu'on rentre dans une société, le management travaille sur un BP. Il faut qu'ils arrivent à tenir les chiffres. [...] Après il y a plusieurs cas : l'entreprise fait son plan, là l'entreprise fait presque son plan, c'est bien. Il y a des cas où la performance n'est pas au rendez-vous. Là l'entreprise va dans le mur ou ne fait pas son retour sur investissement. Là ça peut arriver au management, de pas être assez travailleur. Dans un cas où on veut passer de n°2 à n°1 c'est un problème. S'il n'est pas au niveau, s'il va vous raconter des salades, le jour où vous n'avez pas d'indicateurs... S'il n'y arrive pas, on va remplacer quelques membres. On aime pas le faire. Mais on investit sur un projet d'entreprise, un projet humain (entretien avec un directeur de participations, 21/06/11).

Les investisseurs les plus activistes peuvent aussi bien le révoquer « s'il n'est pas content ». Il s'agit là pour eux d'un outil très puissant de contrôle, que les dirigeants utilisent eux-mêmes sur leurs salariés dans la mesure où ils sont interchangeables. Mentionnons que dans un cas, la structure de l'autorité a été transformée à un niveau relativement profond. Dans cette entreprise :

Il y avait six régions avec chacune un patron, on avait une multitude d'agences, de 15 à 20. Pour tous les bons patrons, on savait pas les faire évoluer... Il y avait un certain nombre de fonctions support, les RH, le contrôle de gestion, il n'y avait pas de nécessité de les avoir là, ça générerait un surcoût. Et puis pour chaque patron, c'était difficile de le faire évoluer, ils étaient au bout de l'entonnoir. Avec la nouvelle organisation, on pouvait donner plusieurs agences à un patron d'agence. On a donc créé un échelon hiérarchique pour lui donner plus de responsabilités. Aussi on pouvait faire des synergies entre les deux ou trois agences à proximité (entretien avec un associé, 05/11/10).

Enfin, les investisseurs vont mettre en place des procédures de *reporting* courtes et serrées. Des réunions sont organisées chaque mois où les résultats du mois précédent sont explicités ainsi que des présentations sur des sujets plus spécifiques qui ont trait à la stratégie. Mais les relations peuvent être plus serrées encore suivant les situations, avec des contacts hebdomadaires par téléphone ou même journaliers en cas de crise.

Troisièmement, les investisseurs vont s'engager dans la formalisation des décisions. D'abord, de nouveaux objets de décision vont être introduits dans le raisonnement stratégique des dirigeants. Par exemple, le recrutement, mais surtout le *cash* ou les investissements ne sont pas forcément pensés comme devant faire l'objet d'une décision à proprement parler.

Dans certaines entreprises, dont on peut supposer qu'elles sont petites et familiales, ces objets entrent dans le cadre d'une gestion de type traditionnel où l'habitude prime sur la réflexion. Comme on le verra dans le chapitre suivant, certains éléments ne sont tout simplement pas « dans la culture » de l'entreprise et de sa direction. Une fois que ces objets sont pensés comme devant faire l'objet d'une décision, les investisseurs insistent sur l'analyse et sa communicabilité : ils doivent être écrits ou bien quantifiés.

Sur cet aspect là [le *cash*]: il faut faire des analyses et faire prendre conscience des choses. Il faut suivre le *payback* des nouvelles ouvertures [de magasins]. Souvent le management le sent, mais il faut faire l'analyse, le mettre sur le papier (entretien avec une directrice de participations, 04/10/11).

Les investisseurs mettent un accent très fort sur l'utilisation d'indicateurs. Ceux-ci extraient de l'information des actions et les compressent dans un format lisible pour les personnes externes à l'organisation. Ils concernent plusieurs champs.

Dans les sociétés entre 50 et 100 millions d'euros, il n'y pas de *reporting* mensuel et pas forcément de *reporting* consolidé. Il n'y a pas de prévision de flux de trésorerie, ou la trésorerie à trois mois. [incompréhensible] C'est une première mesure. D'autres mesures sont le suivi des commandes, il faut des indicateurs pour ça. Le patron a une certaine vision, mais à partir d'un certain seuil, il y a une perte de contact avec le client. On a donc besoin de mettre en place un indicateur formalisé. Le combat au départ, c'est qu'ils disent qu'ils n'en ont pas besoin. Pour les coûts, les embauches, il faut des vérifications. [...] On regarde le résultat tous les six mois [...]. On va jouer notre rôle de *sparring partner* : comment rentrer les commandes, on regarde si le CA baisse, on a un véritable échange. Si on a pas d'indicateurs, on ne voit rien (entretien avec un associé, 15/02/11)

Ainsi, l'utilité des indicateurs provient du fait qu'ils augmentent la visibilité de l'environnement pour les dirigeants, ainsi que la transparence de l'entreprise et un appui critique pour les investisseurs (Power, 1999). Ces indicateurs peuvent en outre être déclinés de manière relativement profonde à l'intérieur de l'organisation.

Q : Quels indicateurs mettez-vous en place ?

Déjà, des indicateurs financiers. Pour la construction du compte de résultat analytique : le CA moins les coûts. C'est classique. On suit ça le mois le mois. Cela impose une discipline financière, avec ça on a déjà fait 80% du chemin. Pour les indicateurs opérationnels, on l'a fait dans une des entreprises : X. Il y a des magasins qui font des rideaux sur-mesure. Quelqu'un construit le projet et le client reçoit un devis. Là le bon indicateur, c'est le nombre de personnes qui rentrent par magasin. Le nombre de personnes qui demandent un devis et le nombre de personne qui repartent avec un devis signé. On peut savoir si c'est un problème de fréquentation ou un problème commercial (d'offre ou de vendeurs), ou un problème de prix : on peut

calculer un taux de conversion. On va suivre la fréquence, le taux de transformation en devis, etc. Cela permet de comprendre ce qui se passe dans les magasins. Ca nous permet de comparer et d'être au cœur du pilotage. Avec ça on a fait 80% du chemin. On suit les chiffres au mois le mois. C'est capital pour le chemin, pour le faire. Construire des indicateurs, cela permet de trouver des solutions. Cela permet d'avoir des réunions structurées : on a les raisons, on ne va pas se tromper d'analyse (entretien avec un directeur de participations, 21/06/11).

Du fait de leur position extérieure à l'organisation, les investisseurs mettent en place un appareil de rationalisation qui a pour but de favoriser la création de valeur actionnariale. Il s'agit de planifier, structurer et formaliser les processus organisationnels du point de vue de l'investisseur. Dans l'encadré, nous donnons deux exemples de processus de rationalisation actionnariale réussie<sup>1</sup>.

*Encadré 5 : deux cas de processus de rationalisation actionnariale*

**Cas n°1 : Entreprise Optique (exemple de stratégie de *build-up*)**

Entreprise acquise à un autre fond de LBO en 2001 pour 40,2 millions d'euros (5,8 ×EBIT)

**Priorités pour la création de valeur :**

- dé-risquer le business
- transformer une entreprise française en un groupe international avec des positions de leader dans des niches de marché grâce à une ambitieuse stratégie de croissance externe
- implémenter une stratégie de buy-and-build

**Focus sur les aspects suivants :**

- mettre en place un management international
- recentrage sur les marchés les plus profitables
- optimiser le portefeuille produit pour se concentrer sur les plus profitables
- investir dans l'outil industriel pour augmenter la capacité et la flexibilité

**Les trois périodes de la transformation :**

- 2002-2004 : nouveau CEO, dé-risquer le business en production commercial et financier, contacts avec des cibles d'acquisition

---

<sup>1</sup> Cet encadré se fonde sur deux présentations Powerpoint qu'un investisseur nous a données pour illustrer les processus de transformation organisationnelle mis en œuvre par les fonds. Pour des raisons de place, nous avons sélectionné les informations pertinentes. Nous avons traduit ces informations en français car il s'agit d'une compilation de phrases et non d'extraits *in extenso*. Nous avons cependant pris soin de les traduire en respectant les formulations indigènes.



-2005-2007 : recentrage, implémenter les synergies, deux acquisitions, négociation avec les clients pour arrêter l'érosion des marges

-2007-2008 : nouveau CEO et CFO (équipe internationale), gros contrats et exit d'un marché, trois acquisitions, avance des recettes, adaptation de la structure de coûts en France

**AVANT** : focalisation sur le marché médical (51%), un site, management français, 600 personnes, EBIT de 7 millions d'euros, vue limitée sur les ventes futures, faible pouvoir de marché, forte exposition aux taux de change euro/dollar

**APRES** : focalisation sur les marchés de la défense (87%), 6 sites, management international, 950 personnes, 31 millions d'EBIT, visibilité sur les ventes futures, fort pouvoir de marché, faible exposition au taux de change euro/dollar

**RESULTAT** : vente de l'entreprise à un autre fond pour 120,8 millions d'euros en 2008 soit  $9,6 \times$  EBITDA. Le fonds ressort avec 4,9 fois sa mise. La création de valeur provient à 45% de l'amélioration des marges, à 29% de l'arbitrage de multiple, à 25% de l'effet de levier et à 1% de la croissance des ventes.

**ERREURS IDENTIFIEES** : build-ups complétés sans avoir l'équipe de direction adéquate, retard dans la délocalisation de la stratégie au Mexique, occasion de vente manquée en 2006, restructuration trop tardive

### **Cas n°2 : Réseau Construction (exemple de stratégie de *roll-out*)**

Entreprise acquise à un grand groupe en 2005 pour 164 millions d'euros pour  $10,4 \times$  EBITDA.

#### **Diagnostic au moment de l'acquisition :**

- une stratégie mal comprise de la part de la force de travail
- un positionnement peu clair entre un distributeur généraliste et spécialiste
- pas de centralisation des achats et de la logistique
- une stratégie de développement inhibée par la maison-mère
- un programme d'expansion ambiguë (acquisition/création) à cause des contraintes de la maison-mère
- un réseau hétérogène d'agences ayant pour conséquence un manque de dynamisme commercial
- une entreprise considérée comme une vache à lait par sa maison-mère

#### **Trois objectifs du plan « Défi 2010 » :**

- devenir le leader indiscuté et la référence du secteur : 430 millions d'euros de ventes d'ici à 2010
- construire un réseau dynamique avec une couverture nationale
- une amélioration constante de l'EBITDA : 33 millions d'euros d'ici à 2010

#### **Sept actions clés :**

- renforcer la structure managériale
- focalisation sur la marge
- optimisation des achats et du référencement fournisseurs
- évolution vers un business model de distributeur spécialisé

- une stratégie de croissance tirée par la création d'agences
- une organisation commerciale rationalisée
- différenciation par les services

**AVANT** : un leader multi-régional avec 75 agences hétérogènes, 795 employés, un CEO de 59 ans, des ventes de 291 millions d'euros, une marge commerciale de 17,5%, un EBITDA de 17 millions d'euros

**APRES** : un leader national avec 85 agences focalisées à 100%, 778 employés, un nouveau CEO de 44 ans, un comité exécutif renforcé, des ventes de 339 millions d'euros focalisées à 100%, une marge commerciale de 18,4%, un EBITDA de 24 millions d'euros

**RESULTAT** : vente de l'entreprise pour 300 millions d'euros à  $15,4 \times$  EBITDA. Le fonds ressort avec environ trois fois sa mise. La création de valeur provient pour 61% de l'arbitrage de multiple, 19% de l'effet de levier, 13% de la croissance des ventes et 12% de l'amélioration de la marge.

**ERREURS IDENTIFIEES** : pas d'amélioration de la logistique et du BFR, l'équipe de direction aurait pu être renforcée/changée plus tôt, pas encore un réseau « national », encore trop focalisé sur le produit et pas assez sur le service

Dans cette sous-partie, nous nous sommes focalisés sur la manière dont les investisseurs valorisent les entreprises dans leur portefeuille, c'est-à-dire sur les actions qu'ils entreprennent pour augmenter leur valeur. Les investisseurs font preuve d'attitudes de contrôle car ils considèrent que le fonctionnement de l'entreprise est souvent peu rationnel. Mais ils sont bloqués dans leur volonté de contrôle en vertu de leur position d'investisseur. Ils doivent donc trouver des moyens indirects et directs de contrôle : la production de solidarité sociale, l'appui de tierces parties et l'appareil de rationalisation.

### ***Conclusion du Chapitre IV***

Dans ce chapitre, nous avons commencé à aborder les conceptions culturelles qui donnent sens à l'utilisation du LBO comme arme organisationnelle. Nous avons décrit la logique des investisseurs, qui sont orientés vers la création de valeur actionnariale. L'ensemble des actions des investisseurs peut se comprendre comme un processus de rationalisation. A la question de « pourquoi les investisseurs désirent-ils rationaliser les entreprises ? », on peut répondre que c'est parce qu'ils possèdent des catégories de pensée grâce auxquelles ils perçoivent la plupart des entreprises françaises comme peu rationnelles. En effet, nous avons successivement décrit la manière dont ils évaluent les entreprises et la

manière dont ils les valorisent. Au cours de leur socialisation secondaire, les investisseurs ont appris certaines méthodes et certains raisonnements liés aux doctrines de la valeur actionnariale ainsi qu'à l'analyse financière, qui leur permettent d'évaluer quantitativement et qualitativement les entreprises. Ces évaluations sont fortement dépendantes du contexte dans lequel elles se forment. Il n'empêche qu'elles structurent la manière dont les investisseurs perçoivent l'entreprise et son dirigeant, qui sont tous les deux peu rationnels à leurs yeux. De ce fait, ils désirent changer l'entreprise (et son dirigeant) pour en rendre le fonctionnement (ou comportement) plus rationnel. Comme ils ne peuvent aller trop loin dans leurs actions, ils utilisent des moyens indirects et directs : par le biais des incitations économiques, de relations triangulaires et de dispositifs organisationnels.

Ce chapitre contient deux implications, l'une théorique, l'autre empirique. L'implication théorique est que l'attitude et les actions des investisseurs ressemblent beaucoup à celle des dirigeants et ingénieurs du début du XX<sup>e</sup> siècle. La relation employeur-employé apparaît ici analogue à la relation actionnaire-manager. En effet, un certain nombre d'employeurs, voulant augmenter le rendement du travail (la productivité horaire), ont adopté le management scientifique de Taylor. Ici, la rationalisation est portée par les investisseurs qui considèrent que les dirigeants ne gèrent pas correctement leurs entreprises car n'offrant pas un rendement du capital suffisant. Dans cette perspective, mais d'une manière plus générale, l'économie française ne fonctionne pas selon les principes théoriques d'une économie de marché telle qu'elle peut être trouvée aux Etats-Unis. Ainsi derrière la rationalisation et les anticipations de rôle, se cachent des doctrines économiques et sociales. Le mouvement de la valeur actionnariale à partir des années 1970 aux Etats-Unis prend appui sur le libertarianisme (une doctrine proche du darwinisme social) et sur l'Ecole de Chicago en économie avec des auteurs comme Milton Friedman ou Michael Jensen. Mais il est difficile de dire sur quelle doctrine s'appuient les investisseurs que nous observons, sauf à faire intervenir la catégorie trop générale du néolibéralisme.

L'implication empirique se situe dans le prolongement de cette réflexion. On a dit que les investisseurs considéraient comme peu rationnelles la plupart des entreprises françaises. Les deux grands types d'entreprises qui coexistent au sein du capitalisme français sont en effet les grands groupes et les entreprises familiales. Les investisseurs considèrent que les premières présentent une gestion bureaucratique et les secondes une gestion patrimoniale. Ces deux types d'entreprises et modes de gestion s'écartent des principes économiques tels qu'ils

les ont appris de l'école néo-classique. A l'inverse, leur organisation partenariale et leur gestion de portefeuille est beaucoup plus proche de cet idéal (Jensen, 1989). De ce point de vue, le LBO est une arme organisationnelle qui introduit et diffuse en France des façons de gérer qui ont été élaborées aux Etats-Unis.

Le chapitre suivant rentre dans le détail de ces questions car il se focalise sur les échanges et les tensions du LBO : entre les investisseurs et les dirigeants d'une part ; et entre les investisseurs et le public d'autre part.



## **Chapitre V- La confrontation des logiques et la double rationalisation**

---

Dans le chapitre précédent, nous avons commencé à examiner les conceptions culturelles qui donnent sens à l'utilisation du LBO comme arme organisationnelle. Nous avons vu que les investisseurs désiraient rationaliser les entreprises acquises. Nous avons expliqué cela par les catégories de pensée des investisseurs qui sont en grande partie issues des doctrines de la valeur actionnariale. Du fait de leur socialisation scolaire et professionnelle, ils perçoivent la plupart des entreprises comme ayant un fonctionnement peu rationnel selon les critères d'efficacité mis en avant par ces théories. Ils désirent donc les rationaliser de telle sorte qu'elles aient un fonctionnement « normal » selon ce point de vue. Ce chapitre nous a donné l'occasion de retrouver les résultats classiques des sociologues du travail et des organisations étudiant le taylorisme ou la bureaucratie au XX<sup>e</sup> siècle. De tels processus de rationalisation nous sont apparus comme étant une facette d'un processus plus large de changement social.

Selon cette vision, la rationalisation actionnariale demande de changer les critères d'efficacité en vigueur chez un groupe d'individus, critères qui reposent eux-mêmes sur des doctrines économiques et sociales. Ici le groupe est celui des entreprises françaises, et particulièrement des entreprises familiales, et le critère d'efficacité est la rentabilité du capital, notamment la rentabilité des fonds propres (l'efficacité selon le point de vue de l'investisseur). Les doctrines de la valeur actionnariale proviennent des Etats-Unis (comme la plupart des façons de gérer) et donc ce processus de rationalisation peut s'analyser comme un processus d'américanisation (Boltanski, 1981). Mais cette analyse est insuffisante, car si la rationalisation est bien un processus de changement social, c'est aussi un processus politique : dans la mesure où un groupe d'acteurs désire changer les manières de faire habituelles d'un autre groupe d'acteur, le défi principal auquel le premier groupe a à faire face est la résistance du second. Ainsi la confrontation des logiques actionnariales à l'américaine et managériales à la française a toutes les chances de ne pas se solder par une simple diffusion de l'une vers l'autre et d'un remplacement de l'une par l'autre. Un enseignement de l'anthropologie est qu'en effet les échanges à la frontière résultant du contact entre les cultures donnent quelquefois naissance à des types hybrides (Redfield, Linton et Herskovits, 1936). Ces échanges à la

frontière proviennent souvent de l'interdépendance structurelle qui est créée par les liaisons commerciales. Ce chapitre se situe dans le cadre de ces réflexions. Il montre que la rationalisation actionnariale peut donner lieu à un rapprochement des logiques actionnariales et managériales en vertu de l'interdépendance des actionnaires et des cadres dirigeants. Le processus qui décrit ce rapprochement est appelé la « double rationalisation » : devant les tensions et conflits qui naissent de la rationalisation actionnariale, les investisseurs cherchent à se rationaliser eux-mêmes en modérant leurs initiatives et en fabriquant un discours spécifique qui les amène à prendre le point de vue des dirigeants (en même temps que les dirigeants adoptent le point de vue des investisseurs). Le résultat de ce processus peut s'appeler le « LBO français ».

Dans une première sous-partie, nous décrivons quelles sont les échanges, tensions et conflits qui peuvent naître des actions de rationalisation des investisseurs (A). Ces actions peuvent d'abord entraîner des échanges entre les actionnaires et les managers, qui vont dans les deux sens. Mais elles peuvent aussi provoquer des tensions voire des conflits qui se déclarent chez les dirigeants mais aussi dans le public en général. Dans une deuxième sous-partie, nous décrivons quelles réponses les investisseurs apportent à ces tensions et ces conflits en vue de les prévenir ou de les résoudre (B). Les investisseurs vont modérer leurs initiatives et élaborer un discours à la fois syncrétique et théorique.

### ***A - Echanges, tensions et conflits***

Le processus de rationalisation mis en œuvre par les investisseurs n'est pas univoque. La description que nous avons faite de la rationalisation actionnariale au chapitre précédent reste insuffisante car elle est avant tout théorique et non pratique. Elle mettait l'accent sur les principes plus que sur la mise en œuvre. En réalité, le contrôle opéré par les actionnaires en vue de valoriser leur investissement donne lieu à des échanges en sens inverse avec les dirigeants d'entreprises, mais aussi à des tensions voire à des conflits dans la situation et dans le public.

#### **1) Echanges à la frontière**

Les échanges culturels qui ont lieu au cours du processus de rationalisation actionnariale sont équivoques. Bien que déséquilibrés, ces échanges peuvent aller des investisseurs vers les dirigeants, mais aussi des dirigeants vers les investisseurs.

En plus des éléments que nous avons cités au chapitre précédent, les échanges allant des investisseurs vers les dirigeants peuvent être plus informels. Il s'agit de la culture du *cash*, des compétences financières, du réseau de connaissances et du sens commun moderne. D'abord, les investisseurs désirent diffuser une culture spécifique qu'ils appellent la « culture du *cash* ». Un mot d'ordre fondamental de la gestion sous LBO est « *cash is king* ». Il s'agit d'un mode de gestion de l'entreprise mettant l'accent sur les flux monétaires qui la traversent et qui circulent en son sein. Dans cette vision, l'entreprise est une sorte de banque et l'outil de gestion principal est le bilan dont on doit assurer l'équilibre. Comme le souligne ce dirigeant d'entreprise, il s'agit d'un mode de gestion relativement nouveau en France :

Travailler le BFR c'est récent. Ça existe depuis une vingtaine d'années. Dans les années 1980 on ne s'occupait pas de ça. On regardait le résultat comptable plutôt que le *cash*. Ça vient des Etats-Unis. Mais maintenant on travaille tous le BFR, le *cash*, le compte client et fournisseur. Aussi, il y a les *capex* (entretien avec un dirigeant, 08/06/11).

Dans ce contexte, la fonction comptable devient centrale. Cette culture du *cash* doit être diffusée car l'entreprise doit rembourser sa dette à l'aide de son activité opérationnelle et donc « il n'y a pas le choix » et « chaque sou compte ». L'entreprise doit dégager de la trésorerie à cette fin : par une profitabilité en hausse, des dépenses d'investissement en baisse et par l'optimisation du BFR. Le Tableau 35 montre quel est le lien entre les flux de trésorerie et le processus de production selon Alfred Rappaport (Rappaport, 1986) :



Figure 35 : le cash dans le processus de production

Logistique entrée	Opérations	Logistique sortie	Ventes & Marketing	Service aux consommateurs	Résultat
- Déplacement du matériel - Entreposage - Chargement - Administration	- Production - Assemblage - Test - Packaging	- Déplacement du matériel - Entreposage - Chargement - Administration	- Force de vente - Publicité - Promotion - Administration	- Installation - Formation - Maintenance - Retours de produits	=Ventes- Dépenses = EBITDA
- Stock de matières premières - Comptes fournisseurs	- Stock - Comptes fournisseurs	- Stock de produits finis	- Comptes clients	- Stock de pièces détachées - Frais de service	=EBITDA- $\Delta$ BFR
- Entrepôts - Véhicules de transport - Equipement	- Usines - Equipement	- Entrepôts - Véhicules de transport - Equipement	- Centres de distribution - Véhicules des commerciaux - Ordinateurs et autres équipements support	- Centres de services aux consommateurs - Véhicules de transport - Equipement de services	=EBITDA- $\Delta$ BFR-I = Cash-flow opérationnel

La culture du *cash* montre que l'entreprise ne valorise pas correctement le capital. Selon un investisseur interrogé par Vobiscum : « Il faut convaincre que les usines sont surdimensionnées, le personnel sous-employé, la productivité moitié moins que ce qu'elle pourrait être. Ensuite, prendre en compte chaque ligne des actifs : les terrains, les propriétés, les usines et démontrer aux managers qu'ils peuvent opérer avec moitié moins de fonds de roulement et d'actifs immobilisés »<sup>1</sup>. En ce qui concerne le BFR, elle dispose de plusieurs moyens, dont le plus important reste l'amélioration des processus de facturation : encaisser les clients le plus tôt possible et décaisser en direction des fournisseurs le plus tard possible. Diffuser cette culture passe par l'enrôlement de la fonction financière :

Le directeur financier comprend ce qu'on veut dire. Cela passe par de la formation dans les bouts de *process* qui concernent la facturation, le recouvrement, les procédures. Cela va être la définition des objectifs : par exemple la réduction du BFR. Dans les entreprises industrielles, il faut une gestion au plus fin. Il faut optimiser pour jamais être en excédent et non-excédent. On aide aussi. On a organisé [une réunion] à partir d'un BP. On part du CA, puis les P&L [*Profit & Loss*], puis le compte de résultat, puis le *cash-flow statement*. On a des hypothèses sur l'EBITDA et la

<sup>1</sup> « Les enjeux de transformation des entreprises sous LBO », *Vobiscum*, 2008, p. 16.

variation du BFR. Ce sont des hypothèses d'investissement tout ça est exploité, pour lier leur accord (entretien avec un directeur de participations, 11/02/11).

Cet investisseur suggère que ces actions portent leurs fruits :

Q : La culture, comment vous faites pour la diffuser ?

On fait beaucoup de com. C'est pas tellement nous, mais c'est au management d'associer. [...] Il faut qu'il y ait de la transparence. Par exemple pour [la société X], il y a l'AG des actionnaires une fois par an. Le manager présente les résultats et la création de valeur. [...] Dans cette réunion, on parle également des leviers de création de valeur. On va associer les salariés. Ils vont nous aider à identifier des leviers de création de valeur. Petit à petit, tu sens qu'ils s'approprient, ils commencent à comprendre le modèle, les leviers. Au fur et à mesure, on a des questions plus pointues. De plus en plus ils deviennent des salariés-actionnaires. Le point important, c'est que la vision du salarié est importante, mais il faut aussi activer les leviers de création de valeur, pour pérenniser la boîte. Il faut raisonner en terme de CA, mais aussi de profit, de *cash* (entretien avec un directeur de participations, 20/12/10).

En tant que tiers sur lequel s'appuie le fonds d'investissement, ce trésorier d'une entreprise sous LBO connue estime que ce mode de gestion est vertueux :

Q : Dénotez-vous un changement par rapport à avant ?

Oui, quant aux outils d'analyse. Avant il y avait un suivi mais aucune action n'était menée. L'entreprise a un « trésor de guerre », comme on dit. C'est de l'argent dont on avait pas besoin. On était pas poussé à l'excellence. En gros, ce qui a changé, c'est qu'on a une batterie d'indicateurs. C'est le PE qui a insufflé ça. Plus la dette qui pousse le management à être plus économe. Avant on allait un peu tout azimut dans les lancements, et qui n'ont pas payé. On doit rendre grâce au système LBO, ça a permis de pousser le management vers l'excellence. Quand on fait un choix, on sait que c'est au détriment d'un autre. Auparavant, on avait fromage ET dessert (entretien avec un cadre dirigeant, 29/07/10).

Il explique comment il essaie de diffuser la culture du *cash* :

C'est beaucoup de sensibilisation. J'ai fait des présentations : « qu'est ce que le BFR ? ». Il faut faire sentir qu'une décision marketing va impacter le *cash*. Dans certains développements sur la marge, on perd en *cash*, donc ça ne valait pas le coup. Ça commence à être un des critères de notre motivation. Mais c'est beaucoup moins stable que d'autres indicateurs, car il y a beaucoup de composantes qui interviennent. Cette « culture du *cash* » c'est la sensibilisation. Je pense que dans d'autres groupes, ils ont des plans d'action plus lourds. Nous notre BFR est très bon, donc on est plus dans une logique de préservation (entretien avec un cadre dirigeant, 29/07/10).

Comme on l'a vu au Chapitre IV, c'est sur cette quantité fondamentale (FCF) que se fonde la valorisation des entreprises selon le modèle DCF.

Dans un LBO il faut générer de la trésorerie, car il y a le remboursement de la dette. En général dans les divisions de grands groupes les managers regardent leurs P&L et remontent des dividendes, de 10 à 20%. Ils n'ont pas un œil précis sur le BFR. Il faut que les clients payent à temps, que les niveaux de stock soient en adéquation avec la production. Il ne faut pas que la trésorerie soit bloquée. Car il faut rembourser la dette et se développer. Nous ce qui nous intéresse c'est la notion de *Free Cash-Flow* plus que l'EBIT ou l'EBITDA. Après en interne c'est aux managers de diffuser ça, de dire « maintenant les indicateurs-clés c'est ça ». Dire: « je veux pas payer les fournisseurs trop tôt ». Ils divulguent ça progressivement. Il faut faire en sorte de s'approprier les contraintes auprès de l'entreprise (entretien avec un directeur de participation, 26/10/10).

De manière plus générale que le *cash-flow*, les investisseurs essaient aussi d'améliorer les compétences financières des cadres dirigeants. Ils appellent souvent cela « faire de la pédagogie ». Comme on l'a vu au chapitre précédent, les dirigeants ne connaissent pas forcément la manière de calculer la rentabilité d'un investissement, ce à quoi les financiers sont rompus. Hervé Racine, PDG de Roc-Eclerc trouve l'apport des fonds bénéfique.

Ils nous aident beaucoup dans la réflexion. Nous les voyons une fois par mois. Ils nous ont recommandé par exemple, compte tenu des efforts additionnels que nous faisons pour les franchises, de passer notre taux de royalties de 1,8% à 3%... Ils nous ont poussés, et je ne crois pas que nous aurions osé tous seuls (PEME, p. 48).

Il s'agit aussi de maîtriser les processus, très techniques, de fusions-acquisitions dans le cadre de stratégie de *build-up* en particulier. Par exemple les dirigeants peuvent ne pas être conscients des asymétries informationnelles entre l'acheteur et le vendeur :

Le troisième point c'est l'apport que l'on donne. Par exemple pour les acquisitions. Quand on va partir ensemble le manager n'a pas réalisé d'acquisitions. Ils sont vierges. De temps en temps il y a une naïveté. Notre rôle est d'apporter de l'expérience, de la méfiance envers les zones d'ombres. On a les feux allumés, il faut faire gaffe, comment on procède ? Les managers bons, il ne faut pas qu'ils prennent ce qu'ils disent pour argent comptant, car les managers de l'autre côté vendent. Moi je ne mentirai pas à mon acheteur. Mais c'est surtout valable quand on veut sortir des frontières. Il ne faut pas prendre l'acheteur pour un pigeon, lui raconter des carabistouilles (entretien avec un associé, 15/02/11).

Le fonds partage aussi son réseau de connaissance dans le monde de la finance et des industriels, ce qui peut s'avérer utile dans ce genre de stratégies ou bien pour trouver des

partenaires commerciaux. Des fonds comme KKR ou Siparex s'efforcent même de développer des collaborations entre leurs participations. Enfin, l'acculturation peut prendre une forme plus diffuse. Il s'agit de rendre l'entreprise plus « moderne » à l'exemple du casino du chapitre précédent. Cette directrice de participation évoque une telle modernisation en ce qui concerne un réseau de bijouteries, chez qui vendre par internet n'était pas envisagé. Une question qu'elle a posée était celle-ci :

Pour internet, faut-il se faire un site marchand ? Le management n'était pas très intéressé : c'était un problème de culture. On a essayé de les pousser. Aujourd'hui ça se développe. L'investissement dans le *retail*, ils ont une stratégie internet très établie.

Q : C'était donc un problème de culture ?

C'était pas dans la mentalité de... vendre sur internet, c'était pas dans la culture. Ceux qui sont dans le business depuis une cinquantaine d'années ils sont plus réticents. Après le produit... Mais bon il y a de plus en plus de choses qui se développent. Aux Etats-Unis ils vendent des diamants sur internet. Ca peut aller très vite. On verra dans le futur (entretien avec une directrice de participations, 04/10/11).

Dans cette citation on peut voir qu'il existe une opposition classique entre « vieux » et « jeune » qui recouvre celle entre « la France » et « les Etats-Unis ». Ainsi les investisseurs transfèrent leurs outils d'analyse et même leurs catégories de pensée sur les cadres dirigeants. Il s'agit du processus le plus important, mais il existe aussi un processus en sens inverse.

En effet, les dirigeants transfèrent aussi une partie de leurs catégories sur les investisseurs. Il semble que cet échange culturel en sens inverse vaille pour les investisseurs qui ont une expérience déjà poussée de l'investissement en LBO, ceux qui « ont de la bouteille ». Ceux-ci acquièrent une forme de sagesse au contact des cadres dirigeants. Ils acquièrent du « bon sens » au contact du « terrain ». Ces échanges concernent les enjeux industriels, la distance envers la formalisation et l'attention à l'humain. D'abord, les investisseurs peuvent acquérir des compétences en ce qui concerne les enjeux industriels. Cet investisseur dit que le processus d'acculturation marche dans les deux sens, mais sans que ce soit une démarche délibérée de type éducative.

Q : La culture du *cash*, financière, comment vous l'insufflez ?

Je crois pas que ça soit central, et puis c'est [le fait que les managers n'aient pas de culture financière] de moins en moins vrai... et puis on s'en fiche. Le rôle du management c'est de bien gérer. Qu'il développe une vision, quand on les voit, nous on développe une vision industrielle avec le management et lui une vision financière, oui, mais c'est pas le but premier... (entretien avec un directeur de participations, 21/12/10).

Si les investisseurs essaient de rendre les dirigeants compétents financièrement, les dirigeants essaient de rendre les investisseurs compétents industriellement. Ces échanges améliorent la communication entre les deux groupes, en particulier la communicabilité des résultats et l'interprétation des chiffres transmis. Du point de vue des dirigeants, les investisseurs doivent comprendre ce qu'ils font.

Q : Donc vous faites de la pédagogie...

Oui on essaie d'expliquer notre stratégie : on veut aller là. Et on va présenter un plan d'action pour y aller. Vous lui expliquez votre budget. Après c'est la vie : les projets vont moins vite que prévu, le marché régresse...

Q : C'est le manager qui présente le plan d'action...

Oui mais ça ne se fait pas en une seule réunion. Ce plan là va avec un plan d'investissement que le fonds doit valider. En général ça marche comme ça. Le manager il peut décider de qui il veut virer, mais il est obligé de soumettre le plan d'investissement avec ses hypothèses de rentabilité. Mais l'effet de pédagogie va dans les deux sens. Le financier il joue le rôle de candide. Il va dire « on comprend ça ou pas »... Ca va amener le manager à préciser sa pensée et à corriger des erreurs. Ils vont arriver avec quelques suggestions : « avez-vous pensé à ça ? ». Quand ça se passe bien c'est un échange fructueux, quand ça se passe mal la situation est conflictuelle (entretien avec un dirigeant d'entreprise, 08/06/11).

Les investisseurs apprennent ensuite à prendre de la distance par rapport à la formalisation qu'ils mettent en place. Chez les investisseurs faisant preuve d'une disposition à la sagesse il existe une critique des modèles d'évaluation et du *business plan*, « qui ne se réalise jamais ». Ces outils sont considérés comme trop « financiers » et pas assez « entrepreneuriaux ». De ce fait la culture du *cash* n'est pas si valorisée par certains investisseurs.

Q : J'ai entendu parler de la culture du *cash*...

Ce sont des anciennes marottes. Evidemment dans tout métier financier, on fait attention à ça. Certains pensent que le « *cash is king* », c'est la vérité. D'autres non. Nous on considère pas ça. Ça a des limites (entretien avec un associé, 22/10/10).

La négligence de l'aspect industriel est ce qui a entraîné les fonds d'investissement dans la crise selon le même investisseur :

Vos interrogations sont d'actualité, il y a une remise en cause professionnelle des modèles plus financiers. Il y a parfois eu un oubli des caractéristiques des sous-jacents. Par exemple c'est proche des *subprimes*, on fait tourner le modèle, mais on a oublié ce qu'étaient les sous-jacents et sa structure *risk-reward*. Il y a une remise en cause de ce modèle.[...] Ce qui a été remis en cause c'est le « modèle Excel ».

L'entreprise n'est pas un appartement ou une obligation. Les gens qui avaient oublié ça, ils ont eu une mauvaise surprise, et les équipes ont eu des difficultés à expliquer les problèmes à leurs investisseurs (entretien avec un associé, 22/10/10).

Geoffroi de Saint-Chamas de RBS critique même les excès du raisonnement analytique :

Pour paraphraser Laffer, on peut dire que trop d'analyse tue l'analyse. Chercher à comprendre tous les détails d'une activité, tenter de modéliser les dizaines de ressorts qui font la dynamique d'un business, essayer d'analyser de nombreux rapports d'analyse ou de due diligence, c'est bien... Mais l'important, c'est avant tout de savoir prendre du recul, de faire preuve de bon sens (PEME, p.158).

Les investisseurs apprennent enfin à faire attention à l' « humain ». L'humain est la catégorie résiduelle dans laquelle sont insérés les aspects non économiques de la gestion des entreprises. Les patrons ont appris à faire attention à cette catégorie de phénomènes depuis les années 1970. En France, c'était en partie leur réponse à la crise de Mai 1968 (Boltanski et Chiapello, 2011). Comme on le montrera plus tard, les dirigeants d'entreprise se font les porte-parole de la chaleur humaine face à la froideur du chiffre. Le vocabulaire de l'humain, élaboré dans la relation employeur-employé, est repris par les investisseurs dans la relation actionnaires-managers. Ainsi le LBO est une « formidable aventure humaine ».

Q : Comment évaluez-vous les bons managers ?

C'est comme évaluer vos copains. C'est un fit personnel. C'est un bouquet de valeurs humaines, d'objectifs personnels, de manières d'être. C'est important de se sentir à l'aise avec quelqu'un. Il est fréquent qu'on ait le fit et qu'on ne l'ait pas. S'il y a fit, on le fait (entretien avec un associé, 22/10/10).

On peut donc voir que le processus de rationalisation actionnarial donne lieu à des échanges déséquilibrés entre les investisseurs et les dirigeants d'entreprise. Les investisseurs transfèrent leurs catégories de pensée sur les dirigeants mais les dirigeants transfèrent aussi leurs catégories sur les investisseurs.

## **2) Tensions et conflits**

Le processus de rationalisation donne lieu à des échanges à la frontières mais il donne surtout lieu à des tensions voire à des conflits. Ces tensions peuvent se déclarer dans la situation du LBO : entre les investisseurs et les managers ; ou dans le public : entre les investisseurs et les médias, experts, hommes politiques et syndicats.

### a) Tensions dans la situation

D'une part la rationalisation actionnariale donne lieu à des tensions dans la situation de LBO. Ces tensions proviennent de l'opposition des dirigeants et des effets pervers des actions des investisseurs. Elles se déclarent dans des moments particuliers.

L'opposition des dirigeants provient d'abord de l'image qu'ils se font des investisseurs, symétrique de l'image que se font les investisseurs d'eux. Le portrait robot que font les patrons des actionnaires est celui de froids calculateurs incapables de comprendre la complexité des situations concrètes et de la nature humaine. Ici les dirigeants endossent les habits de l'humaniste contre le scientifique, du romantique contre l'homme des Lumières –ou pour prendre un exemple dans les sciences sociales, du psychologue clinique contre l'économiste néo-classique.

Dans les fonds d'investissement vous avez des jeunes qui n'ont jamais dirigé d'entreprises, mais qui ont la tête bien faite. Ils ont souvent fait un MBA [prononcé en français]. Donc ils comprennent les choses. Mais après ils voient les choses en fonction du point de vue financier. Le chef d'entreprise, pour lui c'est plus compliqué, il y a de la gestion humaine. Eux ont des profils de banquiers. En général ils ne sont pas bons pour ça. Ils sont bons pour les chiffres, mais pour faire bouger l'entreprise, motiver les troupes, c'est un autre métier. [...] Ca crée des tensions. Le financier, il voit l'aspect financier. Le manager il a des contraintes RH, émotionnelles, de clients. Ce n'est pas le même monde (entretien avec un dirigeant d'entreprise, 08/06/11).

De ce fait, les dirigeants considèrent en général que les « gens des fonds » ne connaissent pas leur métier. Ils n'ont donc pas de leçons à recevoir de ceux-ci, *a fortiori* s'ils sont jeunes et sortent d'une grande école (donnant l'image du « roquet »). Guéry-Stévenot suggère que plus la distance sociale entre l'investisseur et le manager est forte, plus les tensions sont vives.

Plus d'une fois, j'ai retrouvé devant moi des gens issus de grandes écoles [...] qui paradedent parce qu'il a fait une école de commerce, [ils font] partie de l'élite de la nation française. [...] La manière dont je vous parle, ce n'est pas forcément la manière dont vous parle un HEC, un ESSEC que vous voyez à Paris [...]. Je me rappelle d'une fois où j'avais vu deux jeunes c... en face de moi de 25-26 ans qui commençaient à me mettre des mots anglais dans la conversation : « vous comprenez, là votre *return on investment* ne respecte pas du tout les critères, votre *core business* n'est pas du tout dans la *target* », je ne le supporterais pas. [...] Je leur dis : « Vous savez, moi, je suis quelqu'un de PME, je ne comprends pas bien « la *target* »... Donc si j'ai ça en face de moi, ça se passera forcément mal. [...] Je n'accepterais pas qu'ils remettent en cause ce que je fait (cité dans (Guéry-Stévenot, 2006).

L'opposition entre Paris et la province, qui existe chez les fonds, se retrouve aussi entre les managers et les investisseurs. Par exemple après un entretien, un directeur de participations dit qu'on lui renvoie une mauvaise image de son métier surtout quand il « va à la campagne »<sup>1</sup>. Ces tensions peuvent être liées à des dispositions sociales comme dans la théorie de Pierre Bourdieu mais aussi à des dispositions professionnelles, en particulier les types de raisonnement que les investisseurs utilisent (Boussard, 2013 ; Boussard et Dujarier, 2014). Le raisonnement analytique entraîne une disposition à la mise en question ou à la demande d'explication. Par exemple, si un résultat de l'entreprise est au dessus et surtout au dessous d'une cible, les investisseurs veulent savoir pourquoi. Comme les chiffres sont composés d'autres chiffres, ils veulent savoir comment ces autres chiffres ont évolué, et ainsi de suite. Ils ont besoin de poser des questions au management à propos des événements et actions qui se cachent derrière ces chiffres.

*Le reporting* il est fourni par le DAF. Ça comprend les P&L (CA, marges brutes, EBITDA, Résultat Net). Le compte de résultat. En Mai, tous les mois depuis janvier. Plus les *cash-flows*, les détails sur le BFR, les *capex*. Nous ce qui nous importe c'est le *Free Cash-Flow*. L'EBITDA, les *capex*... C'est ça. Après il nous faut l'explication: les ventes ont progressé, parce que... Ca dépend des boîtes. Elles fournissent des explications (entretien avec une analyste, 11/10/10).

Le raisonnement analogique entraîne la disposition à donner des conseils ou des recommandations. En vertu de leur position surplombante, les investisseurs peuvent voir différentes entreprises et différents secteurs. S'ils estiment que telle entreprise est similaire à telle autre, ils peuvent vouloir mettre en place la même stratégie ou organisation qu'elle. Les actions sur le casino ou le réseau de bijouterie évoquées dans le chapitre précédent en sont des exemples. Comme le dit en substance un investisseur, ils sont mieux à même de savoir quelle direction prendre car ils savent « ce qui se diffuse ». Bien évidemment, ces deux types de dispositions sont irritantes pour les dirigeants d'entreprise, *a fortiori* si les questions sont posées et les recommandations faites directement auprès des opérationnels, court-circuitant l'autorité du PDG.

Les *operating partners* appelaient n'importe qui, n'importe quand. Ils prenaient rendez-vous avec tous les managers... On dit que la bourse, c'est l'enfer, qu'il faut rendre des comptes tous les trois mois : mais avec les fonds de PE, c'est tous les jours

---

<sup>1</sup> Les sièges sociaux des entreprises et leurs usines sont souvent situés en province.



qu'on demande au DG d'optimiser ici ou là ! (un dirigeant d'entreprise, PEME, p.147).

Bien qu'il puisse sembler anodin, cet exemple montre bien la tension entre la logique de l'investisseur, focalisé sur l'efficacité et l'économie, et la logique du dirigeant, soucieux de son autorité et de son autonomie<sup>1</sup>. C'est aussi pour cette raison que les tiers sont mal vus des dirigeants et peuvent être source de tensions. C'est en particulier le cas des administrateurs externes.

[Les *operating partners*] sont souvent des dirigeants qui prennent leur retraite ou pour une autre raison, ne veulent pas poursuivre leur carrière. Ils font du consulting de haut niveau, cela leur donne une expérience plus amusante. Parfois, ils sont mal vus par les managers, ils se demandent quel rôle a cet individu.

Q : Comment ça ?

Ils se disent : « est-ce qu'il est là pour aider ou c'est l'œil de Moscou ? ». Le niveau de confiance spontané dans ce cas n'est pas très élevé. Tout le monde est sur la réserve, ça rend les choses assez politiques (entretien avec un associé, 22/10/10).

Les tiers sont mal vus car leur rôle est ambigu : de quel côté sont-ils ? Du côté des investisseurs ou des dirigeants ?

Mais ensuite, si ces tensions sont latentes dans la situation de LBO, elles ne dégènerent en conflits que progressivement ou lorsque la situation économique de l'entreprise se dégrade. Cette dégradation de la situation économique de l'entreprise est souvent liée aux effets pervers causés par les actions des investisseurs<sup>2</sup>. Les conflits débouchent souvent sur le

---

<sup>1</sup> Il ne s'agit pas ici d'opposer la rationalité au sentiment, comme peuvent le faire les fonds (Jean-Louis de Bernardy parle de « susceptibilité »), mais de prendre en compte la position spécifique du dirigeant. Au sommet de l'organisation, celui-ci doit pouvoir s'assurer de la loyauté des cadres dont il s'est entouré et être en confiance avec son partenaire d'affaire (le fonds). Ces deux conditions sont mises à mal dans le cas du « court-circuitage ».

<sup>2</sup> Par exemple la contrainte de trésorerie peut entraîner des effets pervers qui attirent l'attention sur la performance immédiate plus que sur la survie à long-terme. De même, les investisseurs opérant selon le modèle actionnarial désirent activer tous les leviers de création de valeur, mais ceux-ci peuvent être logiquement contradictoires. Par exemple, l'objectif de croissance peut entrer en contradiction avec l'objectif de réduction de la trésorerie : il faut faire des investissements et l'augmentation des ventes entraîne une augmentation temporaire du BFR dans les sociétés industrielles. Enfin et surtout, les fonds sont souvent amenés à payer trop cher les entreprises du fait de la concurrence à laquelle ils se livrent. Pour couvrir le prix ils sont amenés à utiliser plus de dette, que l'entreprise devra rembourser. Le levier plus élevé de l'opération rend celle-ci fragile à tout choc conjoncturel, pouvant l'entraîner dans une crise de liquidité.

départ du dirigeant. En effet, certains managers font valoir que les fonds sont très conciliants au départ, surtout dans la période du *deal*, mais qu'ils le deviennent de moins en moins à mesure que la sortie approche.

L'épisode qui nous a le plus affecté, c'est un jour, alors que les difficultés s'accumulaient, où nous devions aller faire une présentation. Nous patientions depuis un certain temps déjà, mon directeur financier et moi, dans la salle d'attente du fonds. Et le président de la société de *Private Equity* est entré – cet homme qui nous avait fait si bonne impression avant le *closing*, qui s'était montré si sympathique... Il a traversé la salle d'attente sans s'arrêter, sans nous serrer la main, sans nous dire un mot. Il s'est contenté de nous adresser un petit geste, pour bien montrer qu'il nous avait reconnus (un dirigeant, PEME, p. 169).

Les fonds deviennent moins conciliants parce que l'entreprise doit assurer les résultats qu'elle a promis, ce qu'on appelle « délivrer », et que les intérêts des investisseurs et des dirigeants sont désalignés à la vente. Dans ce cas-ci, les actionnaires deviennent vendeurs tandis que les managers restent acheteurs.

Il faut que l'on ait la confiance du management. Malheureusement, à la revente entre les deux dates, il y a des choses que l'on a pas prévu, des éléments qui se passent bien ou moins bien. On se base sur un seul principe : une bonne équipe de management capable d'augmenter la [valeur stratégique].[...] Il y a un conflit potentiel, c'est le jour de la sortie. Ce jour, on peut se retrouver en conflit. Ils vont avoir envie de rester dans la boîte et de réinvestir. Ils vont vouloir ne pas maximiser le prix, par exemple ils vont vouloir passer de 15% à 20% du capital. Ça veut dire dans le *management package* avec le mécanisme de croissance, la pente s'accélère. Si le LBO plante ils n'ont rien, mais il y a un désalignement quand ça se passe bien. Dans ce cas, l'équipe de management est plus acheteuse que vendeuse. Ils vont faire des réserves, ou avoir une position de dette gonflée en jouant avec le BFR. Ils vont faire en sorte que l'entreprise ne vaille pas trop cher. C'est un sujet de désalignement. C'est quasi une négociation pour arriver à un équilibre. Le schéma du fonds est de ne pas faire une mauvaise affaire. Ça se matérialise de la sorte (entretien avec un directeur de participations, 20/12/10).

Lorsque la situation économique de l'entreprise sous LBO se dégrade, les tensions latentes peuvent se transformer en conflits ouverts (Guéry-Stévenot, 2006). Le contexte est bien évidemment celui du remboursement de la dette.

Q : Une autre expression que j'ai entendue, c'est la mise sous tension : comment ça se passe ?

Y'a pas de volonté précise de mise sous tension, c'est *de facto*. On s'amuse pas à mettre sous pression comme ça. C'est quand les situations se tendent, car les montages de LBO sont serrés, il n'y a pas énormément de marge de manœuvre. Quand il y a moins de *cash*, les banques sont pas d'accord dès qu'on s'approche des *covenants*. On ne met pas sous tension, c'est la situation qui devient telle (entretien avec un directeur de participations, 21/12/10).

Cet investisseur rappelle que les investisseurs et les dirigeants sont dans une position analogue du fait de la manière dont la situation est organisée. La pression de la dette est ressentie par tout le monde en vertu de sa qualité d'investisseur dans la holding de reprise. De plus, les investisseurs sont soumis aux mêmes types de pression de la part de leurs propres investisseurs à qui ils ont promis un certain TRI planché. Ces deux éléments confèrent son caractère « implacable » à la situation du LBO. De multiples causes font basculer la situation dans le conflit, de la perte d'un client important jusqu'à une récession globale en passant par une montée des prix des matières premières. Malgré les efforts des investisseurs, ils ne peuvent pas prévoir tous les événements qui vont affecter la trajectoire de l'entreprise. Dans tous ces cas, le BP devient obsolète et l'entreprise ne peut pas obtenir le TRI ou le multiple prévu. L'Encadré 6 présente deux cas de conflits liés à la dégradation de la situation économique de l'entreprise<sup>1</sup>. Il décrit l'enchaînement des événements selon les deux points de vue de l'investisseur et du cadre dirigeant.

*Encadré 6 : deux cas de conflits dans un contexte de crise économique*

**Cas n°1 : Entreprise Chimique vu par un investisseur**

Entreprise Chimique est une division d'une grande entreprise américaine fabriquant des pneus, dont le site principal est basé en France. Au début des années 2000, celle-ci s'en désengage pour pouvoir se recentrer et réduire sa dette. Cette multinationale suit la stratégie de nombre d'entre elles à la suite de la récession des *dot-com*. Par ailleurs, en tant que secteur de pointe de la seconde révolution industrielle, le secteur chimique est en pleine restructuration depuis les années 1980 et beaucoup d'entreprises se font racheter par des fonds d'investissement. Entreprise Chimique est vendue à un fonds américain très activiste. La stratégie que celui-ci met en place consiste à construire une organisation autonome à partir des lignes de produits de l'ancienne division (*carve-out*) puis la croissance organique par augmentation de la capacité industrielle (celle-ci était auparavant sous-utilisée) et des ventes (une croissance du CA de 10% par an). L'exécution de la stratégie est confiée au management en place, des ingénieurs hautement qualifiés ayant fait une grande partie de leur carrière dans

<sup>1</sup> Les récits se fondent à la fois sur les entretiens avec les deux acteurs et sur une revue de presse concernant les deux entreprises.

l'entreprise. Des problèmes surviennent peu après le rachat : le coût des matières premières en hausse augmente le coût de production, ce qui rogne les marges. L'entreprise se voit contrainte d'augmenter le prix de tous ses produits pour conserver celles-ci. Parallèlement à la vente d'une de ses lignes de produits, l'entreprise construit une usine en Chine. Au sommet de la bulle du LBO en 2006, un des plus grands fonds français rachète Entreprise Chimique avec un levier d'un peu plus de 2 pour 1 (raisonnable pour la période). C'est notre investisseur, avec l'aide d'un collègue, qui réalise le *deal*. La stratégie est cette fois la croissance externe, car la capacité industrielle est probablement déjà utilisée à son maximum.

*En 2006 l'entreprise a été en vente après une restructuration de ses coûts. On s'était déjà intéressés à l'entreprise. Elle est sur des niches de marché, elle n'a pas de concurrents directs. Elle avait des marques fortes. On s'est dit qu'il fallait accélérer la croissance et consolider le marché, c'est une belle histoire. [...] On s'est dit « comment accélérer le développement ? Comment aller plus vite, plus loin ? ».*

Pour cela un département spécial est créé au siège. L'entreprise fait toujours face à l'augmentation de son coût de production, mais peut acheter une usine à un groupe indien et développer un nouveau procédé. Le PDG projette d'acheter une nouvelle usine en Chine. Il achète le terrain mais Entreprise Chimique est touchée par la crise économique via une baisse de ses ventes. Malgré cela il veut poursuivre l'investissement car la Chine était « son bébé ».

*Lui voulait accélérer. Au-delà d'un certain montant d'investissement, il faut avoir l'aval de l'actionnaire. Chaque année on approuve le budget. Au-delà d'un certain montant, il faut notre accord, c'est dans les statuts. Et il faut respecter le contrat bancaire. Il voulait réinvestir en Inde et dans le projet de Greenfield. Ça consomme de la trésorerie, ce n'est pas sérieux de mettre en péril l'entreprise. Nous on voulait sécuriser et ça a créé des tensions. On avait pas la même vision. On a été appelé par les managers qui nous ont dit qu'ils n'arrivaient pas à travailler avec le patron. Un jour il y a eu un clash entre les managers. Or pour se développer il faut une équipe de management stable et beaucoup de cohésion. On a mandaté un cabinet de chasseur de tête. Ils nous ont confirmé ce qu'on pensait et la solution ça a été de mettre quelqu'un d'autre à la tête de l'entreprise.*

A la suite de ce différend stratégique et de la révolte de ses cadres, le PDG est remplacé par le directeur financier. Celui-ci doit « endosser le rôle de *bad guy* » et réaliser un plan social « de manière discrète » sur un site français « ce qui n'est jamais marrant » mais la crise s'approfondit. Le plan concerne 15% des effectifs.

*Un jour on a été appelé par le patron. Le problème c'est qu'on venait de rentrer dans une période difficile où le carnet de commandes était en baisse. [...] On en a parlé avec lui et on a pensé à la même chose. On a travaillé avec une entreprise spécialisée qui s'appelle X pour travailler sur le projet, les raisons, l'enveloppe financière. On a approché le maire et les syndicats. On a travaillé avec notre agence de communication Y. Après il n'y a pas de secrets : il faut être juste. Si c'est sur la base du volontariat, il faut que l'enveloppe financière soit attractive. L'usine a continué à tourner. Ça s'est passé comme on voulait.*

Une contestation timide est lancée car des salariés se joignent aux manifestations contre le plan social de Renault dans la région. Peu après le fonds est approché par trois groupes industriels, ce qui constitue « une fenêtre d'opportunité très rare ». En 2010, le comité d'investissement décide de vendre à une entreprise américaine, contre l'avis des managers en place. Ceux-ci voulaient rester autonomes et ne pas se faire restructurer une fois absorbés, mais ils ont « compris la différence entre leur intérêt et celui des actionnaires ». En effet, les grands groupes paient des primes de contrôle substantielles et il est plus valorisant de vendre à un industriel qu'à un autre fonds.

## Cas n°2 : Réseau Distribution vu par un cadre dirigeant

L'Entreprise Réseau Distribution est une fédération de points de vente de pièces détachées fondée dans les années 1960. Ce réseau croît par acquisitions jusqu'à la fin des années 1990 où il est revendu à un groupe industriel français, ce qui permet à son fondateur de devenir très riche. A la suite d'un raid boursier mené par un personnage connu du monde des affaires, ce groupe est contraint de vendre Réseau Distribution. Trois fonds appartenant à l'élite française du capital-investissement participent à son rachat. Ceux-ci nomment à la direction deux énarques ayant travaillé pour un autre grand groupe et désirent mettre en œuvre une politique ambitieuse de croissance externe (croissance du CA à deux chiffres) en vue d'une IPO, en même temps qu'une politique de rationalisation des achats. Ils s'attellent immédiatement à la tâche en rachetant en 2000 un distributeur britannique sous-évalué par la bourse, avec l'aide des plus grands cabinets d'audit et banques du monde. Il s'agit de la plus grande OPA européenne d'alors. Malheureusement les comptes de cette société étaient truqués et les investisseurs découvrent que celle-ci est en perte.

*Le fonds d'investissement il essaye de développer la société [...]. Il faut avoir une vision de croissance, soit organique soit par acquisitions. L'idée de faire un leader européen, c'était une idée banale. Ça fait du sens dans la distribution, car on peut faire des synergies d'achat. Là où c'est pas bon, c'est quand on a payé cher une société qu'on pensait saine et qui va en dépôt de bilan. Les comptes étaient manifestement faux, même si c'était certifié par un acteur prestigieux de la place, X en l'occurrence.*

*Q : Donc ils sont mal tombés...*

*Ben ils n'ont pas été pros. Quand on achète une entreprise entre 500 et 1000 millions d'euros, il faut faire attention. Là les due-diligences n'ont pas été bien faites. Ils se sont fait arnaquer. Là ils l'ont justifié en disant que comme c'était une société cotée, on ne faisait pas de due dil. C'est un des plus gros loupés des fonds dans les années 2000.*

Ils doivent la placer en redressement judiciaire, tandis que le principal créancier, une des plus grosses banques américaines, devient propriétaire de Réseau Distribution dont les actionnaires ne peuvent faire face au remboursement de la dette d'acquisition. L'un d'eux se retrouve « ruiné » et cela met l'entreprise en difficulté selon ce cadre dirigeant. Cette banque nomme une nouvelle direction qui s'engage dans des cessions d'actifs (y compris les marques historiques) et un repositionnement stratégique. Début 2006, la banque vend Réseau Distribution à un fonds d'investissement du Moyen-Orient à la suite d'une vive concurrence entre les grands acteurs de la place de Paris et de Londres. La société est valorisée environ 7 fois son EBITDA et la dette représente presque 8 fois l'EBITDA ; celle-ci est titrisée par une grande banque américaine. Le fonds nomme un nouveau président, ancien PDG d'une société du groupe de François Pinault qu'il revendra en LBO. Ce nouveau président s'appuie sur son réseau professionnel et change la plupart des membres l'équipe de direction. C'est à cette époque que notre cadre dirigeant, ancien de McKinsey, arrive à la direction. Le président met en place une stratégie de « recentrage radical » et vise une croissance du CA de 50%.

*Il est arrivé avec un projet. Il venait de X, il était déjà administrateur de [Réseau Distribution]. Il avait toutes les cartes en main. Il y avait une partie achat, logistique, et acquisition, françaises et à l'étranger. Et effectivement, ils ont fait quelques acquisitions en Pologne et en Italie.*

Mais l'entreprise fait face à deux difficultés, l'une financière et l'autre juridique, qui impactent sa capacité à générer du cash.

*Il est arrivé avec un projet pour développer l'entreprise. Le projet a été engagé, mais la crise est arrivée avec deux grandes difficultés. D'abord il y avait un montage très agressif. Pour 600 millions, il devait y avoir 150 d'equity, un montage 90-10 ou quelque chose comme ça. Ils avaient donc des grosses dettes à rembourser. Ils se retrouvaient à faire -5% d'EBITDA, là où ils faisaient 2 ou 3% avant. Ils avaient donc des problèmes de covenants. Ça a été aggravé par la loi de modernisation de l'économie en 2008. On ne pouvait payer les fournisseurs que jusqu'à 50 jours, alors qu'avant c'était purement contractuel. Ça a impacté le BFR. Réseau Distribution pouvait payer ses fournisseurs jusqu'à 120 jours et là ils ne pouvaient le faire qu'à 50 jours. Donc ils avaient 530 millions de dettes et ils devaient brutalement trouver 100 millions de dettes supplémentaires avec une baisse des ventes. C'était au maximum de la crise. Et tout ça alors qu'elle était saine au plan de l'EBITDA. Mais avec le niveau de dette, plus le retournement du marché, elle n'a pas trouvé de banquier. On devait faire un dépôt de bilan. Un administrateur judiciaire a été nommé, etc.*

L'entreprise est placée sous mandat *ad hoc*. Grâce à l'intervention du médiateur du crédit René Ricol, elle peut être achetée en 2009 par un fonds de capital-retournement qui change la direction et s'engage dans une nouvelle réorganisation.

*Moi à cette époque j'étais [à un poste de direction]. Quand j'ai vu ça, je me suis dit « on va pas laisser faire ça ». Y'a un tel contraste entre la santé de l'entreprise et son avatar financier. Tout ça c'est lié à [l'entreprise dont les comptes étaient truqués], puisque sinon l'entreprise n'aurait pas été si endettée et [le fonds du Moyen-Orient] n'aurait pas payé trop cher. Moi je suis un ancien de [une grande école], je me suis retrouvé en sortant du cabinet d'avocat dans le 8<sup>ème</sup> arrondissement où on nous avait expliqué toutes les dernières options, mise en redressement judiciaire, etc. Il était 10h du soir. Je me suis dit « je vais appeler un copain », c'était [un proche de Nicolas Sarkozy], on formait une sorte de binôme à [cette école]. Il m'a rappelé et il m'a donné le contact de René Ricol, médiateur du crédit. C'était mardi soir, je l'appelle mercredi et le vendredi soir on a eu une réunion avec les banques. Il a fait ça en trois jours. Le dimanche soir on a eu une deuxième réunion avec [une grande banque française]. Il faut dire que dans les 550 millions de dettes, il y avait 35 banques, dont une française, d'autres brésiliennes, etc. Il fallait qu'ils abandonnent une partie de leur dette. René Ricol les a convaincus de le faire. Ensuite [l'entreprise] a été vendue à un autre fonds qui s'appelle X. Tout ça est dans la presse. C'est une jolie histoire, mais malheureuse.*

Ces deux cas sont différents du point de vue du secteur (industrie contre distribution), de la taille des entreprises (petite contre grosse) et de l'issue du LBO (succès contre échec). Mais ils sont similaires en ce sens que les deux entreprises ont été achetées au sommet de la bulle du LBO, tablant sur des taux de croissance ambitieux de leur activité qui ne se sont pas réalisés. La crise économique a joué le rôle de catalyseur dans la chute, temporaire ou permanente, de ces entreprises : la mécanique du LBO a amplifié les difficultés opérationnelles, l'effet de levier se transformant en effet massue.

Un élément supplémentaire peut dégrader encore plus la situation du LBO. Lorsque la situation économique de l'entreprise n'est plus bonne, les cadres dirigeants perdent leur

investissement et donc leur plus-value potentielle. La conséquence est que les intérêts des deux parties deviennent désalignés. Comme l'explique le trésorier précité :

Aujourd'hui après les années 2008-2009, du coup on s'est éloignés du business plan d'origine. La participation vaut zéro. Sur les quelques millions d'euros investis, ils ont une valeur quasi nulle sur le marché de gré à gré. Aujourd'hui c'est le marché qui veut ça, c'est pas de la faute du management, et en particulier le marché public. Le plan a été un peu renégocié pour en abaisser le point mort, mais l'effet de levier a diminué. Donc on sera moins riches ! [...] Ca a été décidé d'un commun accord avec le fonds de PE, qui avait intérêt à cela. On a dit « le point d'équilibre est tellement loin que ce n'est plus motivant » (entretien avec un cadre dirigeant, 08/06/11).

Lorsque des situations de conflits se présentent, les investisseurs activistes essaient de remplacer les dirigeants. En vertu de leurs catégories de pensée individualistes, les investisseurs estiment que ce sont les dirigeants qui sont responsables du destin de l'entreprise. Les investisseurs semblent maintenir une équivalence entre l'entreprise et son dirigeant exprimée par la catégorie de l'« entrepreneur ». Si l'entreprise réussit, c'est lui qui doit être récompensé, mais si elle échoue, c'est lui qui doit être sanctionné. Comme le dit un investisseur, si l'entreprise ne fait pas son plan, c'est peut-être parce que les dirigeants ne sont « pas assez travailleurs ».

Q : Vous disiez que vous avez opéré des changements avec la crise ?

On n'a pas atteint nos objectifs : on s'est écarté du CA, de l'EBITDA. Mais les relations sont restées relativement bonnes. Le fonds n'a pas paniqué, ils sont habitués aux cycles. Ils savent être patients. Ils ont changé le management et changé le DG au profit de quelqu'un au profil plus internet. Le nouveau DG a changé les managers : pour un tiers le management n'a plus la même tête, et pour un tiers les managers ont changé de fonctions. Au bout d'un moment ils font ce qu'ils savent bien faire : changer le DG. Leur savoir-faire, c'est chercher les bonnes personnes. Ils ne s'immiscent pas dans la gestion : leur travail est de trouver le management et de le motiver. Quand ils estiment que ce n'est plus le cas, ils changent.

Q : Comment ça s'est décidé ?

La décision est partie [du fonds], le recrutement a été lancé dans le plus grand secret. Un administrateur indépendant (ils sont 3 dans le CA) a été impliqué dans un deuxième temps, pour mettre [quelqu'un] à la place de M. X. Ça a été décidé dans le CA. [...] Tout allait très vite, la révocation est *ad nutum*. Le DG est convoqué dans le bureau [du fonds] et il est révoqué le week-end par le CA le dimanche. Le changement est rapide (entretien avec un cadre dirigeant, 08/06/11).

Dans certains cas, les dirigeants sont révoqués car ils n'ont pas su suivre jusqu'au bout la logique des investisseurs. C'est ce qui est arrivé dans le cas du casino.

Dans ce cas le manager il a dit « je suis d'accord » [pour la stratégie], mais dans la mise en application il n'y est pas arrivé. Donc d'abord c'est l'entreprise et le projet, le manager, c'est le bon gars pour le projet.[...] Il n'y a pas de plan tout fait. On arrive avec des idées. Pour une société, en termes de stratégie, il n'y a pas 50 solutions. C'est la tendance qui détermine ça. Vous êtes d'accord ? Si il a une vision différente, on n'est pas idiots, on ne va pas y aller de manière hostile. [Son fonds] n'est jamais hostile au manager. Pour le casino, s'il n'y arrive pas, c'est une source de discussion et de conflits. Lui il voulait un projet plus moderne mais pas assez transformant.

Q : dans quel sens plus transformant ?

Notre projet c'était de transformer le casino en quelque chose de transparent et frais, c'était les mots-clés. Mais il allait pas assez loin. A un moment il nous a dit « je ne sais pas faire l'étape suivante ». Donc d'abord le projet d'entreprise, toujours, pour l'entreprise, ses salariés... ses interlocuteurs (entretien avec un directeur de participations, 02/02/11).

Les conflits se soldent donc souvent par une « rupture » entre les deux parties.

## **b) Tensions dans le public**

D'autre part, les tensions peuvent se déclarer dans le public de manière plus générale. Elles proviennent de la presse, des experts et pouvoirs publics, ainsi que des syndicats. Nous rassemblons tous ces acteurs dans la catégorie unique du « public » car ce chapitre est centré sur la dyade actionnaires-managers, et donc ils font partie de l'environnement. De plus, il semble que ce soit de cette manière que les investisseurs perçoivent ces acteurs, comme un tout plus ou moins homogène qui leur est généralement hostile.

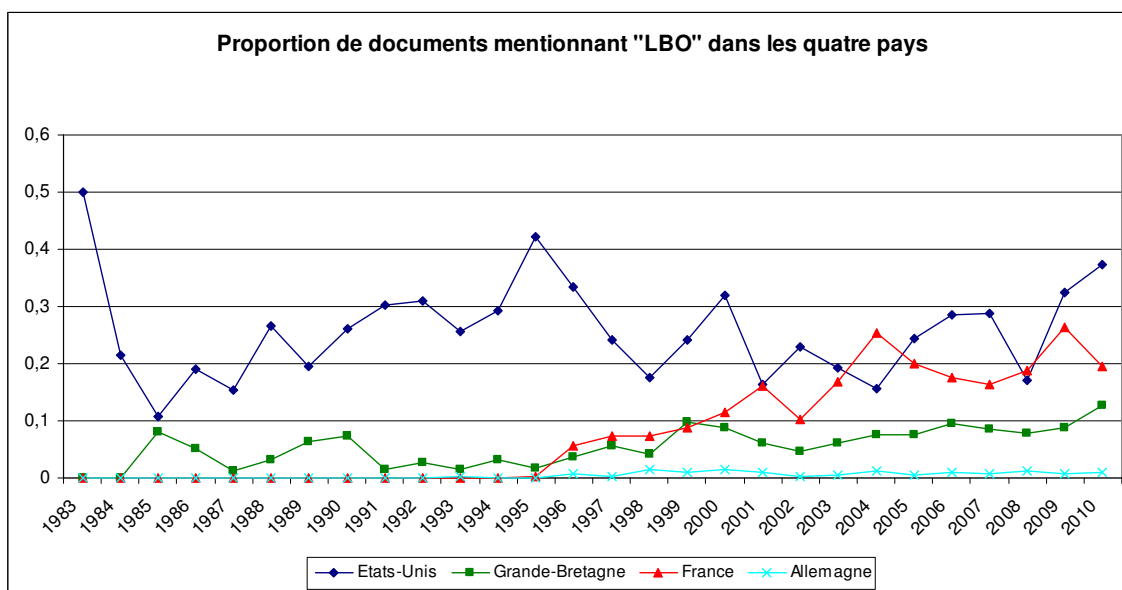
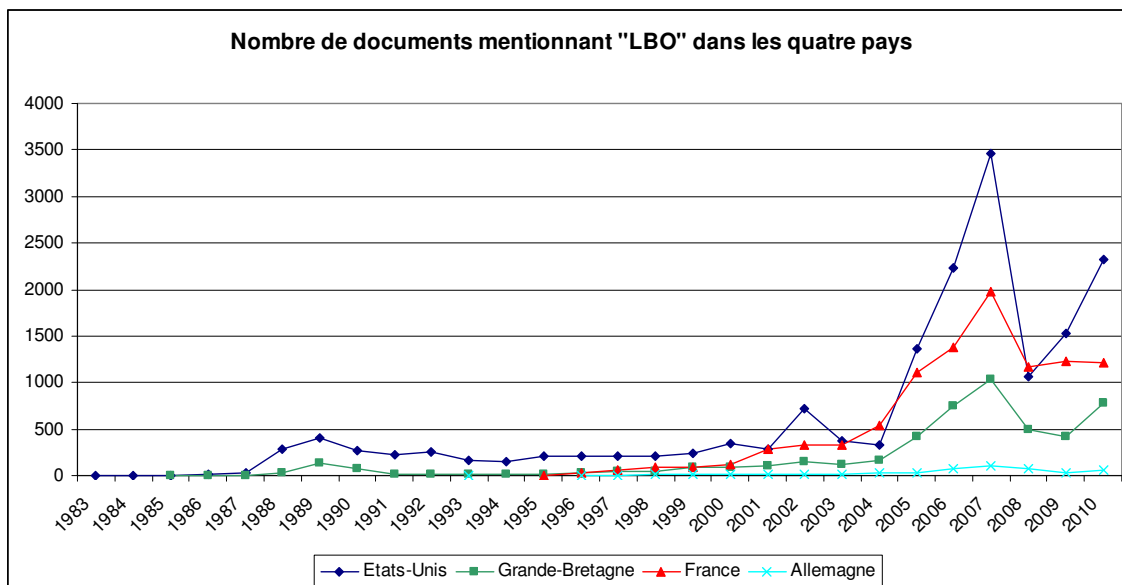
En effet, c'est durant les années 2000 que les LBO deviennent publics. Les médias commencent à parler des LBO dès le milieu des années 1980 aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. Les médias français et allemands commencent à en parler dix ans plus tard, vers 1995-1996<sup>1</sup>. Nous avons là un phénomène classique de diffusion culturelle: une innovation naît aux Etats-Unis, puis est transférée en Angleterre, puis en France, puis en Allemagne. Pour développer ce point, nous avons relevé le nombre et la proportion de documents mentionnant le terme de « LBO » dans la base de données de presse Factiva. C'est ce que montre la Figure 36.

---

<sup>1</sup> Il s'agit du LBO en tant que « LBO ». Les médias français ont pu parler de ce type d'opérations dans les années 1980 mais sous la dénomination de RES, d'OPA ou de capital-risque.



Figure 36 : la publicisation du LBO



Source : Factiva

En ce qui concerne le nombre de documents mentionnant le terme « LBO », on peut voir que la publicisation est bien réalisée dans les années 2000, en particulier de 2004 à 2007 où il est pratiquement multiplié par 10 aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. Cette évolution reflète à la fois un plus grand nombre d'opérations de LBO et le fait que les médias les documentent plus souvent. On peut noter un changement majeur dans la période 2000-2010, par rapport à la période antérieure : le nombre de documents publiés en France mentionnant « LBO » est

supérieur à ceux publiés en Grande-Bretagne à cette époque, alors même que la Grande-Bretagne concentre le plus d'opérations en Europe. Bien plus, le nombre de documents publiés en France est supérieur à ceux publiés aux Etats-Unis en 2004 et 2009, alors même que ce pays constitue l'essentiel du marché. Cette tendance est confirmée par l'analyse de la proportion des documents publiés dans chaque pays. Tandis que la part des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne est relativement stable, oscillant autour de 25% et 7% respectivement, celle de la France ne fait qu'augmenter à partir de 1995. Elle est même assez supérieure à celle des Etats-Unis en 2004. Ces éléments signalent un phénomène de rattrapage idéologique, ou du moins d'attention croissante, en France par rapport aux pays Anglo-Saxons. Le contraste avec l'Allemagne est significatif, puisque le nombre et la proportion de documents ne décolle pas dans ce pays, alors même que le nombre d'opérations en Allemagne est seulement un peu plus faible. Une fois arrivé en France, la technique du LBO a donc fait l'objet de discussions et a touché des parties du public de plus en plus grandes. La diffusion est classique : elle a touché d'abord les milieux financiers, puis les cadres dirigeants et enfin les salariés. Ainsi, le manager de Réseau Distribution déclare qu'ils ont commencé à entendre parler du LBO à la fin des années 1990. Les articles mentionnant le LBO sont d'abord publiés dans la presse professionnelle (*Capital Finance*) dans les années 1980, économique (*Les Echos* et *La Tribune*) dans les années 1990, puis la presse généraliste (*Le Monde* et *Le Figaro*) dans les années 2000, puis la radio et la télévision à partir de 2006.

A mesure que se publicise le LBO, le niveau de critique semble augmenter. En effet, les publications professionnelles déclarent l'utilité économique du LBO et réclament son extension. La presse économique y voit tantôt un signe de modernisation de l'économie française, tantôt un phénomène intrigant. Celle-ci associe les LBO aux OPA et fait peu le rapprochement avec le capital-transmission. Cette association avec les OPA est reprise par la presse généraliste. Ainsi en 2003, Jacques-Olivier Martin du *Figaro* écrit un article sur « ces belles entreprises aux mains des fonds d'investissement »<sup>1</sup>. Les fonds montent en puissance dans l'économie française : « depuis un vingtaine de mois, ces fonds croquent des sociétés de plus en plus importantes »<sup>2</sup>. S'ensuit un article qui met en avant le côté activiste des

---

<sup>1</sup> « Ces belles entreprises aux mains des fonds d'investissement », *Le Figaro*, 11 Juin 2003.

<sup>2</sup> *Ibid.*

investisseurs. Un dirigeant évoque « la tyrannie des *cash-flows* »<sup>1</sup>. En 2005 est publiée une série d'articles par Cécile Ducourtieux dans *Le Monde* où elle évoque le fait que les investisseurs veulent racheter des sociétés cotées<sup>2</sup>. Des équipes « discrètes » collectent de l'argent et revendent « au plus vite » pour le rentabiliser<sup>3</sup>. Les investisseurs sont des « propriétaires éphémères »<sup>4</sup> et des « nouveaux capitalistes »<sup>5</sup>. Le thème de l'assaut ou de l'invasion est repris par les journalistes des *Echos* Philippe Escande et Estelle Godeluck qui publient leur livre d'enquête *Les pirates du capitalisme* en 2008 (Escande et Godeluck, 2008). Le titre fait référence au livre *Barbarians at the gate*, sur le rachat de RJR Nabisco par KKR (Burrough et Helyar, 2003 [1990]). A cette époque est aussi mobilisé le thème de la spéculation puisque la presse spécialisée évoque une bulle (CF n° 657, Mars 2003). Cécile Ducourtieux dit que « le marché de la transmission d'entreprise en LBO tourne en sursrégime »<sup>6</sup> et que l'entreprise Frans Bonhomme, en LBO quaternaire, est considérée comme une « vache à lait »<sup>7</sup>. Après la chute de Lehman Brothers, *L'Express* pointe un effet de dominos qui va atteindre les LBO<sup>8</sup>.

Pour cette double raison selon laquelle le LBO est signe de modernité et de dangerosité, il commence à intéresser les experts et les pouvoirs publics. Les économistes américains s'intéressent aux LBO depuis les années 1980 mais ce petit champ d'étude ne pénètre en France que dans les années 1990 et 2000<sup>9</sup>. Dans les années 2000 on compte un petit nombre d'économistes et gestionnaires français travaillant notamment sur ce sujet<sup>10</sup>. Ces chercheurs, plus ou moins proches du paradigme standard et de la théorie de l'agence,

---

<sup>1</sup> *Ibid.*

<sup>2</sup> « Des fonds d'investissement veulent s'offrir de grands groupes », *Le Monde*, 30 Avril 2005.

<sup>3</sup> « Des équipes discrètes qui collectent de l'argent et le rentabilisent », *Le Monde*, 30 Avril 2005.

<sup>4</sup> « Les fonds d'investissement, propriétaires éphémères d'entreprises », *Le Monde*, 25 Octobre 2005.

<sup>5</sup> « Ces nouveaux capitalistes à l'affût des grandes entreprises », *Le Figaro*, 18 Mai 2005.

<sup>6</sup> « Frans Bonhomme a été rachetée à quatre reprises en 10 ans », *Le Monde*, 25 Octobre 2005.

<sup>7</sup> *Ibid.*

<sup>8</sup> « les LBO, prochaine bombe de la crise », *L'Express*, 14 Novembre 2008.

<sup>9</sup> Le premier ouvrage à en parler de cette manière est à notre connaissance celui d'Alain Delfosse (Delfosse, 1988).

<sup>10</sup> On peut citer Gérard Charreaux et Philippe Desbrières de l'IAE de Bourgogne, Olivier Gottschlag et David Thesmar d'HEC, Jose-Miguel Gaspar de l'ESSEC, Bertrand Jacquillat de Sciences-Po

s'intéressent en particulier aux conséquences économiques des LBO sur les entreprises<sup>1</sup>. En 2006 est créée une chaire PE à l'ESSEC, avec l'aide du cabinet d'audit Grand Thornton, du cabinet d'avocats Linklaters et de la banque Barclays. Cette année-là, la commission bancaire publie un rapport qui s'interroge sur les risques que font peser les LBO au système financier. En 2007 l'Autorité des Marchés Financiers et la Banque Centrale Européenne publient des rapports sur les LBO en France et en Europe qui posent la même question. En 2008, le questionnement sur la stabilité financière laisse place à un questionnement sur l'utilité économique du LBO<sup>2</sup>. Le MEDEF, le Forum Economique Mondial de Davos et le Conseil d'Analyse Economique publient des rapports sur l'impact économique du PE. Les conclusions de ceux-ci sont nuancées mais contribuent à forger une interprétation commune du phénomène du LBO. A partir de discussions avec des investisseurs, le MEDEF considère le LBO comme une « opportunité pour les entreprises et leurs salariés » mais souligne les « dérives » du court-terme et les « risques » liés à l'endettement. Le syndicat patronal appelle donc à l'équilibre dans les relations actionnaires-managers et à la mesure dans la structuration et la menée à bien de l'opération (MEDEF, 2008).

A l'opposé, Le Forum Economique Mondial publie un rapport constitué essentiellement d'études quantitatives menées par des économistes du *mainstream*. Celui-ci est co-dirigé par Josh Lerner de la Harvard Business School. En particulier, l'étude impressionnante de Steven Davis de la Booth School of Business de l'Université de Chicago et de ses collègues porte sur les conséquences des LBO en termes d'emploi aux Etats-Unis. La conclusion de cette étude, que nous commenterons dans le prochain chapitre, est que les fonds de LBO agissent comme un agent de changement du capitalisme, permettant à des secteurs ou pays entiers de se restructurer (World Economic Forum, 2008). Cette interprétation darwinienne, provenant de Michael Jensen, est aussi reprise par le rapport du Conseil d'Analyse Economique (CAE). Le rapport présente plusieurs points de vue, venant des économistes, des investisseurs et de la CFDT. Ce rapport est dirigé par Jérôme Glachant, Philippe Trainar et Jean-Hervé Lorenzi autour du Cercle des Economistes, *think tank*

---

<sup>1</sup> Leurs méthodes et résultats seront analysés dans le Chapitre IV.

<sup>2</sup> Ce changement de thématique est probablement lié au fait que la responsabilité de la crise financière a d'ores et déjà été attribuée aux crédits hypothécaires *subprimes* et non pas aux LBO.

d'orientation libérale<sup>1</sup>. Le rapport conceptualise le LBO comme étant l'« atelier de réparation du capitalisme ». La crise financière ne devrait faire que renforcer le rôle du PE dans la restructuration de l'économie, en particulier en France. Il préconise donc d'accélérer le développement du capital-investissement dans son ensemble, à travers une absence de régulation restrictive, des incitations fiscales, la focalisation sur les PME et le partage des plus-values (Conseil d'Analyse Economique, 2008)<sup>2</sup>. A mesure que le LBO se publicise, les experts forment donc des interprétations de ce phénomène qui pourront être utilisées par les fonds dans leur projet professionnel de reconnaissance.

Mais cette publicisation entraîne plus de critiques que d'opinions favorables. Les hommes politiques et les syndicats, en particulier, s'intéressent aussi à ce phénomène pour le contester. L'action syndicale ne semble toucher les LBO que s'ils mènent à des plans de restructuration de grande ampleur. Des grèves et des manifestations peuvent être engagées à ces occasions. Des salariés commencent à se mobiliser sur le thème du LBO au milieu des années 2000. En 2006 est créé le collectif LBO, par un salarié de la CDC et un ingénieur de l'entreprise sous LBO Eurofarad, elle-même détenue par la CDC. Le collectif est mené par la CGT. Il commence par des échanges d'expériences puis réalise plusieurs manifestations, notamment lors de rendez-vous de l'AFIC. Ils sortent aussi un DVD reportage sur les LBO intitulé « LBO : les insoumis ». A la suite de la récession de 2009, les LBO sont critiqués par des hommes politiques comme Jean-Luc Mélenchon (Parti de Gauche) mais aussi Jean Arthuis (UDF). Le médiateur du crédit René Ricol affirme qu'il n'a « jamais rencontré de patron de LBO sympathique »<sup>3</sup>. Toujours en 2009, la Commission Européenne annonce une directive concernant la gestion alternative, intitulée *Alternative Investment Fund Managers Directive*. Dans cette directive sont envisagées plusieurs mesures visant à réguler de manière plus stricte les *hedge funds* et les fonds de PE pour éviter qu'ils ne prennent trop de risques, de telle sorte que les règles qui leur sont appliquées soient en ligne avec les fonds mutuels et

---

<sup>1</sup> Philippe Trainar et Jean-Hervé Lorenzi sont par ailleurs fort proches du sujet qu'ils étudient. Philippe Trainar est membre de la FFSA et avait justifié la redirection de l'épargne des assureurs vers ces fonds en 2004. Jean-Hervé Lorenzi est président du conseil de surveillance de Edmond de Rothschild PE et siège au conseil d'administration de Pages Jaunes, entreprise sous LBO détenue par KKR (comme Elie Cohen qui signe un article dans ce rapport).

<sup>2</sup> A l'opposé du darwinisme social pur et dur, on perçoit dans ces analyses et ces recommandations la préoccupation française pour l'équilibre entre l'« économique » et le « social ».

<sup>3</sup> « Finance : la bombe LBO », *L'express*, 21 Mai 2009, p.78.

les fonds de pension. Dans le cadre d'un amendement au projet de loi de Finances pour 2010, le député Charles de Courson attaque les rémunérations des fonds d'investissement en considérant que le *carried interest* est assimilable à un revenu et non une plus-value et qu'il faudrait le taxer sur cette base. Au sein même de leur profession, les investisseurs en LBO sont critiqués par les investisseurs en capital-risque<sup>1</sup>. Ahmed Abdelkhefi d'Integra Group affirme : « nous n'avons rien à voir avec le LBO et les forts effets de levier. Malheureusement, nous avançons sous le même nom de « *Private Equity* », alors que notre vocation est d'apporter du cash aux PME » (CF HS, Nov. 2009). Ainsi, c'est au plus fort de la crise économique que les tensions et les conflits sont les plus importants, à la fois entre les investisseurs et les dirigeants et entre les investisseurs et le public.

Dans cette sous-partie, nous avons montré que le processus de rationalisation mis en œuvre par les investisseurs donnait lieu à des échanges à la frontière. Ceux-ci vont des investisseurs vers les cadres dirigeants, mais aussi des dirigeants vers les investisseurs. Mais ce processus de rationalisation donne aussi et surtout lieu à des tensions et des conflits. Ces tensions et conflits peuvent se déclarer dans la situation du LBO et déboucher sur la rupture de la relation actionnaire-manager. Ils peuvent se déclarer dans le public et déboucher sur des conflits sociaux et la régulation politique de cette activité.

### ***B - Rationalisateurs rationalisés***

Le processus de rationalisation mis en œuvre par les actionnaires entraîne, pro-activement ou rétroactivement, à un étrange processus de rationalisation de leur propre activité. En effet, les tensions et conflits qui se déclarent au cours du processus de rationalisation poussent les investisseurs à y répondre. Ces réponses sont soit proactives, dans ce cas les investisseurs essaient de *prévenir* les tensions et les conflits ; soit elles sont rétroactives : dans ce cas les investisseurs essaient de les *résoudre*. Au cours de ce processus, les investisseurs sont amenés à devenir réflexifs en mettant au jour des risques ou des erreurs et à opérer des changements dans leur comportement ou leur discours. Ils deviennent donc plus « rationnels » dans leur approche du métier. Ce processus de rationalisation inverse

---

<sup>1</sup> Il s'agit d'une critique symétrique de celle qui avait été formulée par les investisseurs en LBO contre les capitaux-risqueurs à la suite de la bulle internet.

consiste à modérer les initiatives et à formuler un discours spécifique qui donne forme au « LBO Français ».

### 1) La modération de la conduite

La plupart des investisseurs prennent conscience que le contrôle qu'ils opèrent comporte des limites. Nous avons exposé ces limites dans le Chapitre IV (en particulier les limites légales) et ce chapitre (les tensions et les conflits). Du fait des limites qu'ils rencontrent dans l'exercice de leur pouvoir, ils sont amenés à devenir réflexifs à propos de leurs actions. Cette réflexivité débouche sur la volonté de modérer leurs initiatives. Cette modération passe par la recherche d'un équilibre et par l'exercice de l'influence.

D'une part, les investisseurs cherchent un équilibre du LBO : dans l'enrôlement des dirigeants, dans le contrôle juridique et dans le levier d'endettement. En effet, on a vu que l'enrôlement des dirigeants d'entreprise reposait en grande partie sur l'intérêt financier ainsi que sur l'obligation légale. La transformation de la personne du dirigeant de salarié en actionnaire ne présente pas que des avantages. Elle entraîne la formation d'un rôle hybride de salarié-actionnaire qui crée de l'ambiguïté de rôle (*role ambiguity*). Comme l'explique un investisseur, il ne faut pas que cette situation débouche sur un « gloubi-boulga ». A propos de l'investissement des dirigeants :

Ce sont des éléments d'alignement, mais aussi il ne faut pas qu'il y ait une pression complètement démente. Il y a un juste milieu à trouver.[...] . Ce qui est compliqué, c'est d'être dans la situation de manager, et à côté d'avoir une position d'actionnaire. [...] Les managers investissent 6 à 24 mois de salaire. Pour 24 mois, la perte potentielle est énorme : c'est un investissement lourd. En 2009 pendant la crise, un manager a fait le calcul que ses 400 000 euros ne valaient plus que 15 euros. Ce n'est pas bien, car la gestion va être différente, plus risquée peut-être. Il ne faut pas qu'il adopte une gestion folle, qu'il se dise, « je n'ai rien à perdre ». Il faut que les gens puissent rester sereins. Pour certains, qui ont fait plusieurs LBO, ils ont beaucoup de patrimoine. A la première opération, ils n'ont pas un patrimoine délirant. La plupart du temps, ils empruntent et ça devient compliqué. [...] Il faut que la perte soit conséquente mais pas insupportable et que l'*incentive* soit attrayante. Il y a la gestion de cet équilibre (entretien avec un directeur de participations, 10/10/11).

Ainsi il faut trouver un équilibre dans la prise de risque des dirigeants : l'endettement personnel, par exemple l'hypothèque de la maison, n'est pas recommandé. Il faut que les dirigeants puissent rester « sereins » et ne mettent pas en danger l'entreprise dans une stratégie risquée qui maximiserait leur gain. Les dirigeants restent les mandataires sociaux de

l'entreprise. Les investisseurs se rendent compte que l'alignement des intérêts comporte des limites plus profondes, qui sont liées à son caractère formaliste. Pour pouvoir obtenir la coopération des dirigeants d'entreprise, l'intérêt économique et l'obligation légale ne sont pas suffisants comme le montrent les exemples de tensions et de conflits qui débouchent sur la rupture de la relation. Derrière la façade du dirigeant en tant qu'agent rationnel ou en tant que sujet de droit se cache le dirigeant en tant que personne psychologique. Ainsi les investisseurs prennent conscience du « facteur humain » dans le LBO. Une telle prise de conscience est semblable à celle des milieux patronaux qui sont passés au plan idéologique du management scientifique à l'école des relations humaines au début du XX<sup>e</sup> siècle (Bendix, 1956). Une telle prise de conscience est signalée par le vocabulaire emprunté à la sphère domestique pour donner du sens à la relation entre investisseurs et dirigeants (Boltanski et Thévenot, 1991). Ainsi le partenariat est assimilable à une relation entre frères ou plus souvent entre mari et femme, en vertu du fait que l'entreprise est genrée<sup>1</sup>. La métaphore du mariage est souvent présente dans les discours des investisseurs.

C'est un peu comme si l'actionnaire vivait dans la même chambre que son manager : ça peut se révéler formidable, ça peut aussi se révéler très difficile ! Le type qui ronfle la nuit, celui qui réveille l'autre à pas d'heure pour lui poser une question, lui faire une suggestion... Alors de temps en temps, il y en a un qui craque (un associé, PEME, p. 133).

Lorsque le partenariat marche, la relation est fondée sur la confiance et non sur la force.

Après, le vécu d'un dirigeant sous LBO peut être très peu représentatif de la communauté des dirigeants de LBO. Du point de vue de l'expérience interne, si la thèse d'investissement est commune, cela peut être une expérience enrichissante, ou bien dure. Les différences dans la relation investisseurs/managers, c'est comme une différence dans les familles. Il y en a avec qui c'est fondé sur les rapports de force et d'autres de confiance. Cela dépend des personnes (entretien avec un associé, 22/12/10).

L'équilibre doit aussi être trouvé dans le contrôle de l'entreprise. L'immixtion dans la gestion de l'entreprise est controversée chez les investisseurs. La plupart des personnes interrogées, faisant partie de l'élite parisienne, essaient de trouver un équilibre précaire entre actif et

---

<sup>1</sup> Une telle relation d'équivalence *fonds = homme* et *entreprise = femme*, souligne tout de même une asymétrie symbolique entre les deux partenaires.



passif. Dans le cas d'une stratégie active, la limite entre le rôle d'actionnaire et le rôle du dirigeant est floue.

L'objectif des organes de gouvernance est la surveillance. Et c'est compliqué. Le fonds et les actionnaires ne sont pas dirigeants. Quand le fonds adopte une gestion active, ça commence à être *touchy*. L'actionnaire n'est pas le dirigeant. Ce qui nous menace c'est la gestion de fait. Si ça tourne mal, les juges peuvent requalifier en gestion de fait. Ce sont des risques que les fonds peuvent prendre. C'est donc pour ça qu'à travers les statuts, on va bien définir les rôles. On va chercher à se protéger. Il y a le management, les actionnaires et l'entreprise. On n'a pas les mêmes intérêts. Par exemple investir, ce n'est pas forcément l'intérêt des actionnaires. Quand on est au CS, on est dans l'instance représentative de la boîte. Il faut être attentif à l'intérêt social de l'entreprise. La difficulté, c'est de ne pas mélanger les rôles. Si tout se passe bien ok, mais si ça se passe mal... le président est mis devant la situation en tant que mandataire social. C'est la difficulté de la gouvernance que peuvent avoir les fonds.[...] Il y a toujours cet équilibre assez compliqué. C'est pas juste l'histoire des sous. Il y a une boîte, des salariés, des dirigeants. Quand vous faites de la gestion active il faut être très attentif à ça (entretien avec un directeur de participations, 10/10/11).

Le contrôle de l'entreprise est difficile du fait de la menace de « gestion de fait ».

Il y a des aspects juridiques. On a une épée de Damoclès, qui est l'immixtion dans la gestion. Vis-à-vis des pouvoirs publics, ils nous disent « c'est bien de développer les sociétés », mais on a une pression croissante et judiciaire sur le PE. On peut être taxés de direction de fait dans des litiges. Ca devient compliqué. Donc il faut passer du temps avec les participations, donner des idées. Le management dit souvent « ce n'est pas une mauvaise idée ». La limite entre le conseil et la surveillance est une limite difficile à trouver. Certains sont volontairement assez passifs. D'autres sont actifs malgré cela (entretien avec un associé, 22/10/10).

La recherche de cet équilibre est particulièrement visible avec la crise économique de 2009, lorsque les entreprises vont mal. Les rôles de fonds actifs et passifs peuvent s'intervertir. Selon l'avocate Carole Degonssse : « on a pu observer un croisement d'axes des attitudes des fonds, les moins *hands-on* ont eu tendance à devenir un peu plus interventionnistes et les plus intrusifs ont parfois fait machine arrière, de peur d'être accusés de gestion de fait si les choses tournaient mal » (PEM n°59, Oct. 2010, p. 23). Les fonds qui sont très actifs au point d'être proche du capital-retournement sont « mal vus », comme le dit l'investisseur précédent, par les autres fonds de LBO. C'est en partie pour cela que les stratégies de croissance (interne ou externe) sont préférées aux stratégies de réduction des coûts.

Les fonds de retournement ils prennent des boîtes qui sont pas bien. Souvent à cause de problèmes internes. Ils sont plus interventionnistes. Dans les fonds de LBO, les approches sont différentes, souvent liées à l'équipe et aux actionnaires. Nous on a des

fonds qui viennent à 70% de familles. Une grosse partie vient de [grandes familles industrielles françaises]. Ce sont des familles de capitaines d'industrie. C'est des gens qui ont développé des boîtes, donc c'est dans leurs gènes d'être des développeurs. On a été créé à l'instigation de [la famille X] : il a insufflé cet aspect développement (entretien avec un directeur de participations, 22/12/10).

Les investisseurs commencent aussi à voir les limites du contrôle par le changement de personnel. Licencier le dirigeant d'entreprise peut s'avérer contre-productif, car il connaît bien l'entreprise et son secteur, à la différence d'un nouveau PDG qui vient de l'extérieur. Comme l'explique un investisseur, les cadres dirigeants sont des « actifs incorporels » et ont donc une valeur propre qu'il ne faut pas sous-estimer. De ce fait les opérations de MBI sont plus risquées. De même, certains investisseurs perçoivent qu'être trop actif risque de « mettre le bordel » et entraîne l'irritation des dirigeants.

Q : Donc le standard c'est plutôt *hands-off* ?

C'est plus ça le standard. On laisse la société évoluer, et ponctuellement si on nous demande une croissance externe par exemple, on donne le feu vert, si on doit apporter des ressources extérieures. C'est notre principal rôle d'actionnaire. Le but, c'est de ne pas emmerder le management tous les jours, ils ont autre chose à faire (entretien avec un investisseur, 21/12/10).

La limite la plus importante est sans doute celle qui est liée à la structuration du *deal*. Si les prévisions de croissance sont trop optimistes et que l'effet de levier est trop important, la situation économique de l'entreprise se détériore inexorablement lors d'un choc conjoncturel non anticipé. L'issue de l'opération est donc fortement déterminée par ses conditions initiales. De ce fait les investisseurs essaient de trouver un équilibre entre la maximisation de la rentabilité et la minimisation du risque de faillite. Cette modération est la plus difficile à trouver car, comme on l'a vu au chapitre précédent, l'évaluation des investisseurs est soumise à des forces qu'ils ne maîtrisent pas (notamment la concurrence). Ainsi dans la période de bulle, le risque a été grandement sous-estimé.

D'autre part, les investisseurs cherchent à se modérer dans l'exercice de leur pouvoir sur les dirigeants d'entreprise. Ils essaient de substituer l'influence à l'ordre (*fiat*), la délibération au décret. Ainsi, à l'inverse de ceux qui considèrent qu'ils sont les « patrons des patrons », certains investisseurs conçoivent leur rôle comme celui d'un *conseiller* et non d'un chef ou d'un juge. Ils utilisent le vocabulaire de l'accompagnement plutôt que de la direction,

de l'aide plus que de la contrainte. Ce rôle de conseiller est parfois appelé « *sparring partner* » :

La gouvernance c'est notre premier rôle. Mais on n'est pas interventionnistes à la Bain. La logique est d'être un *sparring partner* sur le CS. A la fois d'être une deuxième tête pensante pour le dirigeant. Souvent ils se sentent seuls, ils n'ont pas de directeur ou de DG avec qui ils sont capables de discuter. On amène des thèmes.[...]

Q : Comment définissez-vous le rôle de *sparring partner* ?

C'est un échange, c'est renvoyer la balle. Les managers ont des doutes, c'est à nous à dire s'ils n'ont pas de réponse. Ils ne sont pas savants sur tout. On apporte un moment de recul : poser les questions, il ne s'agit pas de décider. Ça se fait dans le CS, les réunions de *reporting*, partout, ou en dehors. On peut passer un coup de téléphone pour des discussions comme ça (15/02/11).

La version un peu plus activiste du *sparring partner* est le « *challenger* » : celui qui vient remettre en cause l'ordre établi, mais pour le bien de l'entreprise.

On agit positivement mais dans notre rôle de CS. Généralement on est en phase avec les dirigeants, ils sont souvent preneurs de *challenge* [...]. Souvent le patron n'a pas les personnes qui vont le contredire en interne. Il fait ce qu'il aime faire, il faut qu'il s'approprie d'être challengé, il faut qu'il n'ait pas peur, qu'il prenne la contradiction. [...] Il ne faut jamais faire le travail du CEO ou du directeur financier. On n'en est pas capable, si on le fait c'est une autre personne, pas nous. On peut décider de changer le CEO. On peut être actif dans le challenge sans que ce soit nous qui faisons (entretien avec un directeur de participations, 08/03/11).

Dans les deux cas, l'investisseur utilise son pouvoir d'influence et non le *fiat*. Le moyen le plus courant pour essayer de convaincre les dirigeants qu'un cours d'action est bénéfique est de poser des questions, plutôt que de donner des ordres.

Il n'y a pas un fonds qui intervient directement dans la gestion. On va suggérer, poser des questions. « Avez-vous réfléchi à ça ? ». Plus on remettra l'enjeu sur la table, mieux ce sera. On n'implémente pas de décision : il faut que le management soit convaincu. Il n'y a pas de force. Après, est-ce que ça apporte une gouvernance plus raisonnable ? Je ne sais pas (entretien avec un directeur de participations, 15/02/11).

Les ordres sont d'autant moins bienvenus qu'ils proviennent de tiers ou de jeunes gens. Comme l'explique Xavier Moréno d'Astorg :

Ce qui est sûr, c'est que nous ne sommes pas les patrons de l'entreprise et ne nous cherchons surtout pas à l'être. Nous recommandons à tous nos juniors de ne parler aux patrons que sur un mode interrogatif et éviter la tentation d'un discours directif (PEME, p.139).

Même Yann Duchesne (Doughty Hanson) recommande de faire profil bas.

[...] Il faut faire attention à ce que disent les petits jeunes de 27 ans qui représentent le pouvoir. Quand un petit jeune donne un conseil à un type de 55 ans qui connaît son *business* par cœur, je lui dis : « tu fermes ta gueule ». Je préfère qu'on pose des questions pour faire réfléchir plutôt que de dire : « il faut faire ceci ou il faut faire cela » (PEME, p. 160).

Certains investisseurs semblent ainsi avoir développé une « intelligence relationnelle ». Cette intelligence relationnelle peut aller jusqu'à reconnaître son infériorité par rapport au management sur certains sujets, ce qu'on appelle faire preuve d' « humilité ». Certains investisseurs estiment qu'ils n'ont pas les compétences nécessaires pour gérer une entreprise, et même pour formuler une stratégie adéquate.

Dans le métier, il faut avoir une certaine humilité. Il y a des choses qu'on ne sait pas faire. On va confronter une problématique : poser des questions et trancher les solutions. Mais ce n'est pas à nous de trouver les clés. Après on va mandater des conseils externes. Le pire c'est que l'actionnaire dise « moi j'ai compris ». Là où on est bons : c'est mandater des experts, qui fait une synthèse et prend une décision éclair. Donc on va laisser le management faire, et trancher dans le cadre du CA (entretien avec un directeur de participations, 21/06/11).

Les investisseurs rencontrent donc des limites au cours de leur processus de rationalisation. Un certain nombre d'entre eux en prennent conscience et modèrent leurs initiatives en conséquence : il s'agit de trouver un équilibre, ou juste milieu, dans la situation du LBO ; et d'utiliser l'influence plutôt que le *fiat*.

## **2) Jeux de pouvoir et jeux de langage**

Pour prévenir ou réparer les tensions et les conflits qui peuvent se déclarer à propos du LBO, les investisseurs vont non seulement modérer leur comportement mais aussi fabriquer un discours spécifique, que l'on peut appeler le « LBO français ». Envers les dirigeants d'entreprise en particulier, ils vont utiliser un vocabulaire syncrétique qui fait appel à des domaines sémantiques différents. Envers le public en général, ils vont affirmer leur utilité sociale en théorisant leur activité : l'économie française a *besoin* de s'engager dans une troisième voie qu'ils incarnent.

### a) Travail de la face et syncrétisme

Les tensions et les conflits poussent les investisseurs à opérer un « travail de la face » (Goffman, 1974). Les investisseurs vont utiliser des expressions spéciales en fonction de la catégorie d'acteurs à laquelle ils s'adressent. Ces expressions ont pour fonction de les attirer vers eux, non seulement en montrant une face favorable, mais surtout en montrant une face spécifique adaptée à chaque interlocuteur. Les deux interlocuteurs principaux auxquels ils font face et dont ils doivent obtenir la coopération sont les investisseurs institutionnels et les dirigeants d'entreprises.

En effet, les fonds d'investissement doivent surmonter des difficultés pour obtenir la coopération de ces deux catégories d'acteurs. Les institutionnels sont relativement méfiants envers les fonds de LBO à cause du risque élevé de ce type d'investissement (e.g. par opposition aux bons du Trésor) et à cause de son caractère privé (e.g. par opposition à la bourse). Les cadres dirigeants sont aussi méfiants envers les fonds. Ceux-ci sont considérés comme de « froids financiers », voire comme des dépeceurs d'entreprise, réputation qu'ils ont acquise dans les années 1980, en particulier aux Etats-Unis, mais aussi en France où la comparaison avec Bernard Tapie est quelquefois évoquée. Ainsi les investisseurs font-ils le diagnostic d'un « déficit d'image ». Par exemple après un entretien, un associé d'un fonds nous a dit qu'ils étaient mal vus, à cause de « certains comportements ». Les gens pensent qu'ils font du « *trading* de sociétés ». Un autre nous a dit « vous voyez, on n'est pas des méchants » et « les journalistes ne font pas leur boulot, ils se contentent de répéter ce qu'on leur dit ». Ce souci d'image est parfois visible dans la situation d'entretien où les investisseurs font attention aux mots qu'ils utilisent et prennent soin d'anticiper les réactions de l'intervieweur.

A partir de 2003 l'AFIC porte une attention plus grande à sa communication. Cette tendance culmine avec la présidence de Gonzagues de Blignières (2005-2006) et Patrick Sayer (2006-2007)<sup>1</sup>. Pour ce qui concerne les investisseurs institutionnels, de telles initiatives portent sur la publicisation des performances du capital-investissement à partir de 2001, la publication d'une étude sur les investissements des institutionnels en 2004 et d'un guide à leur attention en 2005. En ce qui concerne les dirigeants, l'AFIC publie un guide pratique du LBO

---

<sup>1</sup> Respectivement de Barclays PE et Eurazéo.

en 2003, et en 2007, un livre sur les *success stories* de patrons sous LBO (Moinet et Julien, 2007). Comme l'explique une note de Deloitte réalisée pour le compte de l'AFIC, les principaux thèmes abordés sont différents selon les deux catégories d'acteurs. Envers les investisseurs, les thèmes mis en valeur sont la performance, la transparence et l'expertise sectorielle : « cet axe de communication vise à gommer l'image d'investissement risqué et non liquide que représentent les fonds d'investissement en s'appuyant principalement sur la qualité des équipes et la capacité de celles-ci à réaliser des plus-values »<sup>1</sup>. Envers les dirigeants, les thèmes mis en avant sont la croissance, le partenariat et la création de valeur. « Cette stratégie de communication vise à atténuer l'image d'investisseurs purement financiers que peuvent avoir les fonds »<sup>2</sup>.

Il est utile de se pencher plus précisément sur le travail de la face réalisé auprès des dirigeants d'entreprise, car c'est à cette occasion qu'est élaboré le discours syncrétique du LBO français. En effet, il existe dans tous les pays, et particulièrement en France, une opposition entre le domaine de la finance et le domaine de l'industrie. Cette opposition correspond à une division du travail à l'intérieur de l'élite économique. Mais l'opposition n'est pas seulement sociale, elle est aussi culturelle au sens où elle fait intervenir des représentations différentes. Chaque domaine économique possède son propre domaine sémantique : par exemple « modèle » et « TRI » appartient plutôt au domaine de la finance tandis que « machine » et « chiffre d'affaires » appartient plutôt au domaine de l'industrie. Pour pouvoir attirer les managers vers eux, les investisseurs vont soit minimiser le domaine de la finance, soit opérer une synthèse sémantique des deux domaines. Par exemple, dans la première stratégie sémantique<sup>3</sup>, les investisseurs vont expliquer qu'ils apportent des fonds propres aux entreprises. Ceci est juste mais ne reflète qu'une partie de la réalité puisqu'ils apportent aussi de la dette, au minimum la moitié. Or, l'endettement n'est pas quelque chose de valorisé par les dirigeants d'entreprise, bien qu'ils préfèrent peut-être traiter avec les banques. La raison en est que les fonds propres évoquent, comme leur nom l'indique, une bonne santé, tandis que la dette est considérée comme *sale* et dangereuse. Les investisseurs

---

<sup>1</sup> « Fonds d'investissement, media et stratégie de communication », *AFIC/Deloitte*, Janvier 2005.

<sup>2</sup> *Ibid.*

<sup>3</sup> Sur les liens entre ressources culturelles et stratégies d'action voir le célèbre article d'Ann Swidler (Swidler, 1986).

parlent aussi souvent de « création de valeur », ce qui est leur objectif. Mais ils ne parlent presque jamais de « création de valeur actionnariale » ou de « création de valeur pour l'actionnaire ». La création de valeur est censée bénéficier à toutes les parties-prenantes de l'entreprise.

L'objectif est de créer de la valeur pour l'ensemble des actionnaires, avec le management et les salariés (entretien avec un associé, 28/04/10).

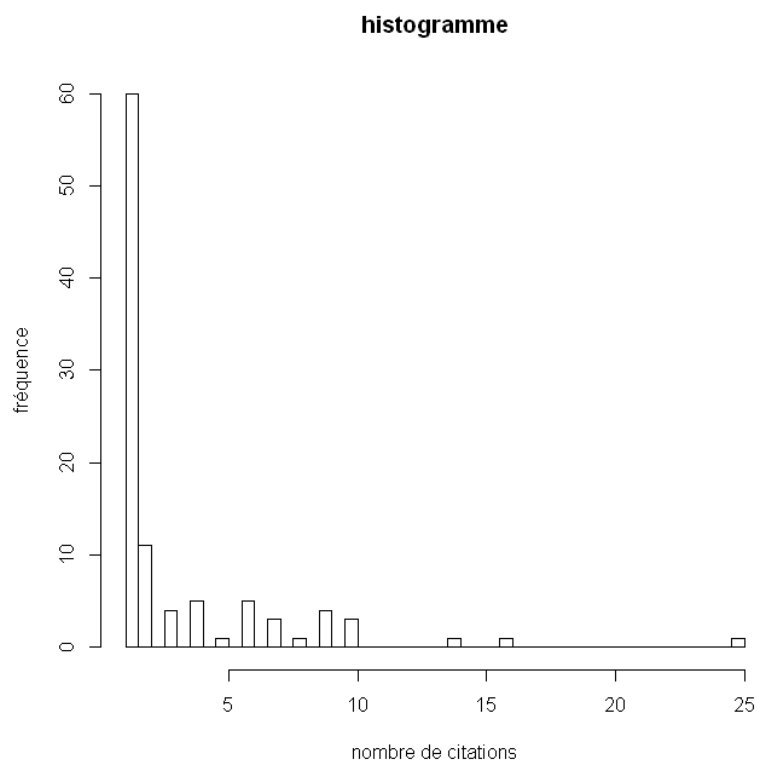
Louis Godron d'Argos Soditic ne se considère « pas du tout comme un financier ». Dans la deuxième stratégie sémantique, une synthèse est opérée entre le domaine sémantique de la finance et le domaine sémantique de l'industrie. Par exemple, l'investisseur précédent dit qu'il se présente aux dirigeants en tant qu' « industriel de la finance », car il adopte une gestion active de transformation opérationnelle des entreprises. Une expression qu'utilisent beaucoup les investisseurs est « croissance profitable ». Il s'agit d'une expression qui opère une synthèse entre le domaine de l'industrie et le domaine de la finance, car la croissance est réputée être le but des dirigeants tandis que la profitabilité est réputée être le but des actionnaires. Ainsi cette expression symbolise-t-elle l'harmonie des intérêts entre les deux parties<sup>1</sup>.

Rentrons plus dans le détail de la manière dont les investisseurs se présentent aux dirigeants d'entreprise. Pour examiner cela nous avons relevé les mots employés par les fonds dans un guide professionnel. Il s'agit du guide publié par PEM au pic de l'activité, *circa* 2007. Chaque fonds doit donner des mots-clés qui définissent quelles sont ses valeurs. Nous avons répertorié 100 mots cités par 69 fonds d'investissement. Les détails du codage sont donnés dans l'Annexe J. Les citations proposées par les fonds sont concentrées sur un nombre relativement faible de mots. C'est ce que montre l'histogramme suivant.

---

<sup>1</sup> Il est possible d'inférer de cette discussion une règle génératrice d'expressions de ce type à partir de répertoires de mots qui appartiennent aux deux domaines. Elle prendrait la forme simple suivante : *finance + industrie = capital-investissement*.

Figure 37 : concentration des mots cités par les fonds d'investissement



Source : PEM.

On constate en effet que la distribution des citations est extrêmement concentrée<sup>1</sup> : 20% des mots ne sont cités qu'une fois, tandis que 1% des mots sont cités plus de 10 fois. Il s'agit de trois mots : partenariat (25 fois), réactivité (16 fois), et croissance (14 fois). La Tableau 1 0 présente les 10 mots les plus cités.

---

<sup>1</sup> Cette distribution très asymétrique signale que les citations ne sont probablement pas aléatoires et qu'elles sont employées dans une visée instrumentale. Des résultats préliminaires montrent qu'il y a plus d' « ordre » dans cette structure que si les mots avaient une probabilité égale d'apparition.



Tableau 41 : 10 mots les plus cités par les fonds d'investissement

Rang	Mot	Domaine	Citations
1	Partenariat	Relations	25
2	Réactivité	Risque	16
3	Croissance	Performance	14
4	Création de valeur	Performance	10
5	Indépendance	Relations	10
6	Transparence	Relations	10
7	Confiance	Relations	9
8	Esprit d'entreprise	Entrepreneuriat	9
9	Expérience	Compétence	9
10	Engagement	Relations	8
Total			299

Source : PEM.

Il est utile de commenter le sens que l'on peut conférer à certains de ces mots suivant notre connaissance du terrain. Le mot le plus important est celui de *partenariat*. Il se réfère bien sûr à la relation actionnaires-managers. Ceux-ci sont sur un pied d'égalité, et non dans une relation hiérarchique (comme la relation d'emploi). De plus, leur relation n'est pas marquée par la compétition mais par la confiance. Ils sont dans la même « équipe », pour employer une métaphore sportive souvent usitée. Les investisseurs mettent en valeur ce concept car le LBO est source de tensions et de conflits qui peuvent mener jusqu'à la rupture de la relation, comme on l'a vu. Les investisseurs mettent donc en avant le partenariat pour envoyer un signal aux dirigeants d'entreprise en leur signifiant qu'ils ne leur sont pas hostiles. La *réactivité* est la capacité de réagir vite à des situations imprévues. Ce mot se réfère à la situation risquée du LBO dans laquelle l'effet de levier amplifie les mauvais résultats de l'entreprise et peut mener jusqu'au dépôt de bilan. Il semble que ce mot est cité pour signaler la manière de gérer ce risque : au contraire des grandes organisations bureaucratiques auxquelles sont habitués certains cadres, les fonds de LBO sont de petites organisations dans lesquelles les processus de décision sont rapides. Le terme de *croissance* est aussi important que celui de partenariat. En effet, il a la même fonction, qui est d'envoyer un signal positif en direction des managers. La mauvaise image des fonds est celles de dépeceurs d'entreprises, et non de développeurs. L'image que les investisseurs veulent donner d'eux-mêmes est celle de financeurs de la croissance des entreprises, particulièrement des PME. Ils font appel à l'intérêt des dirigeants d'entreprise, qui est de grossir. Cet objectif n'est pas nécessairement antagonique de celui des investisseurs, comme le suggère l'expression de « croissance

profitable ». Il existe en effet un petit espace de compromis entre le but de la taille (e.g. croissance du chiffre d'affaires) et le but du profit (e.g. croissance de l'EBITDA), à condition que l'un soit subordonné à l'autre<sup>1</sup>. Ainsi, en mettant en avant l'objectif de la croissance, les investisseurs peuvent attirer les dirigeants vers eux tout en n'étant pas totalement en contradiction avec leurs buts ultimes. De plus, on peut noter que sur ces 10 mots, le domaine sémantique qui revient le plus souvent est celui des *relations* humaines (à peu près la moitié du temps). Une manière d'approfondir ce résultat est de regarder quelle est la sophistication du vocabulaire en ce qui concerne les domaines sémantiques, c'est-à-dire le nombre de mots différents pour exprimer la même idée. C'est ce que montre le Tableau 42.

Tableau 42 : *sophistication du vocabulaire des fonds d'investissement*

Rang	Domaine	Nombre de mots
1	Relations	34
2	Entrepreneuriat	18
3	Risque	11
4	Compétence	10
5	Performance	9
6	Finance	7
7	Industrie	6
8	Global	4
9	Temps	2
10	Autre	3
Total		104*

Source : PEM. Note : le total est supérieur à 100 car des mots peuvent appartenir à plusieurs catégories

On peut constater que le domaine où le vocabulaire est le plus étendu est celui des relations, puisqu'il contient 35 mots différents. Il s'agit de mots tels que : partenariat mais aussi *proximité, éthique, respect, accompagnement, loyauté, disponibilité, implication*, etc. Les domaines sémantiques strictement économiques, comme celui de la performance, de la finance et de l'industrie sont bien moins élaborés (entre six et neuf mots). La mise en valeur du domaine des relations humaines, en particulier vis à vis de celui de la performance et de la finance, est réelle et tout à fait compréhensible étant donné le contexte de tensions et de

---

<sup>1</sup> En particulier la croissance des ventes ou la croissance externe doit être accompagnée d'une réduction du besoin en fonds de roulement ou de synergies de coûts. On peut disposer les indicateurs économiques sur un continuum qui irait du plus financier au plus industriel. On aurait alors : TRI-Cash-EBITDA-CA-Ventes-Capacité.

conflits explicité auparavant : il s'agit là d'une stratégie de présentation de soi qui vise à maintenir une face favorable vis-à-vis des dirigeants d'entreprise.

Ainsi les fonds réalisent un important travail de la face, adapté à chaque interlocuteur, grâce auquel ils vont essayer d'attirer vers eux les investisseurs et les dirigeants d'entreprise. Avec ces derniers, ils vont employer un vocabulaire syncrétique qui fait appel à des domaines sémantiques différents voire opposés.

### **b) La théorie du LBO français ou la nécessité d'une troisième voie**

Devant les tensions et les conflits qui menacent leur légitimité professionnelle, les investisseurs vont non seulement s'orienter vers les intérêts des dirigeants d'entreprise, mais aussi vers ceux du public en général. A cette occasion les investisseurs vont théoriser leur activité ou expliciter le sens de leurs actions. Ils vont apporter une réponse à la question: « à quoi sert le LBO ? ». Ce discours théorique vise en particulier à défendre leur utilité sociale vis-à-vis des pouvoirs publics. Il s'agit d'expliquer pourquoi la France a besoin du LBO. Etant incompris, les investisseurs vont « communiquer » et « faire de la pédagogie ». Ce discours théorique consiste à identifier les besoins de l'économie française, à proposer une réponse originale et à en démontrer la validité par la production et l'interprétation de données.

En effet, les investisseurs identifient trois problèmes principaux auxquels est confrontée l'économie française : la succession, la compétitivité et l'innovation. La problématique de la *succession* émerge dans les années 1970 avec la prise de conscience du vieillissement de la population, qui entraîne le départ à la retraite de fondateurs ou d'héritiers d'entreprise. Celles-ci doivent être reprises par un autre actionnaire pour en assurer la transmission. C'est ainsi qu'à été formulée la réponse initiale à la question « à quoi sert le LBO ? » en France dans les années 1980. Le nom juridique du LBO était le Rachat d'Entreprise par les Salariés, et les investisseurs en capital ont ensuite renommé leur profession « capital-investissement », au lieu de « capital-risque », pour ménager une place de choix au LBO. Celui-ci était le « capital-transmission ». En 1996, Gonzague de Blignères explique que ce glissement sémantique reflète les évolutions économiques:

Cette évolution des termes reflète une réalité bien concrète : le capital-développement et l'aide à la transmission ont pris le pas sur le capital-risque<sup>1</sup>.

Le cadrage de l'activité en termes de transmission était aussi valable dans le cas des privatisations et des externalisations qui ont démarré à partir de la fin des années 1980 : grâce aux RES/LBO, l'Etat et les grands groupes pouvaient vendre leurs filiales aux fonds d'investissement.

La typologie c'est que l'on donne une réponse à une problématique de transmission d'entreprise. Cette problématique est adressée en trois types. Les entreprises familiales dont l'actionnaire manager n'a pas de successeur. Les enfants ne sont pas présents mais veulent préserver l'entreprise et réaliser leur patrimoine. La solution à ce problème c'est soit la vente à un concurrent (avec toute la problématique d'égo que cela comporte), l'introduction en bourse (mais ça pose des problèmes) soit la vente à son équipe de management. En général ils n'ont pas les moyens de racheter. On va prendre un contrôle majoritaire aux côtés du management. On ne le fait que si l'entreprise est solide. C'est le premier schéma. Le deuxième schéma, c'est les grands groupes industriels qui souhaitent céder des divisions qui ne sont pas *core business* et vendre pour rentrer du *cash* où réinvestir dans des projets *core business*. La bourse a poussé à ça à un moment, parce qu'il y a une décote appliquée aux sociétés trop diversifiées. Là c'est pareil: le Groupe vend sa division au management. Le troisième flux c'est les sociétés cotées en bourse qui souhaitent ne plus y être parce que (1) il y a des contraintes d'information sur le marché (2) on donne de plus en plus d'informations donc on va se dévoiler (entretien avec un directeur de participations, 26/10/10).

La problématique de la *compétitivité* émerge aussi dans les années 1970 à la suite de la crise de stagflation, mais devient très présente dans les discours politiques à partir des années 1990, lorsque l'ouverture des marchés s'accélère et que le mouvement ouvrier est à son plus bas. Au niveau de la stratégie d'entreprise, le diagnostic des élites économiques et politiques est celui d'une mauvaise gouvernance des grandes sociétés : le modèle de capitalisme à l'européenne est déclaré comme inefficace devant la résurgence économique apparente des Etats-Unis. Les grandes entreprises européennes ne font pas assez attention aux actionnaires, aux clients et aux critères de rentabilité du capital, préférant s'engager dans des relations collusives avec l'Etat, les banques et les syndicats pour assurer la croissance inexorable de leur taille et empêcher toute discipline de marché. Les théories de la valeur actionnariale arrivent en

---

<sup>1</sup> « Le capital-risque ne veut pas se limiter au rôle de banquier », *Le Monde*, 13 Novembre 1996. Comme l'indique le titre de cet article, c'est à partir de ce moment là que le modèle bancaire est remis en question par les fonds français les plus établis.

France au début des années 1990 et sont volontiers reprises par les fonds d'investissement, particulièrement ceux qui évoluent sur les segments hauts du marché. Dans cette perspective, les fonds de LBO sont des rationalisateurs particulièrement efficaces de l'économie. Ils améliorent la performance des entreprises acquises et consolident des secteurs entiers. C'est une telle idée qu'exprime en 2006 Charles de Croisset (de Goldman Sachs), président des prix *Capital Finance*.

Q: Comment qualifier l'apport du *private equity* dans l'économie ?

Son impact est positif. Distinguons ici le capital-risque du LBO. L'opinion publique est favorable au *venture*. Or il peut aussi souffrir d'excès.[...] La France souffre surtout d'un déficit de croissance et c'est cela qu'on doit combattre.

Q: Le LBO occupe-t-il une place de choix?

Bien sûr, mais il a peut-être encore mauvaise presse. Les fonds de *buy-out* ont contribué à la reprise économique dans le monde, enregistré depuis les chocs pétroliers des années 1970. En réintroduisant la pression actionnariale, ils ont guéri les entreprises du « syndrome de bureaucratisation » qui menaçaient celles ayant atteint une taille ou une part de marché significative. Le LBO reflète l'équilibre gagnant entre un management axé traditionnellement sur l'opérationnel et une gestion très financière, insufflée par les fonds. La pression pour l'actionnaire est encore mal perçue en France, mais elle est nécessaire (CF n°782, Janv. 2006).

La problématique de l'*innovation* émerge aussi dans les années 1990, comme le pendant de celle de la compétitivité: l'innovation prend en charge le côté créateur du processus naturel de la destruction créatrice qui doit se déployer dans un marché vraiment libre. Le segment du capital-risque s'emballe et produit une bulle qui éclate au début des années 2000. Bien que s'occupant de la « vieille économie », les fonds de LBO font aussi appel à la problématique de l'innovation en offrant une réponse au déficit d'initiative économique qui caractérise la France, dont on parle comme d'un pays qui ne valorise pas assez les entrepreneurs au contraire des Etats-Unis. Le LBO est conçu comme une aventure formidable où le risque égale la rémunération, il stimule l'esprit d'entreprise. Comme le dit un investisseur, le LBO ne crée pas de nouvelles entreprises, mais de nouveaux entrepreneurs. Dominique Oger, président de l'AFIC en 2004, évoque la même idée.

Notre métier est au cœur d'une mutation du tissu industriel. D'un côté, nous incitons les investisseurs institutionnels à s'engager auprès des entreprises à travers nos fonds. De l'autre, nous incitons les managers et les innovateurs à devenir des entrepreneurs. Le capital-investissement met véritablement l'entreprise au cœur du système de valeurs. En cela, c'est un métier très anglo-saxon (PEM n°1, Nov. 2004, p. 30).

Ces trois réponses sont hétérogènes mais coexistent dans les années 2000 et forment une sorte de complexe théorique qui trouve sa synthèse dans l'idée de « capitalisme moderne » prenant exemple sur les Etats-Unis. Dans ce pays, le marché des capitaux est correctement développé et c'est lui qui fournit une infrastructure au dynamisme économique. Les investisseurs français prennent en charge ces trois problèmes et incarnent cette modernité. Ainsi, les investisseurs essaient de trouver une réponse à la grande question posée par la technocratie française depuis les années 1980 et remarquablement bien identifiée par l'historien Richard Kuisel : « comment être moderne sans devenir américain? » (Kuisel, 2012). *In fine*, les investisseurs contribuent au but collectif de *la croissance et l'emploi*. Durant les années 2000, la problématique la plus importante a sans doute été celle de la compétitivité. Selon les investisseurs, la gouvernance des entreprises françaises est inadéquate. Cette interprétation est consacrée par les pouvoirs publics dans la loi NRE en 2001. A cette époque, les fonds de LBO mettent moins en avant leur dénomination de capital-transmission que celui de *private equity* qui provient des Etats-Unis. Les investisseurs s'opposent au dualisme qui caractérise le capitalisme français, divisé entre les entreprises familiales et les grands groupes cotés. Ces deux tendances présentent une gouvernance inadéquate. Les fonds d'investissement offrent une troisième voie, exemplaire. Les entreprises familiales sont peu dynamiques du fait de leur gestion patrimoniale tandis que les grands groupes cotés ne peuvent développer de vision stratégique à moyen long-terme car les analystes les sanctionnent chaque trimestre et ils peuvent faire l'objet d'attaques de raiders. A l'inverse de ces grands groupes, les entreprises sous LBO ont un actionariat concentré (« actionnaire de référence »), réduisant les problèmes de communication et d'agence qui caractérisent les sociétés anonymes. Selon Maurice Tchénio d'Apax Partners.

Il existait deux modèles traditionnels : d'une part, l'entreprise familiale, contrôlée par une ou plusieurs familles. En général, la famille gère directement l'entreprise, sans qu'il y ait de séparation entre les fonctions d'actionnaires et de managers. D'autre part, les grands groupes cotés en Bourse, où une technocratie a pris le pouvoir et l'emporte donc, très clairement, sur les actionnaires. Ces deux modèles ont échoué. Le PE constitue un nouveau modèle d'intermédiaire entre le management d'une entreprise et les détenteurs du capital (PEME, p.22).

Le développement des LBO serait ainsi le signe du passage à une phase nouvelle du capitalisme, plus efficace. Cette interprétation issue de Michael Jensen est bien exprimée par les diverses interventions publiques de Maurice Tchénio.

Pour démontrer ces diverses théorisations, les investisseurs vont produire des données par le biais de l'AFIC, commander des études ou se servir de recherches existantes. Les investisseurs commencent à produire des études pendant les années 1990, mais cette production culmine dans les années 2000. Un pôle « études » est créé au sein de l'AFIC au début des années 2000 : « le renforcement de la structure était nécessaire afin de pouvoir intervenir efficacement auprès de nos investisseurs mais aussi de la profession du capital-investissement, des autorités de marché ou encore des pouvoirs publics »<sup>1</sup> selon Hélène Ploix de Pechel Industries. L'AFIC produit ses propres données par le biais de questionnaires qu'elle envoie à ses membres et qu'elle standardise ces années-là. Ces données vont ensuite être analysées en collaboration avec des partenaires comme le cabinet de conseil Ernst & Young ou l'institut de sondage Opinion Way. En 2002, les directeurs de communication des principaux fonds se réunissent dans le cadre d'un laboratoire d'idées : « il a fallu se préparer à expliquer le poids du métier dans l'économie ; replacer l'entrepreneur au centre de la communication »<sup>2</sup> explique Dominique Oger d'AtriA Capital Partners. Ces données concernent d'abord la performance des fonds, l'évolution des investissements, le poids du capital-investissement dans l'économie et enfin son impact économique. Sur ce dernier sujet, l'AFIC publie une étude en collaboration avec Constantin Associés et L.E.K. Consulting en 2004 sur « l'impact économique du LBO sur le développement de l'entreprise en France ». Ses conclusions sont positives. Ainsi en ce qui concerne l'emploi :

« Les entreprises sous LBO apparaissent comme fortement créatrices d'emplois, puisque les effectifs salariés de l'échantillon ont augmenté en moyenne de près de 9% par an, soit une croissance environ 4 fois plus rapide que celle de l'ensemble des entreprises (la population active occupée a augmenté de 2% par an entre 1997 et 2001, et l'effectif salarié des entreprises de 2,7% par an entre 1996 et 2000). « Ces données illustrent la dynamique de développement générée par le LBO », souligne Jean-Louis de Bernardy, Président 2001-2003 de la commission LBO de l'AFIC »<sup>3</sup>.

Une autre étude est publiée la même année en collaboration avec Ernst & Young et offre des conclusions similaires. Le fait principal dégagé par cette étude est que le capital-

---

<sup>1</sup> « Capital-investissement : bilan et avenir de l'AFIC », *Décideurs*, n°100, p. 66.

<sup>2</sup> *Ibid.*

<sup>3</sup> « L'AFIC mesure l'impact économique du LBO sur le développement de l'entreprise en France », *communiqué de presse de l'AFIC*, 28 janvier 2004.

investissement représente 8% du PIB français<sup>1</sup>. L'intérêt des pouvoirs publics et la contestation portée par le collectif LBO pousse l'AFIC à y répondre : « la maîtrise de l'information était essentielle pour nous faire entendre et nous dispositions enfin des moyens nécessaires à cette ambition [...]. Nous avons alors su réintégrer l'outil statistique en interne »<sup>2</sup>, déclare Patrick Sayer. En 2007 les investisseurs commencent à discuter avec les syndicats et une étude est réalisée avec le cabinet Constantin sur « l'impact social du LBO en France ». La conclusion de cette étude est que le LBO améliore l'emploi et l'environnement de travail des salariés sous LBO. Ils sont repris par Dominique Sénéquier d'Axa PE dans un article du *Monde* :

« Le *leverage buy-out* (LBO) – en français RES, rachat d'une entreprise par ses salariés – est un moyen de financer le développement des sociétés qui a fait la preuve de son efficacité. Cette idée surprendra certainement tous ceux qui connaissent mal les LBO et les assimilent aux outils financiers de fonds d'investissement prédateurs. Pourtant toutes les données convergent : les entreprises qui ont fait l'objet d'un LBO croissent plus vite, créent plus d'emplois et ont une politique salariale plus généreuse que les autres »<sup>3</sup>.

Dominique Sénéquier propose d'inscrire dans la loi l'obligation pour les fonds de rétrocéder une partie de la plus-value à l'ensemble des salariés. En 2008, l'AFIC se dote d'une « charte des investisseurs en capital ». Cette même année les premiers résultats de l'étude académique de Boucly et ses collègues sont publiés dans le rapport du CAE. Ceux-ci observent une croissance étonnante de 20% de l'emploi et de 10% des salaires par rapport aux entreprises similaires. David Thesmar, membre du Cercle des Economistes, qui coordonne cette étude en explique les résultats dans *Capital Finance*. Pour Dominique Sénéquier, il s'agit là d'une confirmation du rôle essentiel du LBO dans la croissance (Conseil d'Analyse Economique, 2008). Cette même année, l'AFIC met en place un comité scientifique présidé par Bertrand Jacquillat, lui aussi membre du Cercle des Economistes. Enfin, en 2010, lorsque l'économie sort de la récession, l'AFIC publie un baromètre des entreprises sous LBO en difficulté, qui montre que dans l'ensemble, celles-ci ne connaissaient pas de difficulté particulières. Ainsi la théorie du LBO français, qui envisage cette technique comme une contribution au but collectif

---

<sup>1</sup> « Un million d'emplois concernés par le capital-investissement aujourd'hui », *communiqué de presse de l'AFIC*, 21 Juin 2004.

<sup>2</sup> « Capital-investissement : bilan et avenir de l'AFIC », *op. cit.*

<sup>3</sup> Dominique Sénéquier, « Vive les LBO pour tous les salariés », *Le Monde*, 29 Mai 2008.



de la croissance (par le biais de la destruction créatrice ou non) est validée, car les critiques de cette activité sont à chaque fois démenties par ces études.

En conclusion, les investisseurs essaient de prévenir ou de réparer les tensions et les conflits qui peuvent survenir lors du processus de rationalisation actionnariale. Cela débouche sur une rationalisation de leur propre activité. Ils vont identifier des risques ou des erreurs et modifier leur conduite pour se modérer. Ils vont aussi fabriquer un discours spécifique, à la fois syncrétique et théorique, qui est destiné aux dirigeants d'entreprise et au public en général et donne forme au « LBO français ».

### ***Conclusion du Chapitre V***

Ce chapitre a montré que le processus de rationalisation actionnarial donnait lieu à un rapprochement des logiques actionnariales « à l'américaine » et managériales « à la française » du fait de l'interdépendance structurelle qui est créée par la situation de LBO. Ce rapprochement est direct ou indirect : il est *direct* lorsque des échanges à la frontière se produisent entre les investisseurs et les managers. Pour maintenir une communication fonctionnelle, en particulier en ce qui concerne l'interprétation des données comptables et de la stratégie de l'entreprise, les investisseurs vont chercher à diffuser leurs catégories de pensée sur les industriels, tandis que les industriels vont aussi chercher à exporter leurs catégories sur les investisseurs. Mais ce rapprochement est aussi *indirect*. Dans ce cas il suit un processus de « double rationalisation ». En effet, le contrôle qu'exercent les investisseurs donne lieu à des tensions et des conflits qui peuvent mener à la rupture de la relation actionnaires-managers et à la régulation politique de leur métier. Pour prévenir ou réparer ces tensions et conflits, les investisseurs s'engagent dans un processus de rationalisation de leur propre activité. Ils modèrent leur conduite et fabriquent le discours syncrétique et théorique du « LBO français ».

Ce chapitre illustre le point théorique suivant. Comme on l'a vu au chapitre précédent, la rationalisation actionnariale est adossée à des conceptions culturelles car il s'agit pour les acteurs de s'orienter vers un ensemble de critères de performance qui correspondent à la perspective de l'investisseur. Ces buts sont dérivés de doctrines économiques et sociales qui expliquent le fonctionnement de l'économie ou de la société. En particulier, au sein de l'économie néo-classique et des doctrines de la valeur actionnariale, il existe une « théorie du LBO » qui met en valeur le métier de l'investisseur en capital. Si la rationalité est locale (une

logique d'action) et que c'est un sous-produit d'une perspective sur le monde (cf. Weber), alors la rationalisation est un processus de changement social. A ce titre, elle « progresse » par emprunts et mélanges (échanges à la frontière) et par la prise en compte du point de vue d'autrui pour avancer sa perspective au prix d'une perte de pureté (double rationalisation). Ainsi l'américanisation de la société française, dans le domaine économique, est incomplète. Le LBO provient des Etats-Unis mais a donné naissance au « LBO français » que pratiquent les fonds français. Même le modèle actionnarial a été adapté et mis en valeur par l'élite parisienne dans l'idée de projet industriel, de partenariat avec la direction générale et de participation des salariés. On ne peut donc pas parler de diffusion du modèle américain mais plutôt de la traduction de certains de ses éléments dans le langage du capitalisme français. Ainsi dans le vocabulaire de Richard Kuisel, les investisseurs et les dirigeants français ont cherché à être modernes sans devenir américains.

En soulignant les tensions et conflits qui peuvent survenir lors du LBO, ce chapitre a commencé à évoquer les conséquences opérationnelles du LBO. Les chapitres suivants sont consacrés à l'examen des conséquences du LBO lorsque cette arme organisationnelle est mobilisée et mise en application dans les entreprises.



## Chapitre VI- L'arme organisationnelle à l'œuvre

---

Dans les deux chapitres précédents, nous avons examiné le système d'interaction formé par les investisseurs et les dirigeants d'entreprise. Nous avons mis l'accent sur les conceptions culturelles qui interviennent dans, ou qui émergent de, ce système d'interaction. En particulier, on a vu que les actions des investisseurs pouvaient se comprendre comme un processus de rationalisation des entreprises. Possédant des catégories de pensées acquises au cours de leur familiarisation scolaire et professionnelle avec les théories de la valeur actionnariale, les investisseurs considèrent que la plupart des entreprises françaises ne fonctionnent pas correctement, ce qui les amène à déployer un « appareil de rationalisation » pour les rendre plus conformes à leurs attentes. Mais ce processus de rationalisation génère des tensions et des conflits que les investisseurs essaient de prévenir ou de résoudre en se rationalisant eux-mêmes. Ceux-ci cherchent à modérer leur conduite et ont donné naissance au « LBO français ».

Ces deux chapitres ont illustré le fait que le LBO constitue une arme organisationnelle dans le projet élitare de changement du capitalisme français en direction du « modèle américain » sans vouloir complètement l'adopter. L'examen de la théorie et de la pratique du LBO montre que les investisseurs, principalement ceux du « modèle actionnarial », déploient une *stratégie de rupture* tout en comptant sur la *mobilisation sociale* des entreprises qu'ils contrôlent. Ces deux objectifs sont relativement contradictoires et expliquent les tensions et conflits que nous avons commencé à évoquer. Les deux prochains chapitres s'inscrivent dans le cadre de cette réflexion. On n'y examine pas la théorie et la pratique du LBO, mais ses *effets concrets* : que se passe-t-il lorsque cette arme organisationnelle est utilisée sur le terrain des entreprises ?

Le présent chapitre se veut une introduction au cas d'entreprise que nous allons analyser dans le prochain chapitre à partir d'une revue de littérature et d'une présentation formelle de l'entreprise, de son actionnaire et de son contexte économique. Une réponse partielle est offerte à la question posée : le LBO est une *technique*, ce qui signifie que ses effets dépendent en grande partie de ses usages qui dépendent eux-mêmes de ses utilisateurs, un enseignement classique de la sociologie des sciences et des techniques (e.g., Vinck, 1997). Ainsi, il existe potentiellement une pluralité d'effets distincts qui peuvent tout de même se

ramener à l'opposition entre le modèle bancaire et le modèle actionnarial du LBO. L'intensité de la transformation organisationnelle et ses effets voulus et non voulus devraient être une fonction du degré d'« activisme » du fonds d'investissement. Autrement dit, les effets du LBO devraient être différents suivant la position du fonds dans le champ d'action, puisqu'on a vu que ceux-ci différaient quant à leurs stratégies et pratiques. La question des mécanismes qui transforment l'impulsion actionnariale en effets organisationnels est, dans ce chapitre, seulement évoquée.

Dans une première sous-partie, nous offrons un essai d'interprétation du phénomène LBO à partir de ses effets (A). Nous exposons d'abord les deux principales théories économiques utilisées pour l'interpréter – à savoir la théorie des flux de trésorerie disponibles et la théorie des transferts de richesse – ainsi que d'autres théories. Ensuite nous résumons les principaux résultats des études quantitatives concernant les effets des LBO sur l'emploi et l'organisation du travail. Enfin, nous proposons une synthèse sociologique de ces résultats en mettant l'accent sur la contingence probable des effets de cette arme organisationnelle en se situant au niveau de la société, du champ du LBO et de l'organisation elle-même. Dans une deuxième sous-partie, nous offrons une présentation du cas d'entreprise en mettant en valeur son caractère exemplaire au vu des opérations de LBO en France dans les années 2000 (B). La présentation du cas procède en quatre temps : on montre que ce LBO appartient au « modèle actionnarial », on présente les principales caractéristiques de l'entreprise, on explique son « entrée en LBO » et on la replace dans le contexte économique de l'époque.

### ***A - Les effets globaux de l'arme organisationnelle***

Dans cette sous-partie nous nous interrogeons sur la nature sociologique du LBO à partir de l'examen de ses « effets globaux ». Les premiers chapitres ont permis de s'interroger sur la nature du LBO à partir de ses causes. Le LBO nous est apparu comme étant une « arme organisationnelle » mobilisée par des acteurs dans un champ, en vue de défendre leurs idées et leurs intérêts devant la modification de l'environnement économique et institutionnel au cours des dernières décennies. Cette sous-partie propose aussi une interprétation du LBO comme arme organisationnelle, mais en traitant cette question par l'autre bout, celui de ses *effets*. Par « effets globaux » il faut entendre les effets du LBO sur l'économie, soit sur l'ensemble des entreprises sous LBO. Le chapitre suivant traitera des « effets locaux », entendus comme les effets que l'on peut observer sur une entreprise prise isolément. Dans un premier temps, nous

allons examiner les principales théories économiques disponibles pour expliquer le phénomène des LBO, en particulier deux théories principales en affrontement. Dans un deuxième temps, nous allons résumer les résultats des études portant sur les effets des LBO en termes d'emploi et d'organisation du travail aux Etats-Unis, en Angleterre et en France à la lumière de ces théories. Dans un troisième temps, nous allons offrir une synthèse sociologique du phénomène du LBO, mieux à même d'en expliquer les effets que les théories économiques existantes.

### **1) Les théories économiques du LBO**

Les théories économiques utilisées pour interpréter le phénomène du LBO sont nombreuses, mais il existe deux théories dominantes en affrontement : la théorie des flux de trésorerie disponibles et la théorie des transferts de richesse. Il existe aussi d'autres théories comme celles des informations internes, des avantages fiscaux ou des ressources cognitives.

Les deux théories dominantes ont été élaborées dans les années 1980 pour tenter d'interpréter le mouvement des fusions-acquisitions aux Etats-Unis, en particulier les OPA hostiles et les LBO. Le problème consiste non seulement à expliquer la croissance de ces opérations mais aussi à expliquer la prime de contrôle que l'acheteur (actionnaire futur) verse au vendeur (actionnaire présent) : pourquoi désire-t-il acheter les parts de la société à un prix supérieur à leur valorisation par le marché ? La *théorie des flux de trésorerie disponibles* a été la première à être développée. Celle-ci a été formulée par Michael Jensen à partir de la théorie de l'agence dans une série d'articles (Fama et Jensen, 1983a, 1983b ; Jensen, 1986, 1988 ; Jensen et Ruback, 1983). Il en a fait la promotion à la communauté d'affaires dans la *Harvard Business Review* (Jensen, 1984, 1989) et aux hommes politiques devant la Chambre des Représentants (Jensen, 2010)<sup>1</sup>. La théorie a été exposée de manière la plus claire dans un article de 1986 de l'*American Economic Review*.

Selon la théorie des flux de trésorerie disponibles, la relation entre actionnaires et managers dans le cadre de la grande entreprise génère des coûts d'agence : libérés de la surveillance des propriétaires, les managers peuvent poursuivre leurs propres intérêts qui

---

<sup>1</sup> Cette recherche a par ailleurs été financée par une des banques les plus actives dans les LBO des années 1980, Drexel Burnham Lambert, qui a ensuite fait faillite. La quasi-totalité des études que nous allons examiner sont financées par les acteurs du secteur par l'intermédiaire d'organismes divers.

convergent dans la croissance de l'organisation plutôt que dans la rentabilité du capital. Dans des contextes économiques où la compétition sur le marché des biens ou du capital est faible (c'est-à-dire dans des situations rentières), les managers peuvent se permettre de financer des projets qui ne génèrent pas une valeur actuelle nette positive<sup>1</sup>. Ces situations rentières sont signalées par l'existence d'une « trésorerie disponible » (*free cash-flow*), définie comme la trésorerie en excès par rapport à celle qui serait nécessaire pour financer tous les projets de l'entreprise qui ont des valeurs actuelles nettes positives. Dans le vocabulaire managérial, on dit de telles entreprises qu'elles ont un « trésor de guerre ». Du point de vue de la théorie financière, ces situations rentières sont sources d'inefficacités. Ainsi, "*the problem is how to motivate managers to disgorge cash rather than investing it at below the cost of capital or wasting it on organization inefficiencies*" (p. 323). L'originalité de la théorie des flux de trésorerie disponibles est de concevoir la dette, non seulement comme une ressource, mais aussi comme un mécanisme de contrôle de la direction générale. D'une part, la dette est un substitut aux dividendes puisqu'elle permet de lier les managers à leur promesse de distribuer la trésorerie disponible. Ne disposant plus de ressources excédentaires, la discrétion managériale est limitée. D'autre part, si les managers ne tiennent pas leur promesse de rembourser, alors l'entreprise se trouve en cessation de paiement. La menace de faillite crée un climat de crise et constitue un puissant outil de motivation de la direction générale pour surmonter les résistances dans l'organisation : "*the threat caused by failure to make debt service payments serves as an effective motivating force to make such organizations more efficient*" (p. 324). A cet effet disciplinaire de la dette, il faut ajouter l'effet motivant plus classique de la détention de fonds propres par le management (participation au capital) et la contrainte de la surveillance par l'actionnaire.

La *théorie des transferts de richesse* a été moins développée. Elle a été formulée par Andrei Shleifer et Larry Summers à la fin des années 1980 (Shleifer et Summers, 1988). Elle concerne au premier chef les OPA hostiles mais peut être appliquée aux LBO sans difficulté. Ces auteurs se fondent sur les avancées de la théorie économique à partir des années 1970 pour prendre en compte les défaillances de marché. S'ils partent d'une conception de la firme comme étant un nœud de contrats, ils admettent que l'impossibilité de prévoir le comportement futur d'un co-contractant nécessite la mise en place de contrats implicites

---

<sup>1</sup> Voir l'explication du modèle DCF dans le Chapitre IV.

reposant sur la confiance. Leur thèse est que les OPA hostiles servent à redistribuer la richesse des parties prenantes à l'entreprise vers les actionnaires en brisant de tels contrats implicites. Dans cette perspective, la prime de contrôle reflète en priorité non pas des gains en efficacité, mais des transferts de richesse. Bien plus, dans certaines situations, les OPA hostiles peuvent consister à obtenir des gains privés aux prix de coûts pour la société.

En effet, il existe des contrats implicites entre les actionnaires et les parties prenantes. Ces contrats servent essentiellement à encourager les parties prenantes à investir dans leur relation envers l'entreprise, comme lorsque l'employeur rémunère l'employé plus que nécessaire par un salaire d'efficience en contrepartie de sa loyauté. Pour que ces contrats soient effectifs, l'actionnaire décide d'embaucher un dirigeant digne de confiance. Dans certaines circonstances, ces contrats implicites deviennent une source de coûts pour l'actionnaire qui peut décider de s'en débarrasser en renvoyant le dirigeant. C'est ce qui se passe dans les OPA hostiles où l'actionnaire brise la relation de confiance pour obtenir les avantages qu'il avait concédé aux parties prenantes. Ces avantages, comme par exemple des salaires supérieurs à la productivité marginale du travail, se retrouveront dans la prime de contrôle. Dans la théorie des flux de trésorerie disponibles, ces avantages redonnés aux actionnaires sont des gains en efficacité. Il s'agit de passer d'une situation sous-optimale à une situation optimale au sens de Pareto. C'est un changement analogue à celui du passage d'un marché monopolistique à un marché compétitif : la rente du monopoleur se trouve captée par les consommateurs mais ce changement améliore la situation des deux parties prises dans leur ensemble. Le raisonnement de Jensen est valable dans un monde où la confiance n'a aucune valeur. : “[at other times] the acquisition is motivated by the overinvestment or other free cash flows of the targeted firm. Even in these takeovers much of the gain must come from reducing the wealth of stakeholders, who did not count on changes in operations when agreeing to work for the firm” (p. 41)<sup>1</sup>. Dans la théorie des transferts de richesse, la confiance sur laquelle reposent les contrats implicites a une valeur monétaire qui fait que l'appropriation des rentes des parties prenantes par l'actionnaire est un simple transfert. C'est pourquoi on ne peut dire que les rachats de société « créent de la valeur » en se fondant uniquement sur le changement positif de la valeur des fonds propres. De plus, ce transfert de richesse peut être réalisé au prix d'un coût pour la collectivité, rendant la situation du LBO sous-optimale. Deux

---

<sup>1</sup> Nous soulignons.



cas de figure peuvent se présenter : (1) l'existence d'asymétries d'information et le problème du passager clandestin font que les coûts sociaux postérieurs à l'acquisition ne sont pas pris en compte par le marché (i.e., dans la prime de contrôle) – un bon exemple étant celui de la fermeture d'un site industriel qui endommage durablement toute une localité ; (2) si les parties-prenantes anticipent un rachat de leur société, ils n'investiront pas dans des contrats implicites qui pourront être bénéfiques à la fois à l'actionnaire et aux parties prenantes. Un exemple de ce deuxième cas de figure donné par Shleifer et Summers concerne la rationalisation des sièges sociaux et le licenciement de cadres : ceux-ci sont moins enclins à être loyaux envers leur entreprise et la crainte de tels événements peut se propager dans d'autres entreprises<sup>1</sup>.

Il existe d'autres théories économiques interprétant le phénomène du LBO, même si elles sont encore moins développées : les informations internes, les avantages fiscaux et les ressources cognitives. D'abord, les LBO peuvent être expliqués par l'existence d'informations privées sur la valeur de l'entreprise. Les managers en place peuvent avoir de meilleures informations que les actionnaires sur la valeur de l'entreprise : ils savent que celle-ci est sous-évaluée par le marché. En particulier ils ont connaissance d'opportunités de restructuration et de croissance qui ne sont pas réalisées, pour diverses raisons. Ils ont donc intérêt à s'allier avec un fonds pour acheter l'entreprise et la vendre à un prix supérieur. Cette interprétation apparaît en effet valable en particulier pour les MBO d'entreprises cotées mais aussi de divisions de grands groupes (Lowenstein, 1985). Ensuite, les LBO peuvent être expliqués par l'existence d'avantages fiscaux. En particulier, la dette d'acquisition bénéficie d'une déduction d'impôts aussi bien aux Etats-Unis qu'en France. De fait, l'Etat subventionne les LBO de manière volontaire ou involontaire. Dans les années 1980, Steven Kaplan estimait que les LBO pouvaient générer des avantages fiscaux allant jusqu'à 142,6% de la prime de contrôle (Kaplan, 1989). Enfin, les LBO peuvent être expliqués par l'apport de ressources cognitives de la part des investisseurs. C'est en particulier une explication qui est mise en avant par les fonds d'investissement pour attirer les managers vers eux<sup>2</sup>. Cette théorie a été élaborée en France notamment par Gérard Charreaux dans la perspective de la gouvernance

---

<sup>1</sup> Notre entreprise sous LBO entre assez bien dans ce cas de figure, comme nous allons le voir dans le chapitre suivant.

<sup>2</sup> Voir le Chapitre V.

cognitive. Cette perspective tente de dépasser la vision disciplinaire de la gouvernance telle que véhiculée par la théorie de l'agence pour incorporer les avancées de l'économie comportementale. L'actionnaire ne se borne pas à apporter des ressources économiques (fonds propres) mais il apporte aussi des ressources cognitives, c'est-à-dire des connaissances qui faciliteront le comportement stratégique des dirigeants (Charreaux, 2002). Tout en se situant dans cette perspective, Guéry-Stévenot a pu montrer que ce type d'effet cognitifs suscitait des conflits mais que ceux-ci pouvaient être résolus (Guéry-Stévenot, 2006).

Il existe donc deux théories économiques dominantes qui peuvent interpréter le phénomène du LBO. Ces deux théories s'affrontent puisque celle de Michael Jensen revient à justifier le LBO au motif que c'est un puissant outil de rationalisation économique. A l'opposé celle de Shleifer et Summers revient à dire que les LBO sont nuisibles puisqu'ils éliminent les relations de confiance pourtant sources d'efficacité et engendrent des coûts cachés. Il existe aussi des théories annexes. Ces théories entraînent certaines hypothèses qui peuvent être vérifiées empiriquement.

## **2) Les effets sur l'emploi et l'organisation du travail**

Les théories économiques du LBO que nous avons exposées précédemment génèrent des hypothèses ou au moins des résultats attendus qui sont susceptibles de vérification empirique. Nous allons maintenant évaluer ces théories à l'aune d'études quantitatives sur les effets globaux des LBO en ce qui concerne l'emploi et l'organisation du travail. Nous nous focaliserons plus particulièrement sur les Etats-Unis, l'Angleterre et la France. Nous nous sommes appuyés sur deux revues de littérature récentes pour identifier les articles pertinents : l'une qui se trouve dans le guide *Private Equity demystified* de l'*Institute for Chartered Accountants in England and Wales* (Gilligan et Wright, 2010) et l'autre dans l'*Oxford Handbook of Private Equity* (Tag, 2012). Nous avons sélectionné 29 articles en fonction de leur disponibilité.

### **a) Effets sur l'emploi : la destruction créatrice de valeur ?**

Pour analyser les effets des LBO sur l'emploi, nous n'allons pas commenter toutes les études dans le détail. Nous allons dégager leurs caractéristiques principales, puis analyser les études qui nous paraissent les plus claires en ce qui concerne les Etats-Unis, l'Angleterre et la France. Ensuite nous en tirerons des enseignements plus généraux.

Les études concernant les effets du LBO sur l'emploi sont relativement peu nombreuses<sup>1</sup> mais leur nombre a augmenté au cours du temps. Sans surprise, c'est à partir des années 2000 et surtout à partir de 2007 qu'elles ont le plus augmenté, à cause de la publicisation de ce type d'opérations. Celles-ci se fondent sur des échantillons d'opérations de taille variables et sur le recueil de données comptables des entreprises-cibles avant et après le LBO. Le *design* de recherche est explicitement orienté vers l'isolement de l'effet du LBO sur les performances des entreprises, avec des techniques statistiques d'une sophistication croissante. Il s'agit en général de comparer les performances des entreprises sous LBO avec un groupe de contrôle. Ces études soulèvent un certain nombre de problèmes techniques sur lesquels nous n'allons pas nous attarder<sup>2</sup>. La plupart des études trouvent que les performances économiques et financières des entreprises s'améliorent après le LBO et relativement au groupe de contrôle, que ce soit en termes de rentabilité, de productivité mais aussi de chiffre d'affaires<sup>3</sup>. On peut tout de même remarquer que des indicateurs de croissance tels que le

---

<sup>1</sup> Gilligan et Wright recensent 23 études qui traitent des effectifs et des salaires. Tag en recense 17.

<sup>2</sup> Il existe trois grands problèmes techniques dans ces études, d'une complexité croissante. (1) Un problème de *données* : les opérations de LBO sont enregistrées dans des bases de données qui sont incomplètes, et des informations à partir desquels on effectue des mesures d'indicateurs de performance peuvent être manquantes, imprécises et recueillies sur la base d'une auto-déclaration. Cela entraîne deux problèmes plus spécifiques : un biais dans l'échantillonnage (en particulier en direction des grosses opérations) et de probables grandes erreurs de mesure. (2) Un problème de *généralité* : on le verra plus tard mais peu d'études essaient de discriminer les effets des LBO, que ce soit en termes de pays, de taille d'entreprise, de types d'opérations, et surtout de période et de type de fonds. (3) Un problème de *causalité*. En effet, les entreprises sont explicitement sélectionnées par les fonds de LBO pour leur potentiel en termes de performance. Ce biais de sélection systématique en direction des « succès » conduit à surestimer les effets positifs des LBO et surtout pose le problème de l'*identification* : les meilleures performances des entreprises sous LBO par rapport aux entreprises comparables sont-elles attribuables à la compétence des équipes de PE en matière de sélection ou bien au LBO lui-même ? Comme le dit très justement un investisseur : « un argument qui, en soi, ne vaut pas grand-chose : les fonds, tous extrêmement sélectifs, ne misent que sur des champions, ou des entreprises susceptibles de le devenir. Pas étonnant qu'un pur-sang ait de meilleures performances qu'un cheval lambda ! Il faudrait pouvoir changer le cours du temps et comparer ce qu'auraient donné ces entreprises restées indépendantes » (GSCI, 2000, p. 65). Cet exercice contre-factuel nécessaire à établir la causalité étant impossible, les économistes ont trouvé deux solutions de remplacement : (a) incorporer l'historique des performances passées en tant que variable de contrôle et (b) utiliser des techniques d'estimation alternatives à celle des Moindres Carrées Ordinaires, comme la méthode des variables instrumentales, la correction de Heckman ou l'appariement par score de propension.

<sup>3</sup> Il existe tout de même des exceptions notables, comme l'étude de Desbrières et Schatt en ce qui concerne les LBO français des années 1990 (dégradation de la rentabilité) et celle d'Ughetto en ce qui concerne les LBO en Europe Occidentale dans les années 1997-2004 (absence de croissance de la productivité) (Desbrières et Schatt, 2002 ; Ughetto, 2010). Ces exceptions suggèrent que les LBO

306 Fabien Foureault – « Remodeler le capitalisme » – Thèse IEP de Paris – 2014

chiffre d'affaires ou les ventes augmentent moins vite que les indicateurs plus financiers, ce qui n'est pas surprenant. Par contre, les conséquences des LBO en termes d'emploi (effectifs et salaires) sont plus controversées et les « résultats bruts » sont peu concluants. La Tableau 43 présente une classification des résultats de 13 études qui nous ont paru les plus robustes d'un point de vue technique.

*Tableau 43 : résultats de treize études sur les effets des LBO sur l'emploi*

<b>Auteur</b>	<b>Date</b>	<b>Pays</b>	<b>Période</b>	<b>N</b>	<b>Effectifs</b>	<b>Salaires</b>
Kaplan	1989	Etats-Unis	1980-1986	76	+	
Lichtenberg et Siegel	1990	Etats-Unis	1981-1986	131	-	=
Muscarella et Vetsuypens	1990	Etats-Unis	1976-1987	72	-	
Opler	1992	Etats-Unis	1985-1989	44	+	
Desbrières et Schatt	2002	France	1989-1994	132	+	+
Amess et Wright	2007	Royaume-Uni	1999-2003	1350	=	-
Cressy et al.	2008	Royaume-Uni	1995-2002	48	-	
Amess et al.	2008	Royaume-Uni	1996-2006	233	=	-
Boucly et al.	2011	France	1994-2004	839	+	
Jelic et Wright	2011	Royaume-Uni	1980-2004	1333	=	
Zhou	2012	Royaume-Uni	2000-2010	491	=	
Gaspar	2012	France	1995-2005	158	=	=
Davis et al.	2013	Etats-Unis	1980-2000	3200	-	-

Si l'on classe les études selon un effet positif du LBO (+), un effet négatif (-), ou un effet non statistiquement significatif ou peu clair (=), on peut établir les conclusions suivantes. La plupart des études ne montrent pas d'effets clairs du LBO sur les effectifs. Mais on peut avancer que les effets sur les salaires sont plutôt défavorables. Le premier résultat entre en contradiction avec les discours provenant à la fois des partisans et des détracteurs des LBO, qui postulent un effet systématique de ces opérations sur les effectifs, que ce soit leur augmentation ou leur diminution. On ne peut tout simplement pas tirer de conclusion aussi générale. Pour avoir une compréhension plus fine des effets des LBO, il faut examiner certaines études plus en détail.

Les six études qui nous paraissent à la fois les plus fines et les plus claires sont celles de Lichtenberg et Siegel (Lichtenberg et Siegel, 1990) ainsi que Davis et ses collègues pour les Etats-Unis (Davis et al., 2013) ; de Amess et Wright (Amess et Wright, 2007) ainsi que

---

peuvent parfois manquer leur objectif ou bien ne pas être conformes avec leur justification économique.

Jelic et Wright (Jelic et Wright, 2011) pour l'Angleterre ; et de Boucly et ses collègues (Boucly, Sraer et Thesmar, 2011) et Gaspar pour la France (Gaspar, 2012). L'avantage des études de Lichtenberg et Siegel ainsi que de Davis et ses collègues sur les Etats-Unis est qu'ils disposent de données sur les performances des LBO au niveau des *établissements* et non au niveau de l'entreprise. Cela leur permet d'avoir des mesures plus fines, de « voir » les effets de restructuration, et en particulier de différencier entre croissance organique et croissance par acquisition. En examinant 131 LBO entre 1983 et 1986, Lichtenberg et Siegel montrent que les établissements des entreprises sous LBO ont une croissance de la productivité totale des facteurs plus élevée que les établissements comparables, entre 3,1 et 4,5 points de pourcentage supérieurs dans les trois premières années. Ceci tend à donner raison à la théorie des flux de trésorerie disponibles, où la situation du LBO motive les managers à rationaliser leurs entreprises pour être plus efficace. Cependant, les auteurs remarquent que les établissements sous LBO sont aussi plus productifs *avant* l'opération (même si le différentiel est plus faible, de l'ordre de 1,5-1,9 points), et qu'après trois ans les résultats deviennent négatifs (même s'ils ne sont pas statistiquement significatifs). Cela suggère que les gains de productivité sont accélérés mais s'essouffent rapidement. S'agissant de l'emploi, Lichtenberg et Siegel montrent que les effectifs des cadres ont une croissance plus faible par rapport aux entreprises comparables, de l'ordre de 8,5 points de pourcentage<sup>1</sup>. De plus, les salaires relatifs des cadres sont plus faibles (une différence de 5,2 points). Ceci tend à donner raison à la théorie des transferts de richesse. Par contre, les salaires des ouvriers augmentent relativement au groupe de contrôle de l'ordre de 3,6 points. Les auteurs suggèrent que les LBO sont donc des innovations organisationnelles biaisées (*biased organizational innovations*). Ces résultats suggèrent que les fonds d'investissement essaient de réduire les coûts de structure des entreprises et de motiver les ouvriers à accroître leur productivité.

Davis et ses collègues ont offert l'étude la plus impressionnante par son extension et sa finesse. Ils analysent 3200 entreprises sous LBO de 1980 à 2005. Leurs résultats globaux sont très clairs : les effectifs des établissements d'entreprises sous LBO ont une croissance beaucoup plus faible, de l'ordre de 6 points de pourcentage sur cinq ans par comparaison aux entreprises similaires. Si l'on ne prend en compte que les changements organiques, les

---

<sup>1</sup> Ceux des ouvriers ont aussi une croissance plus faible mais les résultats ne sont pas statistiquement significatifs.

entreprises sous LBO montrent une perte nette d'emplois après deux ans (-1,93%)<sup>1</sup>. Les salaires diminuent par rapport aux entreprises comparables de 4 points de logarithme sur deux ans<sup>2</sup>. Cela tend à confirmer la théorie des transferts de richesse. Mais les auteurs montrent aussi que les entreprises sous LBO ont une productivité totale des facteurs supérieure, de l'ordre de 2,1 points de logarithme. Ceci donnerait raison à la théorie des flux de trésorerie disponibles. En fait, les entreprises sous LBO ferment plus volontiers des établissements peu productifs, et ouvrent plus volontiers des établissements productifs. Celles-ci créent plus d'emploi que les entreprises comparables dans les nouveaux établissements (2 points de plus). Au total, l'activité de création et de destruction d'emploi est bien supérieure à celle des entreprises similaires (14 points de plus). Davis et ses collègues suggèrent donc que les fonds de PE sont des agents de changement qui catalysent le processus de destruction créatrice à l'œuvre dans le capitalisme. Ils ont des résultats plus détaillés qui sont aussi intéressants. En ce qui concerne le type de cible, les anciennes divisions de grands groupes et les anciennes firmes cotées ont des croissances moindres de leurs effectifs deux ans après le LBO, tandis que les entreprises indépendantes et les LBO secondaires ont des croissances plus fortes<sup>3</sup>. La moindre croissance en emplois semble plus forte dans les années 1980-1994 qu'après 1995. Les moindres croissances sont concentrées dans le secteur de la distribution et des services plus que dans l'industrie. S'agissant des salaires, on constate une diminution relative dans tous types de cibles, sauf les LBO secondaires. On peut observer de telles diminutions de salaires dans le secteur de la distribution et des services, tandis que les salaires du secteur financier augmentent (les résultats pour l'industrie ne sont pas statistiquement significatifs). Ainsi le processus de destruction créatrice est lui aussi biaisé : moins intense dans les années 2000, la « destruction » semble toucher les grandes entreprises, les employés de la distribution et des services ; tandis que la « création » touche plutôt les petites entreprises et les employés de la finance.

---

<sup>1</sup> En ce qui concerne l'emploi industriel, la perte nette d'emploi est de -6,39% tandis que dans les entreprises comparables elle est de -4,81%.

<sup>2</sup> Si nos calculs sont corrects, il s'agit d'une baisse du coût du travail de 54\$ par rapport aux comparables.

<sup>3</sup> Par exemple, pour les anciennes entreprises cotées et pour les indépendantes : -10 points et +10 points. Plus spécifiquement, l'activité de création et de destruction d'emploi est la plus intense dans les anciennes divisions et les LBO secondaires. L'activité d'acquisition est plus intense pour les

Les autres études sont moins précises car elles ne se situent pas au niveau des établissements. Dans le cas de l'Angleterre, Amess et Wright analysent 1350 LBO de 1999 à 2004. Ceux-ci estiment que les LBO ont une croissance supérieure des effectifs de 0,07 points de pourcentage par rapport aux entreprises comparables mais ce résultat n'est pas significativement différent de zéro. Par contre, ils trouvent que les LBO ont une moindre croissance des salaires de 0,53 points par rapport aux comparables. Ces résultats vont dans le sens de la théorie des transferts de richesse mais sont d'une faible magnitude. Un des apports de leur étude est de distinguer les effets des LBO selon qu'ils sont des MBO ou des MBI. Dans les deux cas, on assiste à une moindre croissance des salaires, de 0,37 points et 0,97 points respectivement. Par contre les effets sur les effectifs sont contrastés : les MBO augmentent leurs effectifs de 0,51 points de plus que les entreprises comparables tandis que les MBI ont une moindre croissance de leurs effectifs de 0,81 points. Selon les auteurs, la différence entre MBO et MBI provient d'une différence en termes de type de cibles et de stratégie du fonds : les MBO exploitent des opportunités de croissance tandis que les MBI exploitent des opportunités de restructuration. L'étude de Jelic et Wright concerne 661 LBO sur la période 1980-2009. Ils cherchent à voir si la performance des LBO perdure après la période de détention. Les auteurs trouvent que les entreprises anciennement sous LBO n'augmentent par leurs effectifs de manière statistiquement significative par rapport à la période de détention. L'apport de leur étude est de différencier les LBO suivant leur sortie et suivant leur initiateur. En ce qui concerne l'initiateur des LBO, ils constatent que les entreprises qui sont rachetées par des fonds de PE ont une moindre croissance de leurs effectifs après le LBO par rapport aux entreprises rachetées par d'autres types d'investisseurs. Contrairement à la théorie des flux de trésorerie, ceci suggère que l'attitude du propriétaire a une influence importante sur la stratégie de l'entreprise.

Les études sur la France sont moins avancées que celles sur les Etats-Unis et l'Angleterre. L'étude de Boucly et ses collègues concerne 839 LBO de 1994 à 2004. Ils montrent que les LBO augmentent leurs performances par rapport au groupe de contrôle sur un grand nombre de dimensions (rentabilité, profit, ventes, investissement...). Leur résultat le plus spectaculaire est que les entreprises sous LBO augmentent leurs effectifs de 12 points de

---

indépendantes et les LBO secondaires. L'augmentation importante de l'emploi semble donc pour une grande part dû aux stratégies de croissance externe.

pourcentage relativement au groupe de contrôle. Il s'agit d'un résultat qui contredit la théorie des transferts de richesse, et surtout qui contredit toutes les études précédentes. Cependant leur résultat global peut et doit être décomposé de manière plus fine. Le rythme de création d'emplois diminue au cours du temps puisqu'il est de 18 points supérieur avant 2000 et 7 points supérieur après 2000. Les auteurs montrent que la croissance en emplois se trouve dans les secteurs les moins socialement protégés (les plus « rigides » dans leur terminologie)<sup>1</sup>. Pour ce qui est du type de cible, on peut constater que les effectifs augmentent le plus relativement aux comparables dans les entreprises indépendantes (18 points) et sous LBO secondaires (11 points) que dans les entreprises anciennes filiales de groupes (7 points) et surtout les entreprises cotées (NS)<sup>2</sup>. Les auteurs montrent que les plus grandes augmentations d'effectifs ont lieu dans les secteurs qui sont le plus dépendants de financements externes. Leur thèse, qu'ils reprennent des investisseurs, est qu'en France, les LBO servent à financer la croissance des entreprises qui sont rationnées en crédit (du moins une certaine partie, les PME).

L'étude de Gaspar est moins extensive mais plus soignée dans le recueil et le traitement des données. La période est similaire (1995-2005) mais l'échantillon est plus petit (158 *deals*). Cet auteur montre que la rentabilité des entreprises sous LBO augmente par rapport aux entreprises similaires, de l'ordre de 4 ou 5 points de pourcentage, de même que l'EBITDA (19 points) et les ventes (14 points). En ce qui concerne les effectifs, il trouve une augmentation de 2,33 points supérieure en ce qui concerne les LBO après quatre ans, mais ce changement n'est pas significativement différent de zéro. Contrairement aux Etats-Unis, on constate une augmentation initiale des effectifs puis une diminution<sup>3</sup>. En ce qui concerne les salaires, il constate une plus faible croissance (2,48 points) mais celle-ci n'est pas statistiquement significative. L'originalité de l'étude est de montrer que les marges des entreprises sous LBO augmentent ou restent au même niveau par rapport aux entreprises

---

<sup>1</sup> Ceci entre en contradiction avec l'étude de Davis et al. aux Etats-Unis, puisque les secteurs les moins socialement protégés (la distribution et les services) concentrent le plus de destruction d'emploi et non de création. On peut faire l'hypothèse que ces types d'emploi sont des emplois « précaires » et/ou qu'ils dénotent des stratégies de *roll-out*.

<sup>2</sup> Par contre ce résultat cadre assez bien avec l'étude de Davis et al. mais on ne peut pas vraiment savoir à partir de leur étude si la croissance provient des acquisitions (stratégie de *build-up*).

<sup>3</sup> Aux Etats-Unis, l'évolution est exactement inverse (en J) : diminution brutale puis lente augmentation. Cette différence est peut-être liée aux stratégies de *build-up* : augmentation de la taille de l'entreprise puis synergies de coûts.



similaires dont les marges déclinent sur cette période. D'où provient cette amélioration des marges ? Gaspar attribue cette augmentation à un plus grand pouvoir de l'entreprise sur le marché des biens (augmentation des marges sur les ventes de 1 à 2%), et à un plus grand pouvoir de l'employeur sur le marché du travail (diminution du coût du travail unitaire de 1 à 2%). Ces deux évolutions avalisent quelque peu la théorie des transferts de richesse en provenance des clients et des salariés. L'étude de Gaspar fait apparaître des différences notables avec celle de Boucly et ses collègues en ce qui concerne les effectifs. Il constate une faible croissance non significative tandis que les autres auteurs constatent une forte croissance significative. L'étude de Gaspar nous apparaît la plus fiable en cette matière étant donné que son échantillon, même s'il est plus petit, semble plus « propre ». En effet, Gaspar a effectué un gros travail recueil et de nettoyage de ces données pour qu'elles soient les plus précises possibles. Selon lui : « *My experience indicates that this process is crucial to obtain reliable data* » (p.9). Ses données proviennent de quatre sources différentes. Il a pris soin d'exclure les deals de capital-risque et de capital-développement, les deals avec peu de levier, les deals minoritaires et les build-ups. Il semble donc que Gaspar se soit focalisé sur le modèle actionnarial du LBO tandis que Boucly et ses collègues confondent le modèle bancaire et le modèle actionnarial. De plus, Gaspar a ensuite vérifié manuellement les informations retenues avec l'aide de la presse et des sites internet. Ceci l'a amené à exclure de sa base des *deals* classifiés comme LBO de manière incorrecte et dont la date est incorrecte. Au final, cet auteur estime qu'il est difficile d'établir le lien entre LBO et performances.

La comparaison de ces six études nous montre que le LBO n'est pas un phénomène homogène. Pour reprendre le vocabulaire des économistes, les effets des LBO ne sont pas uniformes mais sont biaisés. On peut distinguer plusieurs dimensions de l'hétérogénéité : suivant les pays, les types d'emplois (secteurs et entreprises) et les stratégies des investisseurs. La différence la plus frappante entre toutes ces études est celle qui concerne les pays. Les résultats concernant les Etats-Unis et l'Angleterre sont relativement clairs : le LBO est une arme organisationnelle qui libère les forces de la destruction créatrice. De ce point de vue, la théorie des flux de trésorerie disponibles et celle des transferts de richesses ne sont pas incompatibles. Par contre, les résultats qui concernent la France sont contradictoires. Les résultats de Boucly et ses collègues sont déroutants : existerait-il une spécificité française du LBO ? Ces auteurs semblent le suggérer étant donné la forte proportion de LBO sur des petites entreprises familiales en France. En tous cas, une chose est sûre : si l'on en juge par

l'intensité des destructions d'emplois, les LBO sont les plus « radicaux » aux Etats-Unis et les moins radicaux en France, l'Angleterre se situant entre les deux. En ce qui concerne les différences entre types d'emplois, la destruction créatrice touche essentiellement le secteur de la distribution et des services, là où la main d'œuvre est la moins bien protégée (marché du travail de type secondaire). Il semble aussi que les employés non directement productifs soient touchés par la destruction créatrice, de même que les entreprises cotées et les filiales de groupe. Ceci suggère que le LBO agit comme une force de restructuration des grandes bureaucraties privées. Enfin, les effets des LBO sont aussi déterminés par la stratégie du fonds en lien avec la direction générale. La destruction créatrice est plus intense lorsque le repreneur est externe (MBI) que lorsqu'il est interne (MBO). Le premier cas de figure correspond à des situations de restructuration où l'« homme nouveau » n'est pas sentimentalement attaché à l'entreprise. Nous pouvons disposer ces résultats selon une série d'oppositions idéal-typiques entre le côté « destructeur » ou bien « créateur » de la destruction créatrice. C'est ce que montre le Tableau 44 :

*Tableau 44 : différences idéales-typiques en ce qui concerne les effets du LBO sur l'emploi*

	<b><i>Destruction créatrice</i></b>	<b><i>Destruction créatrice</i></b>
Pays	Etats-Unis	France
Secteur	Distribution	Finance
Entreprise	Société cotée	PME
Opération	MBI	MBO

L'examen plus spécifique de certaines études nous amène donc à penser que le LBO est un phénomène hétérogène, et même « dual », mais que cette hétérogénéité peut s'organiser selon plusieurs dimensions.

#### **b) Effets sur l'organisation du travail : le nouvel ancien esprit du capitalisme ?**

Les études qui traitent des effets des LBO sur l'organisation du travail sont encore moins nombreuses que celles qui traitent de l'emploi<sup>1</sup>. De ce fait, notre discussion de celles-ci sera plus limitée. Étant donné l'aspect relativement qualitatif du phénomène, la plupart de ces études emploient une méthodologie différente, l'enquête par entretien ou par questionnaire.

---

<sup>1</sup> Gilligan et Wright en recensent 11 (Gilligan et Wright, 2010).

Elles comportent aussi des limites importantes<sup>1</sup>. Ce que nous appelons « organisation du travail » est ici une catégorie très générale qui englobe la structure organisationnelle, les modes de gestion et les relations avec les syndicats.

Une grande partie des fonds d'investissement désire restructurer les entreprises qu'ils contrôlent (en effet, c'est souvent le motif de l'opération pour les entreprises cotées et les filiales de groupes). De ce fait, les entreprises sous LBO doivent évoluer vers l'« organisation minimaliste » : une entreprise de taille réduite, flexible et focalisée sur son cœur de métier. Phan et Hill trouvent en effet que les entreprises sous LBO des années 1980 s'engagent dans la décentralisation (plus de décisions stratégiques sont requalifiées en décisions opérationnelles) et dans la dé-diversification (l'entreprise se désengage de certains marchés). Cependant la complexité hiérarchique ne décroît pas après le LBO en ce qui concerne le nombre de niveaux hiérarchiques, le nombre de départements, le nombre d'employés appartenant aux services fonctionnels, etc. (Phan et Hill, 1995).

Quant aux modes de gestion, Lichtenberg et Siegel trouvent que les entreprises sous LBO des années 1980 diminuent le ratio des cadres par rapport aux ouvriers (en comparaison avec les entreprises comparables), de l'ordre de 6,5%. Dans les entreprises sous LBO, l'activité de production est moins encadrée. De plus, comme on l'a vu, ils trouvent que l'augmentation de la productivité de ces entreprises s'accompagne d'une augmentation de certains salaires relatifs. Les ouvriers, mais pas les cadres, bénéficient d'augmentations de salaires. Ces auteurs en concluent que les entreprises sous LBO s'éloignent du modèle bureaucratique traditionnel en ce qui concerne les formes de contrôle : elles substituent la rémunération (l'« effet carotte ») à la surveillance directe (Lichtenberg et Siegel, 1990). Amess et ses collègues analysent 1959 MBO en Angleterre en 1998. Ils essaient de déterminer si la forme organisationnelle du MBO s'éloigne du modèle bureaucratique traditionnel en donnant plus de discrétion aux employés. Ils trouvent que les effets des MBO sont hétérogènes suivant le niveau de discrétion initial : à la fois au niveau des firmes et des individus, les MBO sont associés à une baisse de la discrétion si celle-ci était déjà faible, et à une hausse de la discrétion si celle-ci était déjà élevée. Ainsi, les MBO ne feraient

---

<sup>1</sup> Ces études ont leurs propres limites méthodologiques. Les enquêtes par entretiens semblent relativement superficielles du point de vue du sociologue. Les enquêtes par questionnaires sont encore plus problématiques : en général elles ne sont passées qu'auprès de la direction et ont de très faibles taux de réponse (de l'ordre de 18%).

qu'accentuer les tendances organisationnelles déjà présentes, plus qu'ils ne changeraient les organisations dans un sens donné. Par contre, ceux-ci trouvent des effets positifs des MBO sur une certaine catégorie des travailleurs : les employés qualifiés des services (*craft and skilled service employees*)<sup>1</sup>. Ils n'offrent malheureusement pas d'explication précise pour ce résultat particulier. Ils estiment donc que les entreprises sous LBO décentralisent le contrôle de manière sélective suivant les types d'emplois (Amess, Brown et Thompson, 2007).

Bacon et ses collègues étudient les effets des LBO sur la gestion des ressources humaines en Angleterre et aux Pays-Bas. Ils essaient de savoir si les entreprises sous LBO adoptent plus fréquemment les nouvelles pratiques de ressources humaines « fortement engageantes » (*high commitment human resource practices*). Il s'agit d'une catégorie de phénomènes très hétérogène, mêlant à la fois des initiatives de type post-taylorien (la rémunération à la performance, etc.), de type « nouvel esprit du capitalisme » (travail en équipe, etc.) et de type fordien (sécurité de l'emploi, etc.). On constate d'abord que les LBO ne sont pas homogènes suivant ces dimensions : si une grande part des entreprises ont ce genre de méthodes de gestion (rémunération à la performance pour 45% d'entre elles, travail en équipe pour 55%, une préférence pour la promotion interne pour 51%), elle ne s'engage pas dans les initiatives les plus favorables aux salariés : seules 11% d'entre elles ont des plans d'actionnariat salarié, seules 4% garantissent la sécurité de l'emploi à leurs employés, et seules 5% offrent à ceux-ci au moins cinq jours d'apprentissage par an. L'apport de cette étude est de pouvoir discriminer les LBO suivant le type d'initiateur et de pays. On peut constater que les LBO menés par des fonds de PE sont moins enclins à introduire ce genre de pratiques de ressources humaines, que ce soit en termes de sécurité de l'emploi (ce qui est peu surprenant) ou de modes de rémunération (ce qui est plus surprenant). En ce qui concerne les stratégies des entreprises, celles qui mettent en place des stratégies orientées vers l'expansion commerciale (plutôt que la réduction des coûts) ont plus de chances d'introduire des pratiques de rémunération à la performance et à la flexibilité organisationnelle, mais pas celles touchant à la sécurité de l'emploi ou à l'apprentissage. Pour ce qui est de la comparaison entre l'Angleterre et les Pays-Bas, les LBO hollandais sont moins enclins à introduire ce genre de pratiques, déjà plus développées dans ce pays (Bacon et al., 2008).

---

<sup>1</sup> Il faut toutefois noter qu'il s'agit d'un effet global, et que la remarque sur l'hétérogénéité des effets des MBO suivant le niveau de discrétion initial tient toujours.

En ce qui concerne les relations avec les syndicats, on constate une attitude peu positive des entreprises sous LBO. Wright note qu'en 1983 en Angleterre, seulement 35,6% des directions d'entreprise ont consulté les syndicats sur le changement de propriété et qu'elles étaient moins enclines à les reconnaître après le LBO (le taux de reconnaissance passe de 66% à 58,6%). Cependant les LBO ont suscité peu de résistances de leur part, même lorsqu'ils ont débouché sur des suppressions d'emplois (Wright, 1984). L'attitude envers les syndicats semble s'être marginalement améliorée dans les années 2000. Si Bacon et ses collègues trouvent que la proportion de directions ayant une attitude positive envers les syndicats est faible (8%), la plupart se déclarent neutres (58%). De même, les directions ne déclarent pas moins reconnaître les syndicats après le LBO, et ce quels que soient les pays (Bacon et al., 2010).

La comparaison de ces études sur les effets des LBO sur l'organisation du travail donne la même impression que les effets sur l'emploi : le phénomène est relativement hétérogène, ce qui rend toute conclusion générale périlleuse. Une question particulièrement importante est celle de savoir si les LBO sont des agents de changement au niveau organisationnel et non pas seulement au niveau macro-économique. Le processus de destruction créatrice se double-t-il d'un processus de dé-bureaucratization et de diffusion du « nouvel esprit du capitalisme » ? Les changements semblent assez limités et sélectifs: si les entreprises sous LBO semblent opérer des changements importants au niveau de leur structure formelle, on ne peut pas en dire autant pour ce qui est des modes de gestion. En particulier, une organisation du travail qui donnerait trop de pouvoir aux salariés – que ce soit par une plus grande autonomie, une plus grande sécurité du travail, et un rôle plus fort des syndicats – apparaît complètement exclue. Si les LBO semblent mener les organisations vers une forme « *lean and mean* », il est difficile de dire si elles se débarrassent vraiment de la gestion bureaucratique. C'est au niveau du changement organisationnel que la stratégie du fonds d'investissement est peut-être la plus importante. Par exemple, une stratégie défensive d'amélioration de la marge ou une stratégie offensive d'expansion commerciale n'aura vraisemblablement pas les mêmes implications en termes de pression sur les salariés.

Bref, qu'elles portent sur l'emploi ou l'organisation du travail, toutes ces études tendent à démontrer la nécessité d'explications plus flexibles que les théories économiques existantes pour juger des effets globaux des LBO.

### 3) Une synthèse sociologique

On a vu que les théories économiques utilisées pour interpréter le phénomène des LBO avaient un faible pouvoir explicatif en elles-mêmes. Chacune est susceptible de capter une partie de la réalité. Une explication sociologique plus flexible nous apparaît meilleure pour expliquer les effets globaux des LBO. Selon cette explication sociologique, le LBO est une technique – arme organisationnelle – qui est utilisée par des groupes. Le LBO a donc des effets potentiels différenciés suivant ses différentes utilisations. On peut juger de la pluralité de ces effets à trois niveaux : au niveau de la société, du champ, et de l'organisation.

Au niveau de la société, le LBO agit comme une arme organisationnelle venant remettre en cause le « compromis fordien » triomphant pendant les trente glorieuses et devenu dysfonctionnel dans les années 1970. Nous l'avons évoqué en introduction et y reviendrons en conclusion. On ne détaillera donc pas ce point, sauf pour interpréter les différences d'effets selon les pays et la période. La remise en cause du capitalisme fondé sur la « société d'organisations » a connu des trajectoires contrastées selon les pays. Pour des raisons diverses, le changement a été le plus radical aux Etats-Unis et plus graduel en France. Aux Etats-Unis, les LBO des années 1980 étaient souvent hostiles à la direction en place. Ils étaient montés dans le but explicite de détruire les conglomérats et menés par des investisseurs animés par la croyance dans le « marché libre » voire la « lutte pour la vie ». En France, les élites politiques et économiques ont décidé de libérer les forces de la destruction créatrice de manière progressive et contenue des années 1980 jusqu'à la fin des années 1990. Ceci explique que Davis et ses collègues trouvent que les emplois et les salaires croissent de manière plus faible par rapport aux entreprises comparables dans le cas des Etats-Unis, et pourquoi Gaspar ne trouve aucun effet significatif de ce genre dans le cas de la France. Même lorsque les chercheurs (Boucly et ses collègues) détectent une croissance de l'emploi supérieure dans les entreprises sous LBO, on constate qu'après l'année 2000, celle-ci se ralentit en même temps que la rentabilité des actifs et les profits des entreprises sous LBO s'accroissent<sup>1</sup>. C'est à ce moment-là que les fonds français se convertissent massivement au modèle actionnarial du LBO.

---

<sup>1</sup> Voir le Tableau 4 Panel B, p.442.

Au niveau du champ du LBO, nos deux premiers chapitres ont mis au jour une hétérogénéité importante des fonds d'investissement. On a pu opposer le « modèle bancaire » du LBO pratiqué par les petits fonds régionaux et le « modèle actionnarial » du LBO pratiqué par les grands fonds internationaux. A l'origine plutôt proches du modèle bancaire, les fonds français établis sont passés au modèle actionnarial à partir du milieu des années 1990. L'hétérogénéité du champ se traduit par une plasticité de la technique. Dans le modèle bancaire, le fonds est peu actif et ces LBO entrent dans le cadre de stratégies de succession familiale. Pour les fonds qui sont des filiales de banques, il s'agit aussi de fidéliser une clientèle. Pour les fonds dépendant du Conseil régional, un objectif tel que l'emploi est aussi important. Ainsi pour ces LBO, le critère de rentabilité du capital des actionnaires s'efface devant celui de la collecte des intérêts des banques. A l'inverse, dans le modèle actionnarial, les fonds indépendants sont en compétition pour fournir les meilleurs rendements à leurs investisseurs et ils évoluent dans des segments où ils ont tendance à survaloriser les entreprises. La rentabilité de leurs fonds propres est donc un critère beaucoup plus important, c'est pourquoi ils sont beaucoup plus actifs et engagent leurs entreprises dans des stratégies d'amélioration de la compétitivité. Gaspar constate ainsi que les entreprises petites, situées en province, familiales, achetées par des fonds français et ayant une faible réputation présentent de plus faibles retours sur capitaux propres que les autres<sup>1</sup>. Une plus faible pression à la rentabilité se traduira par des effets plutôt positifs sur l'emploi et l'organisation du travail, et inversement<sup>2</sup>. Ainsi Boucly et ses collègues montrent que l'accroissement de l'emploi des entreprises sous LBO est concentré sur les entreprises indépendantes et non sur les divisions de grands groupes et firmes cotés<sup>3</sup>. Or le modèle bancaire concerne plutôt les premières et le modèle actionnarial plutôt les secondes. On aboutit à la conclusion selon laquelle le modèle actionnarial est plus propice aux transformations organisationnelles profondes visant « créer de la valeur ». Plus le fonds est activiste plus les conséquences des LBO seront fortes et plus celles-ci se déploieront à l'intérieur de l'organisation.

---

<sup>1</sup> Voir le Tableau 6 Panel B, C, G, H et I, p. 33-38.

<sup>2</sup> Les fonds opérants selon le modèle actionnarial utilisent aussi plus fortement l'effet de levier comme on l'a vu dans le Chapitre II. Cela exerce aussi une pression supérieure à la restructuration.

<sup>3</sup> Voir le Tableau A4 Panel Panel A, B, et D, p. 450-452. Les LBO secondaires augmentent aussi leur emploi relativement aux entreprises comparables, mais il est probable que ce soit dû à la croissance externe.

Au niveau de l'organisation, le modèle actionnarial du LBO se traduit par une volonté de rupture avec l'ordre ancien, une mise sous tension de l'organisation et une mobilisation générale pour réduire les coûts ou accroître les ventes. Si Gaspar constate que les firmes françaises sous LBO maintiennent ou améliorent leur productivité (mesurée par ventes par actifs employés)<sup>1</sup>, Ughetto ne constate pas une telle amélioration significative de la productivité (que ce soit la productivité du travail ou la productivité totale) dans les LBO européens<sup>2</sup>. De plus, la stratégie de rupture et la mobilisation sociale sont des objectifs en forte tension. Une question intéressante est donc de savoir pourquoi et comment l'impulsion actionnariale se traduit en changement organisationnel et quelle est la nature exacte de ce changement. Le modèle de prédilection des entreprises sous LBO devrait être celui de l'entreprise *lean and mean* plutôt que celui de la cité par projets. De plus, suivant la stratégie du fonds, les effets ne seront pas les mêmes selon le niveau de l'organisation : une stratégie d'amélioration de la marge consistera à faire porter les efforts sur les échelons les plus bas (employés, ouvriers, techniciens) et à rétracter sa périphérie, tandis qu'une stratégie d'expansion commerciale consistera à faire porter l'effort sur les échelons plus élevés (commerciaux, ingénieur de R&D) et à développer le cœur technologique. Comme on l'a vu dans le Chapitre V, ces deux stratégies peuvent être combinées. Ayant dit cela, on en reste aux principes. Pour ce qui est de la mise en œuvre de la stratégie, il faut distinguer au moins trois niveaux dans l'organisation : celui de la direction générale, celui de l'encadrement intermédiaire et celui des salariés productifs. L'impulsion actionnariale n'a vraisemblablement d'effet direct que sur la direction générale. Il s'agit de la courroie de transmission de la rationalisation actionnariale. Comme on l'a vu précédemment<sup>3</sup>, les fonds d'investissement ne peuvent agir que sur eux. Cela ne veut pas forcément dire que le LBO n'a pas d'effet sur les autres niveaux hiérarchiques, mais d'une autre manière : comme les acteurs ne sont pas passifs et sont dotés de marges de liberté, la rationalisation actionnariale a toutes les chances de ne pas se conformer à un schéma mécaniste où les ordres se déclinent en

---

<sup>1</sup> Voir le Tableau 9, p. 45.

<sup>2</sup> Voir le Tableau 11.9, p. 318. Il est intéressant de se poser la question de savoir d'où vient l'amélioration des profits (EBITDA) qu'elle constate si elle ne vient pas d'une plus grande productivité.

<sup>3</sup> Voir le Chapitre IV.



cascade. Une interprétation sociologique, plus flexible, du LBO nous permet donc de mieux interpréter le phénomène en recomposant la mosaïque de ses différents effets.

Dans cette sous-partie, nous avons examiné les effets globaux de l'utilisation de l'arme organisationnelle LBO. Nous avons d'abord exposé les principales théories économiques disponibles pour interpréter ce phénomène. Puis nous avons analysé des études publiées sur les effets des LBO sur l'emploi et l'organisation du travail à la lumière de ces théories. Elles nous sont apparues moins flexibles qu'une interprétation sociologique. Selon cette interprétation, le LBO est une arme organisationnelle relativement plastique dont les effets sur le terrain sont pluriels car dépendants de son utilisation. Ces effets varient suivant les sociétés, la position des fonds dans le champ et l'état du système organisationnel. Pour analyser ces effets au niveau de l'organisation elle-même, nous allons étudier un cas d'entreprise sous LBO.

### ***B - L'opération sur Technologie Avancée : un LBO exemplaire***

Pour interroger la nature sociologique du LBO à partir de ses effets, on ne peut se contenter d'études quantitatives très larges. L'étude de cas nous permet d'atteindre un degré de finesse beaucoup plus grand. Dans cette sous-partie, nous proposons une présentation du cas que nous allons analyser dans le prochain chapitre. Il s'agit de présenter un cas de LBO exemplaire. Exemplaire au regard des opérations réalisées en France dans les années 2000. Pour ce qui est de la méthodologie, on pourra se reporter au prologue et à l'Annexe K. Nous présenterons d'abord l'entreprise dans son contexte économique : il s'agit d'un cas typique de modèle actionnarial appliqué à une firme multinationale. Externalisation d'un grand groupe français, celle-ci a dû subir les effets de la « grande récession ».

#### **1) Un LBO du modèle actionnarial**

Il s'agit d'un LBO typique du modèle actionnarial tel que nous l'avons décrit aux Chapitres I et II : un MBO réalisé par un fonds d'investissement anglais en vue d'une stratégie de *build-up*.

L'opération étudiée est un *Management Buy-Out* : le fonds a racheté l'entreprise et y a associé l'équipe dirigeante en place. Celle-ci détenait en partie l'entreprise. Nous ne savons pas exactement à quelle hauteur et comment est répartie la propriété entre les managers

(c'était un sujet tabou dans l'entreprise). Mais si l'on se réfère au Chapitre II, on peut supposer que les dirigeants détenaient environ 25% du capital, probablement moins étant donné le profil assez « contrôlant » du fonds. Selon le directeur de la performance du siège, les dirigeants qui détenaient le plus de parts étaient le PDG et son directeur financier. Les autres partenaires étaient les anciens du grand groupe ainsi que les directeurs des divisions. L'un d'eux déclarait d'ailleurs, en parlant de l'entreprise, « *it's our baby* ».

Le fonds d'investissement qui a racheté l'entreprise est un fonds anglais réputé. Il a été créé au début des années 1980. Nous l'appellerons Capital Investments. Il s'agit d'un GP relativement important en termes de fonds gérés, situé sur les segments hauts du *mid-market* (Upper Mid-Cap). Spécialisé dans le LBO, prenant des positions majoritaires, et siégeant au conseil d'administration, c'est un fonds *actif*. Il investit majoritairement dans le secteur industriel et les services aux entreprises. Sa structure juridique est particulière puisqu'il est composé à la fois d'une structure cotée et d'une structure opérationnelle. Les investisseurs de Capital Investments sont majoritairement des fonds de pension et des « fonds de fonds » américains et anglais. Capital Investments a commencé à faire des opérations en France à la fin des années 1990 en s'alliant avec un investisseur individuel français bien établi dans le milieu des affaires hexagonal. Il s'implante à Paris au cours des années 2000 en recrutant une équipe spécialisée. En plus de Paris, le fonds a des bureaux en Espagne et en Italie. La plupart des personnes travaillant pour le fonds sont anglais mais l'internationalisation de l'équipe est forte : il y a des Suédois, des Allemands et des Français. Les membres du fonds ont des profils classiques : diplôme de comptabilité ou MBA, expérience dans la banque et le conseil. Les trois *operating partners*<sup>1</sup> du fonds ont une expérience de dirigeant d'entreprise industrielle. En tout, quatre personnes suivent TechnologieAvancée dans le fonds : deux Suédois et deux Français. Parmi eux, il y a un *operating partner* : Suédois formé à l'économie, il a travaillé pour une entreprise qui s'est ensuite fait racheter par un autre fonds d'investissement. Son dernier poste en date est celui d'un PDG d'une grande entreprise automobile. Pour créer de la valeur, le fonds met l'accent sur trois leviers classiques : la croissance des ventes, l'amélioration de la marge opérationnelle et la génération de *cash*. La stratégie mise en œuvre par Capital Investments est typique des années 2000 en France : il

---

<sup>1</sup> Voir Chapitres IV et V.

s'agit de cibler des entreprises évoluant dans des secteurs fragmentés en vue de faire du *build-up*.

## 2) Un groupe multinational issu d'une longue histoire industrielle

L'entreprise a plusieurs caractéristiques. C'est un groupe multinational qui est très hétérogène, issu d'une longue histoire et au confluent de plusieurs cultures économiques.

TechnologieAvancée est une entreprise de taille moyenne de l'industrie spécialisée (une ETI). Le secteur de l'entreprise est celui de l'optique et de l'optronique. Elle conçoit et fabrique des produits destinés à des applications civiles ou militaires. Elle appartenait auparavant à un grand groupe français – Systémix – qui l'a externalisée. Sous sa forme actuelle, le groupe a été créé en 2005 à la suite de la vente par Systémix d'une ligne de produits (*Business Line* – BL) au fonds d'investissement. Cette ligne de produits était elle-même issue d'un achat par le grand groupe de sociétés d'optique militaire. TechnologieAvancée est un groupe multinational. Ce groupe est composé de 11 unités dont une est elle-même un groupe. Le siège se situe à Paris et les unités sont réparties à travers le monde : en Angleterre, en Allemagne, en Hongrie, aux Etats-Unis, à Singapour et en Chine. Le groupe emploie environ 2500 personnes (voir le Tableau 45).

Tableau 45 : effectifs de TechnologieAvancée (Août 2008)

Unité	Pays	Effectifs totaux	Producteurs	Ingénieurs	Commerciaux	Administration	Temporaires
Technik	Allemagne	722	510	81	79	52	0
Technik Sub	NA	22	0	0	13	9	0
Technik Poland	Pologne	79	77	0	0	2	0
TAIS	Etats-Unis	50	20	12	11	7	0
TADE	Allemagne	68	55	0	3	3	7
Technics	Angleterre	65	39	11	4	11	0
TAUK	Angleterre	499	395	52	36	16	0
TAHU	Hongrie	99	94	0	0	5	0
TADI	Etats-Unis	7	5	0	1	1	0
TASG	Singapour	795	715	32	20	20	0
TAPI	Etats-Unis	31	21	1	2	5	2
TACN	Chine	60	57	0	0	3	0
Siège	France	14		1	2	11	0
Total		2511	1988	190	171	145	9

Source : document interne

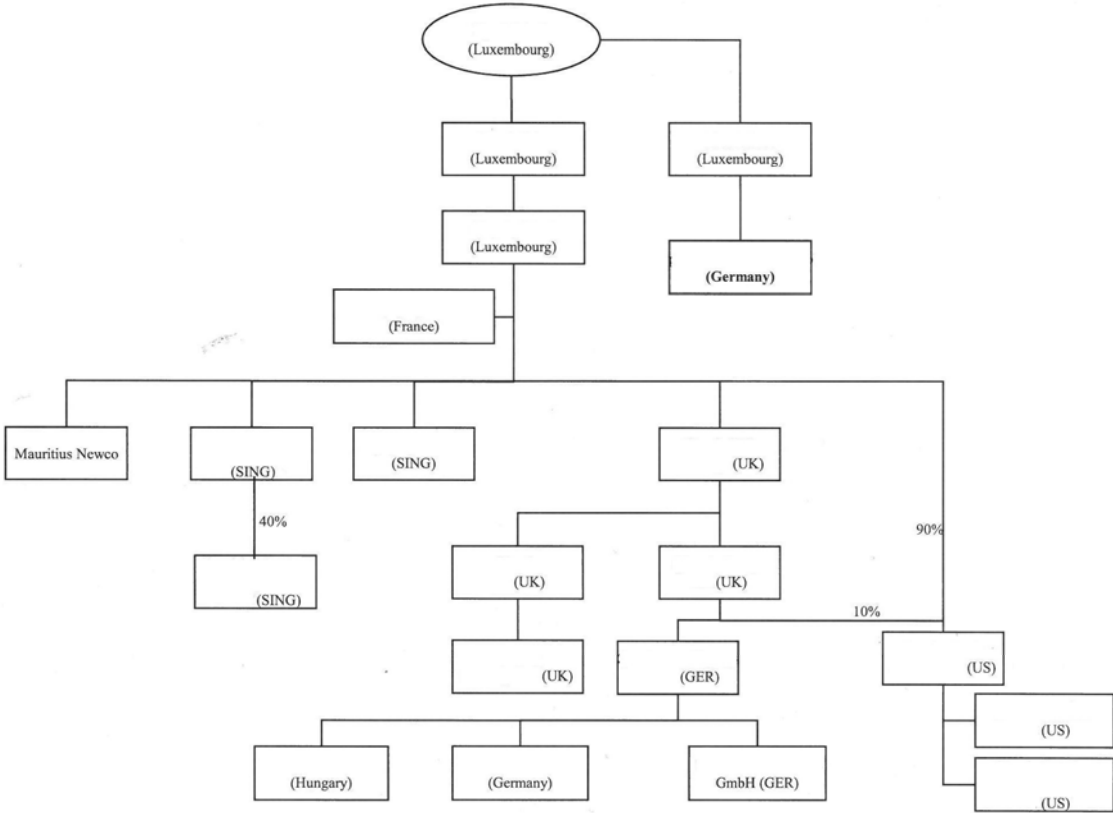
Selon les chiffres d'Août 2008, presque 80% des effectifs sont employés pour l'activité de fabrication (ouvriers et techniciens), et à peu près 7% pour l'activité d'ingénierie et pour

l'activité commerciale. Les trois plus grosses sociétés sont dans l'ordre : la société singapourienne TASG avec 795 personnes, la société allemande Technik avec 722 personnes et la société anglaise TAUK avec 499 personnes. La caractéristique principale de cette entreprise est sa grande hétérogénéité qui peut être définie selon trois observations. D'abord, le groupe est composé de *sociétés indépendantes*. Les sociétés sont indépendantes juridiquement puisqu'elles sont chacune dotées de la personnalité juridique, ont un statut juridique particulier, et des statuts différents selon les unités et les pays. La structure financière des sociétés est maintenue par un maillage complexe de prises de participation au capital de chacune d'entre elles, comme le montre la Figure 38. Les sociétés sont aussi indépendantes financièrement puisqu'elles sont responsables pour leurs propres pertes et profits. Pour le dire simplement, les résultats financiers du groupe ne sont autres que les résultats des unités après consolidation. Les sociétés sont aussi indépendantes au plan opérationnel, puisqu'elles produisent leurs propres produits et vendent à leurs propres clients (même s'il existe un certain nombre de clients et de compétences communes). A l'intérieur du Groupe, chaque société règle ses activités avec les autres selon le mode client/fournisseur avec la méthode des prix de transfert<sup>1</sup>. Ensuite, le groupe fabrique une grande *variété de produits* : de la lunette de vision nocturne pour fusil d'assaut à la machine de séquençage de l'ADN en passant par les affichages pour tête d'avion et les lasers pour semi-conducteurs...

---

<sup>1</sup> Les sociétés ont bien entendu des structures, des méthodes de management et des cultures différentes. Cependant, elles sont toutes plus ou moins organisées en forme de matrice, emploient la gestion de projet et utilisent l'anglais comme langue commune.

Figure 38 : structure financière de TechnologieAvancée en 2006



On peut cependant organiser la variété de ces produits selon deux perspectives. La première est celle des caractéristiques des produits : ceux-ci sont soit standards, soit customisés (un produit standard qui subit des modifications) ou même sur mesure. Dans ce dernier cas, très fréquent, les sociétés doivent concevoir une solution à partir d'un problème ou d'une demande spécifique du client. La deuxième perspective est celle de la position des sociétés dans la chaîne de valeur. Soit la chaîne suivante :

pièce → composant → module → système

Les sociétés sont positionnées à différents niveaux dans cette chaîne (et elle est très simplifiée). Globalement elles se situent aux niveaux « composants » et « modules » selon leur avancement technologique. Les niveaux « pièce » et « système » reviennent respectivement aux fournisseurs et aux clients. Enfin, les sociétés opèrent sur des *marchés différents*. Comme l'illustre le Tableau 46, le marché est très fragmenté.

Tableau 46 : principaux clients de TechnologieAvancée en 2008

Rang	Pays	Secteur	Part (%)
1	Angleterre	Défense	11
2	Angleterre	Défense	9
3	France	Défense	8
4	Etats-Unis	Défense	6
5	Suisse	Civil	4
6	Etats-Unis	Civil	2
7	Etats-Unis	Défense	2
8	Autriche	Civil	2
9	Allemagne	Civil	2
10	Etats-Unis	Civil	2
11	France	Défense	2
12	Autriche	Civil	1
13	Allemagne	Civil	1
14	NA	Défense	1
15	Turquie	Défense	1
16	Etats-Unis	Défense	1
17	Allemagne	Défense	1
18	Pays-Bas	Civil	1
19	Turquie	Défense	1
20	France	Civil	1

Source : document interne

Cela réduit la dépendance de l'entreprise envers son environnement mais implique une forte complexité de gestion. La principale ligne de différenciation est celle qui délimite la frontière

entre marché civil et marché militaire. Ces deux types de marchés ont des caractéristiques très différentes. Le marché civil contient un grand nombre de clients tandis que le marché militaire un petit nombre ; le marché civil contient des petits clients mais le marché militaire, des gros clients ; le marché civil est très volatil en fonction de la conjoncture économique globale tandis que le marché militaire est relativement stable ; le marché civil est peu dépendant de l'activité de l'Etat tandis que le marché militaire dépend énormément de la politique étrangère (et en dernier ressort du niveau de conflictualité mondiale). En réalité, plutôt que d'une stricte dichotomie entre les deux marchés, il faudrait envisager un continuum pour mieux rendre compte de l'activité de ces sociétés. Ceci est justifié par le fait qu'elles sont positionnées aux niveaux des composants et des modules et non des systèmes. Il est en effet plus aisé de dire que telle *application* est « civile » ou « militaire » selon l'usage que l'on en fait, que de le dire pour tel *composant*, dont l'usage peut-être multiple<sup>1</sup>.

La deuxième observation est que cette entreprise s'inscrit dans une histoire longue malgré des changements incessants et des cultures économiques multiples. Si le groupe a formellement été créé en 2005, les sociétés qui le composent sont en réalité plus anciennes et se fondent sur des compétences développées depuis plus d'une centaine d'années. Ces sociétés trouvent leurs origines dans de vieilles entreprises : Technik, l'unité allemande principale, dans une grande entreprise fondée en 1877 ; TAUK, l'unité principale anglaise, dans une grande entreprise fondée en 1826. De ce point de vue, TechnologieAvancée apparaît comme le résultat de mouvements de recomposition du secteur optique dans la fin du XX<sup>e</sup> siècle. Plus particulièrement, le groupe tel qu'il se présente maintenant semble être le résultat de deux trajectoires convergentes. L'une concerne le verre britannique : à partir des années 1980 selon un acteur, le site anglais principal a connu six propriétaires différents pour culminer dans Systémix. L'autre concerne le verre allemand : un grand groupe basé à Munich a acheté une petite entreprise puis s'est fait racheter par plus petit que lui : une entreprise entrepreneuriale basée à Göttingen, sous LBO, l'a rachetée dans le cadre d'un *build-up* au début des années 2000. En plus d'être issu de grands mouvements de restructuration, le groupe se situe à la charnière de multiples cultures économiques : les grands programmes d'armement, les processus industriels et les nouvelles technologies. Ces cultures

---

<sup>1</sup> Il est évident, compte tenu de ce que l'on vient d'exposer, que les technologies employées par ces sociétés diffèrent. Cependant, lorsque l'on passe des technologies (des produits) aux compétences (des ingénieurs), des identités apparaissent

économiques mélangent elles-mêmes les cultures militaires, scientifiques et financières. Cependant dans le groupe et au siège, c'est une culture « grand groupe » qui prévaut. Un commercial critique d'ailleurs la culture « bureaucratique » de l'entreprise où il existe des « procédures à la con » et qui est dominée par des « polytechniciens » avec le « culte de la hiérarchie et de l'autorité ». Pour diverses raisons, l'unité qui exerce la plus grande influence est l'unité anglaise, qui dépend beaucoup de la commande publique. TechnologieAvancée s'est engagée dans un processus de bureaucratisation pour être en conformité avec la législation américaine sur les ventes d'armes. Même s'il est assez internationalisé, le siège est dominé par les français. Le PDG est passé par Polytechnique et l'ENA et a commencé sa carrière dans les milieux de la défense, notamment comme directeur de cabinet. Un de ses bras droit, le directeur de la performance est un X-Mines qui a commencé sa carrière dans une grande firme de l'automobile.

### **3) L'entrée en LBO**

Pour comprendre l'évolution ultérieure de l'entreprise sous LBO il convient d'expliquer comment celle-ci est entrée sous LBO. L'entreprise s'est retrouvée sous LBO essentiellement par la volonté de la direction générale de Systémix qui a rencontré les intérêts du fonds d'investissement et de la direction actuelle de TechnologieAvancée malgré des dissensions internes.

L'histoire récente de TechnologieAvancée a commencé en 1999 lorsque Systémix a acheté cette entreprise. A l'époque, elle ne s'appelait pas ainsi et était composée de deux sites principaux, en Angleterre et à Singapour. Elle fabriquait essentiellement des optiques militaires. C'est pour cette raison que Systémix l'a acquise.

Ces activités ont été regroupées à la suite d'acquisitions. Les différentes sociétés venaient du groupe verrier XXX, YYY et des bouts de laser. On avait acquis ces sociétés pour Systémix, qui avait des activités optroniques et des activités d'optique professionnelle (militaire). L'objectif était la prise de parts de marché sur le marché militaire. Les activités ne visaient pas l'optique en tant que telle mais la défense. Une fois qu'on avait acquis [l'ancien TechnologieAvancée], on avait une part des activités dans l'équipement optronique militaire qui représentait deux tiers de l'activité et plus ou moins 300 millions d'euros ; et l'équipement optronique professionnel avec 130 millions d'euros. Cette activité s'appelait X. L'autre partie s'appelait Y (entretien avec le directeur de la stratégie du siège, 29/06/09).



Systemix a acheté les sites de TechnologieAvancée au moment du boom des fusions-acquisitions de la fin des années 1990. Elle les a intégrés à sa division militaire et les a constitués en une BL, appelée X qui regroupait les activités optiques, à côté d'une autre BL, Y, qui regroupait les activités optroniques. Après 2001, la récession des *dot-com* a frappé les économies occidentales et a poussé les grands groupes à vouloir se désendetter. Pour cela ils ont rationalisé leur portefeuille en se recentrant sur leur cœur de métier. Au sein de la direction générale de Systemix une réflexion a été menée pour savoir si la BL X devait être vendue. Celle-ci n'était pas considérée comme relevant du cœur du métier de Systemix. Des premières tractations de vente ont commencé en 2002. Cette vente était poussée par une coalition hétéroclite d'acteurs à l'intérieur de Systemix : la direction générale et la direction de la BL X, menée par l'actuel PDG, le directeur de la stratégie et le directeur de l'unité Anglaise, à l'époque basé à Singapour.

La direction [de TechnologieAvancée] y a poussé [à l'externalisation]. La ligne de produit était un peu délaissée. On n'a pas cure du petit composant qu'on achète. Il y a eu donc deux parties dans la décision : interne, cela a été suscité par la direction ; et externe, car le management de Systemix a décidé d'externaliser la plupart de ses optiques.[...] Il y avait plus d'opportunités pour son développement si on était dans un fonds d'investissement. Maintenant c'est très difficile. A l'époque, c'était plus aisé de se faire financer. Systemix, ils n'avaient aucun intérêt à développer leur ligne optique. Ils ont jugé que ce n'était pas essentiel car le métier de TechnologieAvancée c'est de l'optique militaire. L'ex-BL X fabrique pour Systemix maintenant, entre autres. X avait des modules optiques et des viseurs optroniques. Ils se sont débarrassés de la partie qui faisait de l'optique.[...] Ça avait été vendu par Systemix comme n'étant pas stratégique, n'étant pas du « *core business* ». Externaliser les composants non essentiels, c'est la stratégie qu'ont appliqué les grands groupes comme [des grands groupes de défense anglo-saxons] (entretien avec le directeur de la stratégie du siège, 29/06/09).

L'actuelle direction de TechnologieAvancée poussait au processus de vente car ils ne pouvaient grossir au sein du groupe. Seule l'indépendance pouvait réaliser ce désir. Mais cette coalition s'est heurtée à une autre coalition au sein de Systemix, portée par le patron de la division ainsi que le directeur financier du groupe.

Ce qui s'est passé c'est que j'étais directeur de la stratégie d'une division, et on a acheté des sociétés d'optronique. En 2000 a été décidé la séparation entre l'optronique et l'optique, la partie optique s'est appelée X. Je me suis vite rendu compte qu'on ne pouvait pas se développer. On était pas *core-business*. C'était en plein boom du marché du LBO. Ils ont décidé d'externaliser. Ça a pris un peu de temps car les opérationnels n'avaient pas trop envie.

Q : Qui n'avait pas trop envie ?

Mes patrons directs. Le patron de la division [militaire]. Ces patrons avaient pris une OPA sur la division. Quand ils ont compris qu'on avait l'idée de vendre ça, ça ne leur a pas plu (entretien avec le PDG, 19/11/09).

La direction de la division militaire, au dessus de celle de la BL X, ne voulait pas perdre des activités sous sa dépendance, ce qui voulait dire qu'elle perdrait du pouvoir.

Q : Pourquoi dites-vous que cela a été accueilli comme une catastrophe ?

Il ya avait deux *business lines*: une grosse et une petite. Le patron de la grosse BL est devenu patron de la division. Il a compris ça, et ça lui a déplu, car il revenait à la case départ. Il a eu ce problème sur les bras. Ce problème a été résolu car il a été mangé par plus gros que lui ensuite et il a quitté l'entreprise. Mais bon, pour moi, c'était une situation difficile, ce n'était pas très agréable (entretien avec le PDG, 19/11/09).

Les premières tractations avec un fonds français très établi ont été abandonnées pour être reprises en 2004 avec d'autres acteurs.

Q : Comment s'est fait la vente ?

Ça a été une longue histoire. J'ai appris ça en Janvier 2002 par mon patron et ça a été une catastrophe. Ça a été un peu pénible. On a vu [le grand fonds français] qui savait que l'on voulait vendre. On a commencé le processus avant que le directeur financier n'interrompe la vente. Il y a eu toutes sortes de bagarres internes autour de ça. En Septembre 2004, la direction stratégie du siège a pris les choses en main et a conclu que Systémix pouvait vendre la *business line* optique. On a choisi [une grande banque d'affaires américaine] pour le *process*. On a dû conclure la première phase en juillet 2005. Cela a pris beaucoup de temps et donc ça ne s'est conclu qu'en Décembre 2005 (entretien avec le PDG, 19/11/09).

La direction de TechnologieAvancée a fait pression sur le vendeur (Systémix), pour que celui-ci ne vende pas au plus offrant mais à un fonds européen, et non américain. En effet, dans les milieux dirigeants européens, les fonds et groupes américains ont la réputation d'être des « coupeurs de têtes ».

On peut influencer la décision : par exemple vouloir un Européen plutôt qu'un Américain. Les risques sont grands de faire sauter la direction. Ça a moins de chances de se passer pour un Européen. Mais à la base le processus de décision est financier (entretien avec le directeur de la stratégie du siège, 29/06/09).

Ainsi en Décembre 2005, TechnologieAvancée se trouve être une entreprise indépendante, détenue par un grand fonds anglais. Cette situation est le résultat d'un processus de décision

pris au sein de Systémix suivant le rapport de force entre deux coalitions d'acteurs dans le contexte économique du début des années 2000.

#### **4) De la bulle du crédit à la grande récession**

Le contexte économique de l'entreprise est marqué par le gonflement, puis l'éclatement de la bulle du crédit qui a provoqué la « grande récession ».

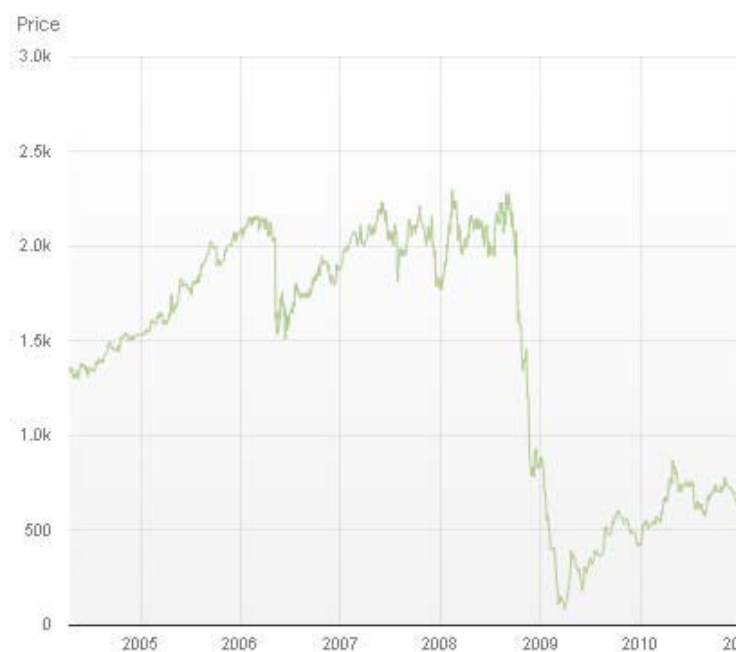
Comme nous l'avons montré dans le Chapitre III, le champ du LBO a participé à la formation de la bulle du crédit dans les pays du centre en fabriquant sa propre bulle. L'éclatement initial de la bulle de l'immobilier résidentiel dite « crise des *subprimes* » a été l'élément déclencheur qui a entraîné la chute du système financier à partir de l'été 2007, trop fragilisé par le crédit. L'arrêt des flux financiers sur le marché interbancaire s'est répercuté sur l'économie réelle car les entreprises trop fragiles n'ont pu faire face au remboursement de leurs échéances en se refinançant (en particulier les entreprises sous LBO) et les autres ne pouvaient plus emprunter pour financer leurs investissements. Faillites et baisse de la demande industrielle ont été amplifiées par l'intermédiaire des chaînes de clients et de fournisseurs, la crise se propageant à l'ensemble des secteurs de l'économie mondiale. Capital Investments ainsi que son investissement TechnologieAvancée se sont retrouvés pris dans cet engrenage.

Lorsque Capital Investment acquiert TechnologieAvancée, la bulle du LBO est déjà bien gonflée. L'arrivée du fonds anglais sur le territoire français témoigne de la concurrence accrue sur ce marché. Les multiples de valorisation sont de l'ordre de 7 ou 8 et les multiples de dette de 5. L'entreprise est achetée pour 220 millions d'euros en Décembre 2005. Capital Investments est à cette époque très prospère. Ses actifs nets s'élèvent à peu près à 400 millions de livres et son cours de bourse s'élève à 2000 points en ligne avec le FTSE. Elle peut se permettre de verser un gros dividende à ses actionnaires, en croissance de 10% par rapport à l'année précédente. Ses deux principaux dirigeants ont gagné environ 600 000 £ cette année-là. Le fonds et les managers s'attellent tout de suite à leur politique de *build-up*. En Décembre 2006, ils achètent Technik, une société allemande cotée en bourse et qui se trouve dans le secteur de l'optronique civile en raison de ses compétences complémentaires et concurrent de TechnologieAvancée sur certains marchés. En Mars 2008, le groupe achète une petite entreprise anglaise, Technics, pour les mêmes raisons. Les fondateurs de ces deux entreprises deviennent très riches à la suite de ces ventes. A cette occasion, et alors que la

crise financière commence à se propager<sup>1</sup>, la dette de TechnologieAvancée est refinancée : un syndicat de banques anglaises et allemandes mettent en place une nouvelle dette senior. Un fonds américain injecte de l'*equity* et de la dette mezzanine dans le montage. Le levier de l'entreprise s'élève à  $5,2 \times$  l'EBITDA. Dans un contexte d'accalmie sur les marchés financiers, les traders sur-souscrivent à ce *deal*.

Le 15 Septembre 2008, Lehman Brothers fait faillite. Une panique boursière s'ensuit. D'Août 2008 à Mars 2009, le titre Capital Investments perd 95% de sa valeur, comme le montre la Figure 39.

Figure 39 : cours de Capital Investments, 2005-2010



Source : site internet de Capital Investments.

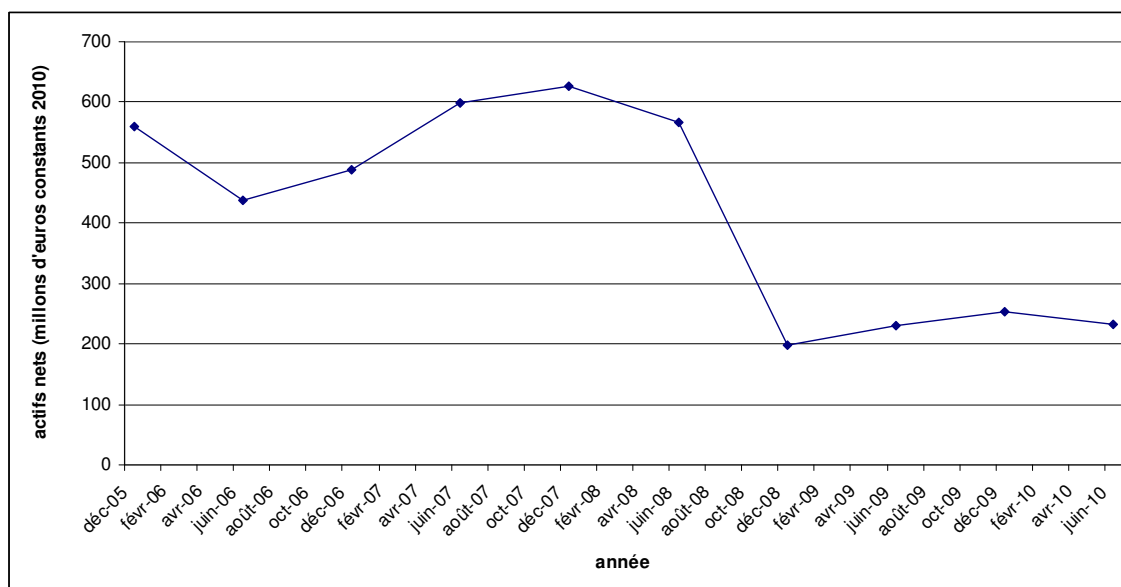
Cette perte continue de valeur n'est pas seulement due à un retrait général d'argent des investisseurs pour aller vers les activités moins risquées, mais aussi à la mauvaise appréciation de la situation de Capital Investments par le marché. En effet, le fonds a dû faire

---

<sup>1</sup> Capital Investments était très optimiste au début de l'année 2008, pensant que la récession qui allait venir offrait des opportunités d'achat à bas prix. Le fonds a ouvert un bureau en Chine et a recruté deux nouveaux opérationnels.

face à des problèmes qui lui sont propres. Ces difficultés ont eu pour conséquence une baisse de la valeur de ses actifs nets, comme le montre la Figure 40 :

Figure 40 : actifs nets de Capital Investments, 2005-2010



Source : rapports semi-annuels de Capital Investments.

Ces problèmes ne sont pas encore tout à fait claires pour nous, mais on peut dire qu'ils sont de trois ordres. D'abord, il y eut une baisse de la valorisation des entreprises du portefeuille. Comme la plupart des fonds de PE, Capital Investments évalue ses entreprises avec la méthode des multiples d'EBITDA<sup>1</sup>. La baisse du carnet de commande de certaines entreprises a entraîné une chute de leur EBITDA, et la baisse du marché boursier et de la valeur des transactions ont affecté mécaniquement, à la baisse, le multiple de valorisation. Certaines des entreprises de Capital Investments se sont retrouvées avec une valeur nulle. Bénéficiant d'un marché militaire à l'abri des fluctuations générales, TechnologieAvancée a pu maintenir ses résultats. Ensuite, Capital Investments avait émis une obligation aux Etats-Unis dont la valeur des *covenants* a baissé. Le fonds a aussi surpayé certains de ses derniers investissements au sommet de la bulle du LBO. Enfin, le fonds espérait rendre l'argent aux investisseurs en tablant sur des valorisations de sortie qui ne se sont pas réalisées. Au cours de l'année 2009, le fonds reçoit des offres de rachat de ses entreprises, notamment TechnologieAvancée, et des

<sup>1</sup> Voir le Chapitre IV.

offre de rachat de lui-même. Il réagit énergiquement : il formalise les relations entre ses deux structures organisationnelles et nomme un CEO, il licencie massivement ses employés et ferme ses bureaux naissants en Europe de l'Est et en Chine. Surtout, il adopte un plan d'action afin de rétablir sa santé financière et de créer un maximum de valeur pour ses actionnaires. TechnologieAvancée est affecté par cette conjoncture. Comme on va le voir dans le prochain chapitre, certains de ses marchés ont décliné et l'entreprise a fait partie intégrante du plan d'action de Capital Investments.

Dans cette sous-partie, nous avons introduit le cas de LBO sur TechnologieAvancée. Nous avons vu que cette opération était un cas typique de LBO du « modèle actionnarial ». Nous avons aussi décrit l'entreprise, un petit groupe multinational de l'industrie spécialisée, comment elle est « entrée en LBO » et son contexte économique, la confrontation à la grande récession qui a fait suite à l'éclatement de la bulle du crédit en 2007.

### ***Conclusion du Chapitre VI***

Dans ce chapitre, nous nous sommes interrogés sur la nature du LBO à partir de ses effets sur les entreprises. Il permet d'offrir une introduction au cas d'entreprise que l'on va examiner dans le prochain chapitre. On n'a pas étudié la théorie ou la pratique du LBO mais ses effets concrets. Le LBO est une arme organisationnelle qui, à ce titre, produit des effets sur le terrain des entreprises. Comme celle-ci est utilisée différemment selon ses types d'utilisateurs, ses effets ne sont pas uniformes mais pluriels. D'abord, nous avons examiné les effets du LBO sur l'ensemble des entreprises (effets globaux). On a présenté les principales théories économiques utilisées pour interpréter ce phénomène, mais on a vu que celles-ci ne permettaient pas de ressaisir dans un même cadre théorique les résultats hétérogènes des études quantitatives que l'on a examiné, en particulier en ce qui concerne l'emploi et l'organisation du travail. Certes, le LBO apparaît bien comme une arme de transformation du capitalisme par la destruction créatrice et la diffusion de l'esprit *lean and mean*, mais l'intensité du changement institutionnel et organisationnel est variable selon plusieurs dimensions : selon les sociétés, la position des fonds dans le champ d'action et l'état du système organisationnel de l'entreprise-cible. De ce fait le LBO français a produit des effets moins radicaux que le LBO américain, en particulier dans les années 1980. Ce sont les fonds opérant selon le modèle actionnarial, en particulier ceux qui sont les plus activistes, qui opèrent les changements les plus radicaux. Dans une seconde sous-partie, nous avons présenté

le cas de LBO sur TechnologieAvancée. On a vu qu'il était nécessaire de détailler les effets du LBO de manière plus fine, ce que nous allons essayer de faire en examinant le cas de TechnologieAvancée. Il s'agit d'un LBO appartenant au modèle actionnarial ayant pour cible une entreprise externalisée d'un grand groupe. Celle-ci a dû être confrontée à l'éclatement de la bulle du crédit et au déchaînement de la grande récession.

Ce chapitre nous a permis d'évoquer deux éléments théoriques que nous examinerons dans le prochain chapitre. Le premier élément concerne la question de l'impact d'un niveau d'analyse sur un niveau d'analyse inférieur. Ici il s'agit de l'impact d'une transformation dans le champ de la finance (diffusion de la technique du LBO, adoption du modèle actionnarial) sur le changement organisationnel. A l'aide d'indicateurs grossiers, on a pu établir l'idée selon laquelle cet impact est tout à fait variable. Qu'est ce qui rend compte de cette variabilité ? La théorie de l'agence suggère que la rationalisation actionnariale devrait être la plus efficace lorsque l'entreprise supporte une forte dette et lorsque le management est propriétaire de l'entreprise. Or dans le Chapitre II on a pu montrer que ces deux indicateurs variaient en sens inverse : il s'agit de deux mécanismes de contrôle alternatifs et non pas complémentaires. Cette différenciation est expliquée par la structure même de l'économie française : le dualisme entre petit capitalisme familial, où le dirigeant est traditionnellement propriétaire, et grand capitalisme de groupe, où la taille de l'entreprise lui permet de supporter une dette importante. Cette différenciation est aussi expliquée par les positions « homologues » des fonds et leurs stratégies associées – modèle bancaire, modèle actionnarial. Au sein du modèle actionnarial, le degré d'effectivité de la rationalisation doit varier selon la situation de l'entreprise sur son marché et sa structuration interne en différents sous-groupes. Deuxième élément : une fois que l'existence d'une influence du propriétaire peut-être établie, il faut s'interroger sur la nature de cette influence. S'agit-il d'une influence « déterministe » comme la répercussion en cascade d'une norme de rentabilité sur les échelons inférieurs ? Ou bien d'une influence « probabiliste » comme la structuration progressive des espaces d'action ? Les échelons supérieurs arrivent-ils à imposer leurs buts aux échelons inférieurs ? Les échelons inférieurs ont-ils une quelconque influence en retour sur les échelons supérieurs ? Pour répondre à ces questions il faut examiner un cas de LBO exemplaire, celui de TechnologieAvancée.

## Chapitre VII- La discipline de la dette

---

Dans le chapitre précédent, nous avons introduit le cas d'entreprise que nous allons examiner dans ce chapitre. Nous avons traité des « effets globaux » du LBO en tant qu'arme organisationnelle. Nous avons vu que c'était une arme « plastique » puisque ses effets concernant l'emploi et l'organisation du travail sont hétérogènes suivant les pays, la position des fonds dans leur champ d'action et l'état du système organisationnel. A l'aide de ces remarques nous avons replacé le cas de TechnologieAvancée dans son contexte. Il s'agit d'un LBO typique de ceux qui ont été réalisés en France dans les années 2000 : acheté par un fonds opérant suivant le modèle actionnarial, c'est une entreprise multinationale de taille intermédiaire de l'industrie spécialisée qui a dû affronter la grande récession à la suite de l'éclatement de la bulle du crédit.

Ce chapitre ne traite pas des effets globaux du LBO mais de ses effets locaux. Par « effets locaux » il faut entendre les effets du LBO qui touchent telle ou telle entreprise en particulier. Par une étude de cas, il s'agit d'évaluer les effets concrets de la mise en œuvre des plans de création de valeur actionnariale élaborés par les fonds d'investissement et la direction générale. Plus précisément, il s'agit de voir dans quelles conditions se déploie l'« appareil de rationalisation » dont nous avons parlé au Chapitre IV. Le chapitre nous permet d'aborder un problème important en sociologie des organisations (et aussi indirectement en sociologie des classes sociales) : celui du « contrôle ». En économie et en droit, le problème du contrôle de la firme est relativement simple puisqu'il se rapporte à la répartition de la propriété de l'entreprise et des droits de vote au conseil d'administration<sup>1</sup>. Pour le dire simplement, qui dispose d'une majorité relative « contrôle », c'est-à-dire décide. L'épineux problème de la mise en œuvre des décisions, cher aux analystes des politiques publiques, n'est pas évoqué. En sociologie, les phénomènes de contrôle sont évoqués mais il nous semble qu'ils sont insuffisamment traités théoriquement et méthodologiquement. Il existe globalement deux positions extrêmes. L'une consiste à dire que le propriétaire de l'entreprise ou la direction

---

<sup>1</sup> Il existe une nombreuse littérature sur le sujet, on pourra se reporter à la proposition inaugurale d'Adolf Berle et Gardiner Means ainsi qu'à notre discussion en conclusion (Berle et Means, 1991 [1932]).



générale « contrôle tout »<sup>1</sup>. L'autre position consiste à dire que le propriétaire ou la direction générale ne « contrôle rien »<sup>2</sup>.

Ce chapitre offre une voie moyenne entre ces deux positions. Dans notre perspective, le contrôle du fonds d'investissement n'est pas conceptualisé comme un phénomène proactif (comme dans une séquence d'élaboration d'une règle et de sa mise en application), mais un phénomène réactif ou plus précisément *rétroactif* (comme dans une boucle cybernétique d'apprentissage). Ce point de vue sur le contrôle est globalement celui des sociologues américains Harrison White et John Padgett (Padgett et Ansell, 1993 ; White, 2008). Dans un système d'interdépendance, *ego* contrôle sa situation dans la mesure où ses interactions avec *alter* sont suffisamment stables pour qu'il puisse prévoir leurs résultats avec un certain degré de certitude. Pour les acteurs dominants<sup>3</sup>, la forme la plus habituelle du contrôle consiste simplement à ne rien faire de particulier (Padgett, 1980). Comme l'illustrent les cas paradigmatiques de la famille autoritaire, de l'organisation bureaucratique et de l'économie planifiée, la direction est bien souvent l'opposée du contrôle<sup>4</sup>. Une autre notion importante est celle de pouvoir. *Ego* a du pouvoir sur *alter* lorsqu'il dispose d'assez de degrés de liberté (i.e., d'alternatives ou d'options) pour rendre son propre comportement relativement imprévisible (Crozier et Friedberg, 1992). Contrôle et pouvoir sont donc les deux faces de la même médaille : le contrôle est la minimisation de l'incertitude de l'environnement (aléas, catastrophes) tandis que le pouvoir est la maximisation de l'incertitude de son comportement (chantage, surprise). Ces remarques étant faites, nous pouvons poser les questions suivantes

---

<sup>1</sup> Cette position existe en filigrane dans certaines analyses de sociologie du travail proche du marxisme, mais aussi en économie.

<sup>2</sup> Cette position existe en filigrane dans certaines analyses de sociologie des organisations et en sciences de gestion lorsque les auteurs mettent l'accent sur les phénomènes d'entropie croissante des systèmes d'action ou sur la capacité de ceux-ci à s'auto-organiser (Dupuy, 2011 ; Jolivet, 2003). Cette position a trouvé son expression la plus extrême dans le fameux « modèle de la poubelle » (Cohen, March et Olsen, 1972). Ces deux positions renvoient plus généralement à deux points de vue théoriques en sociologie et même en philosophie, sur la place de la rationalité dans l'action et du hasard dans l'histoire.

<sup>3</sup> Il faut entendre « dominants » au sens des individus qui bénéficient du caractère asymétrique de la distribution des ressources (Chazel, 1983). En l'espèce, la ressource la plus importante est le capital, c'est à dire les titres de propriété de l'entreprise qui donnent le droit de participer au processus de décision stratégique : les acteurs dominants sont les actionnaires et les acteurs dominés sont les salariés ordinaires. La direction générale se trouve dans une situation intermédiaire : dominante par rapport aux salariés et dominée par rapport aux actionnaires (cf. Marx).

<sup>4</sup> Pour le cas de l'URSS on pourra se reporter à l'excellent livre de David Granick (Granick, 1979).

qui nous serviront de fil conducteur dans l'examen du cas d'entreprise : quels changements organisationnels peut-on constater ? Peut-on attribuer ces changements à l'action du propriétaire ? Quels sont les mécanismes de son influence ? A quelles conditions le contrôle – au sens défini ci-haut- est-il effectif ? Quelle est la source du pouvoir de l'actionnaire ?

Nous procéderons en suivant l'entreprise dans le déroulement de son LBO de manière globalement chronologique<sup>1</sup>. Dans ce chapitre nous aborderons les premiers pas de TechnologieAvancée sous LBO. La manière dont le système social de l'entreprise a réagi à la crise financière sera examinée dans le prochain chapitre. Dans un premier temps nous examinerons l'origine de l'établissement d'un compromis organisationnel à TechnologieAvancée (A). Prise dans une double contrainte, la direction générale du Groupe s'est engagée dans une stratégie de formation du consentement qui a débouché sur un compromis fragile sur la stratégie et la structure de l'entreprise. Dans un deuxième temps, nous détaillerons la manière dont a été construit ce compromis et nous détaillerons son contenu (B). À la suite de débats au sein de comités au siège, les différents acteurs ont abouti à un accord sur une stratégie de croissance externe, une forme multidivisionnelle et un système mixte de rémunération à la performance. Dans un troisième temps, nous verrons que ce compromis a été déstabilisé par l'irruption de la grande récession (C). Cet événement a donné lieu à un revirement stratégique et une mobilisation générale de l'entreprise sur la croissance organique.

### ***A - L'établissement d'un compromis fragile***

Après son rachat, la direction générale de TechnologieAvancée s'est trouvée prise dans une double contrainte, coincée entre la pression de l'actionnaire et l'autonomie des unités. Pour faire face à cette double contrainte, celle-ci a élaboré un système de cooptation interne. Ce système de cooptation interne a abouti à l'établissement d'un compromis sur la stratégie et la structure du groupe, partagé par les différents acteurs. Mais ce compromis s'est révélé fragile et a été considérablement affaibli par l'onde de choc de la grande récession qui a entraîné un revirement stratégique.

---

<sup>1</sup> Autant que faire se peut : le LBO a duré sept ans et nous avons enquêté pendant environ un an, de 2009 à 2010. Les trois premières années ont été reconstituées à l'aide d'entretiens et de documents

## 1) La double contrainte de la direction générale

Lorsque TechnologieAvancée est achetée en Décembre 2005, la direction générale s'est trouvée prise dans une double contrainte (*double bind*). La double contrainte est une notion proposée à l'origine par l'anthropologue Gregory Bateson pour désigner une situation d'injonctions contraires (paradoxe) de laquelle un individu ne peut réchapper. Le cas paradigmatique est la schizophrénie (Bateson, 2008). Nous l'utilisons dans un sens plus lâche pour désigner une situation où un acteur est soumis à des pressions opposées venant d'en haut et d'en bas.

En effet, la direction générale de TechnologieAvancée faisait avant tout face à la pression des actionnaires (pression d'en haut). Capital Investments a immédiatement utilisé un dispositif de gestion appelé la « méthode des 100 premiers jours ».

Q : Donc en 2005, vous êtes achetés par Capital Investments, et qu'est ce que vous décidez de faire ?

Alors d'abord j'ai à peine eu le temps de faire, parce que... ou de décider de faire, parce que dans les fonds ils ont des méthodes très spéciales et il y en a une qui s'appelle « les 100 premiers jours ». Et les 100 premiers jours, ça consiste à mettre une pression maximale sur le management pour leur montrer d'abord que les choses ont changé, et à passer absolument toutes les politiques au peigne fin, en les critiquant, et en montrant au management que beaucoup de choses vont changer.[...] Donc ceci étant dit, après j'ai compris que c'est un grand classique. Les débuts sont toujours difficiles et ils le font exprès, pour montrer au management que les choses ne seront plus aussi faciles... qu'a l'intérieur d'un groupe comme Systémix.

Q : En quoi consistaient ces 100 jours ?

Etre sûr qu'il y a des procédures, des demandes de renseignements, faire des analyses de marché. Que nous avons conclu par deux énormes classeurs. Ça leur a pas mal plu. Il y avait aussi un aspect stratégie : qui est ce que l'on voulait acquérir. Très vite on est tombé sur notre première acquisition, Technik. Ça tombait bien (entretien avec le PDG du groupe, 19/11/09).

Les investisseurs se sont concentrés sur la personne du PDG, en particulier lorsqu'ils ont découvert un problème d'infraction à l'ITAR, la régulation américaine sur le commerce des armes (*International Traffic In Arms Regulation*) qui avait eu lieu sous Systémix.

Ce qui a pas mal aggravé les choses dans notre cas, c'est que juste...on était à peine repris, que le 3 Janvier au matin, on a appris qu'un de nos principaux clients, [un

---

internes et externes. L'analyse de ce cas est inspirée de l'impressionnante étude de General Motors par Robert Freeland (Freeland, 2005).

conglomérat américain], avait un énorme problème avec les autorités américaines, la justice américaine, et que nous étions considérés par la justice américaine comme faisant partie de ces problèmes. On était sous-traitants, mais comme on était sous-traitants, on était considérés comme impliqués dans cette affaire là. Capital Investments a immédiatement soupçonné que nous savions tout, nous management, et que nous avons omis de le dire, ce qui est évidemment complètement faux. Ils ont été convaincus assez vite, mais les débuts ont été extrêmement tendus à cause de ça.[...]

Q : Pourquoi avez-vous dit « contre » eux ?

Bah on a eu un débat [en riant à demi] très difficile, où j'estime qu'ils ont, enfin je comprends, je comprenais un peu ce qu'ils voulaient dire, mais ils l'ont fait de manière extrêmement maladroite. Ils m'ont écrit une lettre pour me dire « même si vos résultats sont parfaits vous n'aurez pas vos bonus l'année d'après si il y a des incidents du style de ceux que nous avons connus ». Ce qui ne pouvait que nous faire réagir violemment dans la mesure où nous estimions que nous n'étions pour rien dans les affaires [du conglomérat] avec le ministère de la justice américain et que nous dire que on serait punis dans nos bonus pour ça, nous ne l'accepterions jamais. Bon il se trouve qu'ensuite ils n'ont pas eu à en reparler parce que ils ont vite compris qu'on faisait ce qu'il fallait pour que... pour être *compliant* etc. Donc le problème ne s'est plus jamais posé. Mais ils ont présenté ça d'une manière franchement maladroite, pas managériale du tout, alors qu'ils l'auraient présenté sous un angle... ils n'avaient pas à en parler d'ailleurs, c'était un peu absurde. Si ça c'était vraiment produit, ils n'auraient qu'eu à réagir en conséquence, en disant « on considère que vous avez des problèmes juridiques graves qui mettent en péril le Groupe et il est pas question de vous donner un bonus ». Mais prévenir à l'avance sur un truc qui n'avait pas de fondement, c'était un peu absurde. Et donc implicitement nous rendre responsables de quelque chose qui n'avait rien à voir avec nos propres actions, ça n'avait... (entretien avec le PDG du groupe, 19/11/09).

Pendant cette période, le fonds court-circuitait l'autorité du PDG et disait à la direction générale qu'il fallait travailler plus. Le fonds d'investissement a mis en place un système de *reporting* serré (réunions tous les mois) et éprouvantes (réunions très longues).

En plus donc il y avait un travail à faire qui était tout à fait considérable. Mais on s'en est finalement sorti, on a fait le travail. Au début on avait des réunions... Enfin il y en a une, le maximum... il y a une réunion qui a duré –avec nos actionnaires Capital Investments- le maximum ça a été 18h. 18h dont les 7 ou 8 dernières heures, moi tout seul contre deux d'entre eux. C'est vraiment « contre », ça été très...très pénible (entretien avec le PDG du groupe, 19/11/09).

Le directeur de la performance évoque aussi une forme de « choc » initial :

Déjà, on a présenté un *business plan* à 4 ans avec le projet de créer une nouvelle usine, d'acheter des sociétés. Au tout début on a défini un plan à 100 jours. Il y avait un plan d'économies, une liste de cibles d'acquisitions, et puis lancer le chantier d'organisation commerciale. Le *reporting* que nous faisons à Systémix a changé. Auparavant on était en contact avec Systémix, et ça a disparu. Tout s'est concentré sur deux représentants de Capital Investments : un britannique et un français. L'équipe du siège a joué le rôle de filtre. [Les présidents d'unités] ont moins été sollicités.[...] Ça a

été une manière de souder ce groupe. Le fait de découvrir ces actionnaires qui était un monde nouveau aussi. Capital Investments a sélectionné aussi quelques administrateurs indépendants, qui sont venus nous voir, s'interroger, donc ça nous a amenés à nous dire : « qu'est ce qu'ils vont demander ? » parce qu'on ne savait pas très bien, on ne sait jamais trop ce qu'attend un nouvel actionnaire, on ne sait jamais ce qu'il va faire hein, il peut vouloir remplacer tout le monde, certains, donc...on sait par exemple que dans leur processus d'achat ils font une évaluation de l'équipe de direction. Ils ne nous l'ont pas dit, mais on le sait.

Q : Vous étiez donc dans l'expectative...

Un peu dans l'expectative, mais on a assez rapidement essayé de tirer partie de l'opportunité pour dire ben euh...on va être porteurs d'initiatives et va leur montrer, on va essayer de lancer un certain nombre de sujets d'amélioration de fonctionnement, de tous ordres. Et [fuiiiit] évidemment que ça allait tout à fait dans le sens de ce qu'ils souhaitaient. Puisque, c'est aussi leur objectif. [long silence] (entretien avec le directeur de la performance du groupe, 01/07/09).

D'un point de vue plus structurel, le fonds d'investissement voulait restructurer le groupe en profondeur. L'actionnaire trouvait que le groupe était mal organisé: celui-ci aurait dû être plus simple (moins de sites) et plus centralisé (les fonctions commerciales et de recherche auraient dû être regroupées au siège et celui-ci aurait dû être doté de pouvoirs hiérarchiques sur les unités).

Mais d'un autre côté, la direction générale anticipait des pressions venant d'en bas. Les unités se seraient vraisemblablement opposées à cette restructuration profonde, pour trois raisons. Premièrement, elles étaient habituées à fonctionner de manière autonome. Le site anglais TAUK et singapourien TASG étaient regroupés dans une holding qui gérait ces sites sur le mode du portefeuille d'actifs. Même lorsqu'ils ont été acquis par Systémix, les présidents de ces unités pouvaient garder une certaine autonomie car ils étaient dépendants de plusieurs chefs qui ne s'entendaient pas forcément. Les sites allemands de Technik étaient indépendants: les uns détenus par un fondateur, les autres par une famille, puis l'ensemble a été coté en bourse. Deuxièmement, les relations entre ces sites étaient peu développées. Il n'y avait eu qu'une réunion entre les différents sites de TAUK et TASG et cela s'était mal passé. Les sites de Göttingen et de Munich de Technik n'avaient aucune relation puisqu'ils étaient issus de fusions et conservaient encore des structures organisationnelles et modes de fonctionnement différents. Troisièmement, les unités avaient en mémoire des précédents qui ne prédestinaient pas à la confiance dans les propriétaires: Technik avait été sous LBO avant d'être coté en bourse, et le site principal de TAUK a maintes fois changé de mains.

Ainsi la direction générale faisait face à une pression intégratrice forte venant d'en haut et une pression à l'autonomie venant d'en bas. Cette situation a créé chez celle-ci, et plus particulièrement chez le PDG, un dilemme fondamental: si la direction générale faisait exactement ce que voulait le fonds d'investissement, les unités auraient vraisemblablement été en opposition constante avec celle-ci ; si la direction générale ne faisait pas ce que demandait le fonds d'investissement, celle-ci aurait été vraisemblablement débauchée. Pour répondre à ce dilemme, le PDG s'est engagé dans une stratégie de formation du consentement.

## **2) Stratégie du consentement et système de cooptation**

Le dilemme de la direction générale était donc celui-ci. Mais pourquoi disons-nous que les unités se seraient constamment opposées à la direction générale si celle-ci avait totalement suivi les préconisations du fonds ? Après tout, le PDG est le supérieur hiérarchique des présidents d'unité.

En fait, cette option aurait induit de leur part une rupture du consentement à l'autorité du siège. Comme l'explique Freeland à la suite de Burawoy, le consentement joue un grand rôle dans la vie des organisations car l'utilisation de la force ou même de la règle par le supérieur hiérarchique ne suffit pas à obtenir des comportements conformes du type de ceux qui sont généralement attendus d'un subordonné, c'est-à-dire des comportements où celui-ci transcende son intérêt particulier pour adhérer à l'intérêt général de l'entreprise (Burawoy, 1979 ; Freeland, 2005). Ce type de comportement est particulièrement désiré dans des situations de travail réflexives et de forte interdépendance où le subordonné doit prendre des *initiatives*, comme dans le travail des cadres. Bien plus, l'imposition autoritaire des règles au mépris des normes informelles qui prévalent sur le terrain ne mène la plupart du temps qu'à des attitudes d'apathie et d'opposition de la part des subordonnés (Crozier, 1971 ; Gouldner, 1964). Le PDG avait semble-t-il très bien compris cela. Comme il l'explique, il fallait d'abord faire attention à ne pas « tout chambouler » à l'« américaine » pour ne pas « casser la dynamique interne de chacun des centres ». Ensuite, il était possible de produire du consentement. De manière générale, les subordonnés s'identifient plus facilement à l'organisation lorsque ceux-ci sont intégrés au processus de décision. Philip Selznick a décrit ce phénomène comme celui du « mécanisme de cooptation » (Selznick, 1949). La stratégie du PDG de Technologie Avancée a consisté non seulement à ne pas rompre le consentement existant mais à l'accroître en mettant en place un système de cooptation interne.

Ce système était composé de trois éléments interdépendants. Le premier élément est le style de *leadership* du PDG. Dans l'entreprise, il était connu que le PDG avait un style de direction très libéral. Il n'imposait pas ses décisions à ses collaborateurs, mais essayait de les convaincre de ce qu'il convenait de faire. Il laissait une grande autonomie aux présidents d'unités dans la manière de gérer leurs entreprises.

L'organisation du groupe n'est pas centralisée. Il n'y a pas de directive groupe, il n'y a pas de standardisation des outils. Il n'y a pas de diktat du groupe en la matière car les entreprises font des choses différentes. Ce n'est pas la politique générale d'imposer des moyens d'action, la contrainte est par le but, car les objectifs sont financiers.

Q : Pourquoi cette philosophie ?

Négociateur, c'est une manière de diriger par [le PDG]. C'est assez logique (entretien avec le directeur de la R&D du Groupe, 01/07/09).

Son expérience au sein de Systémix l'avait convaincu que c'était la meilleure attitude. Il disait haïr les matrices. Le PDG décrit sa démarche comme celle d'une « centralisation douce ». Par exemple en ce qui concerne l'intégration de Technik :

Q : Et donc après qu'avez-vous fait ?

Après il a fallu appliquer toutes les politiques qu'on avait décidées. On a acheté deux sociétés. Nous avons commencé à créer des synergies, mais avec lenteur. Car j'ai vu à Systémix et à Technik, les méfaits de l'intégration forcée : des gens n'acceptaient toujours pas d'être dans le même groupe. Donc on a bien accueilli les gens, on a voulu les connaître.[...] Et aussi, de plus en plus de clients réclament à avoir une vue d'ensemble sur le groupe. Je fais exprès de centraliser tout doucement, c'est inévitable. Même si mon directeur financier est très « portefeuille ». Mais ça vient des clients. Ils veulent en profiter. Je le fais avec douceur (entretien avec le PDG du groupe, 19/11/09).

Le deuxième élément est le changement graduel et non le changement de rupture. Il s'agissait pour le PDG d'évoluer vers ce que demandait l'actionnaire mais de manière lente, pas à pas. Comme il le dit, sa méthode est d'être « plus lent » : il veut « casser l'esprit de chapelle » mais cela va « demander du temps ». Le troisième élément est la mise en place d'un processus de décision délibératif dans le cadre de comités. A ces comités étaient intégrés les présidents d'unités et, à la marge, d'autres cadres supérieurs n'appartenant pas au siège.

Nous avons changé le management du groupe. Quand la société était [le groupe de TAUk et TASG], c'était un portefeuille d'actifs géré par des financiers anglais. Il n'y avait pas de réunion, ni de séminaires, sauf une fois où ça c'était mal passé. Mais ils avaient un profit très bon. Ça avait changé un peu sous Systémix, mais je réglais les

affaires en allant visiter les sites. Là on a fait quelque chose de plus centralisé. On a eu un débat avec Capital Investments, pour savoir s'il fallait avoir un modèle décentralisé ou centralisé avec un gros siège à Paris et des usines. Nous leur avons démontré que c'était absurde de ne pas les laisser leur [à Singapour] activité commerciale. Mais il fallait aussi centraliser les choses. On a donc créé les *conf call* du lundi matin. On a commencé à réorganiser pas à pas le groupe. Ce qui a puni le groupe, c'est le *compliance*. Mais on a regardé tous les aspects : finance, S&M, direction des opérations (gestion des stocks). On se réunit toutes les semaines. Surtout à partir de cette année on a créé des thèmes : R&D, *group outsourcing*, c'est-à-dire synergies de production. Et puis on a des comités *ad nutum*, on a des liens transversaux, ce qu'il faut développer. On veut faire ça sur le *business development*. Il faut absolument dégager un certain nombre de personnes là-dessus (entretien avec le PDG du groupe, 19/11/09).

Ces comités jouaient donc en partie le rôle d'organes représentatifs. Les présidents d'unités étaient en particulier intégrés aux comités Vente & Marketing (V&M) et aux comités d'export. En plus de cela, ils étaient intégrés en tant qu'actionnaires au comité de direction aux côtés du PDG, du directeur financier et du directeur de la performance. Lors de ces comités ces présidents pouvaient faire valoir leurs intérêts et régler leurs différends sous l'arbitrage de la direction générale. Comme le montre le Tableau 47, c'est bien le siège qui dominait cette structure de comités, avec le PDG en premier lieu qui participait à la quasi-totalité d'entre eux.

Tableau 47 : nombre de comités auxquels participaient les cadres dirigeants de Technologie Avancée en 2009

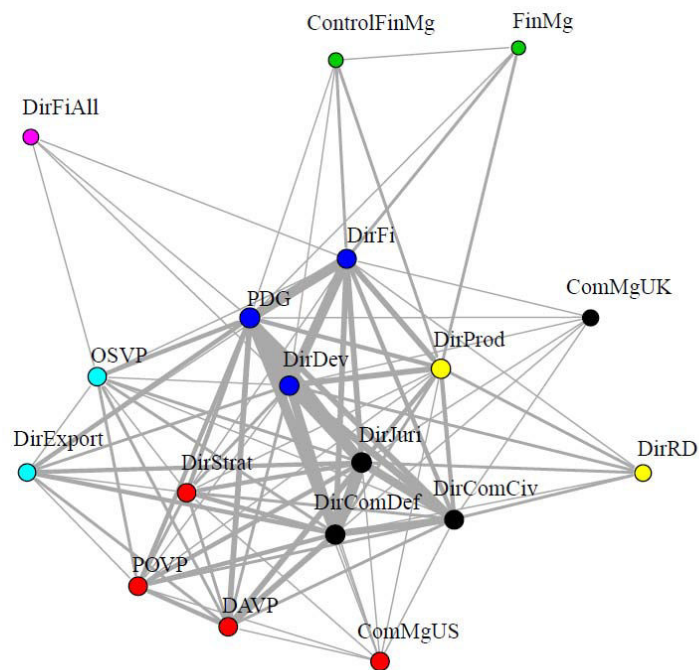
Rang	Fonction (abréviation)	Affiliation principale	Nombre de comités
1	PDG	Siège	11
2	Directeur du développement et de la performance (DirDev)	Siège	10
3	Directeur financier (DirFi)	Siège	9
4	Directeur juridique (DirJuri)	Siège	9
5	Directeur Commercial Défense (DirComDef)	Siège	8
6	Directeur Commercial Civil (DirComCiv)	Siège	6
7	Directeur de la production (DirProd)	Siège	6
8	Président de TAUk (DAVP)	Unités	4
9	Président de TASG (POVP)	Unités	3
10	Président de Technik (OSVP)	Unités	3
11	Directeur de l'export (DirExport)	Siège	3
12	Directeur de la stratégie (DirStrat)	Siège	3
13	Directeur de la R&D (DirRD)	Siège	2
14	Responsable du contrôle de gestion (ControlFinMg)	Siège	2
15	Responsable des finances (FinMg)	Siège	2
16	Développeur TAUk (ComMgUK)	Unités	1
17	Directeur commercial région US (CommgUS)	Unités	1
18	Directeur financier Technik (DirFiAll)	Unités	1

Source: document interne.



Pour analyser cette structure de comités du groupe plus en profondeur, nous avons construit un réseau de coparticipation de ces 18 individus aux 14 comités. Il en résulte la Figure suivante.

Figure 41 : Réseau de coparticipation aux comités de TechnologieAvancée en 2009



Note: abrégations dans le tableau 47 p. 342.

Chaque individu (nœud) est lié à un autre s'il a siégé dans le même comité en 2009. L'épaisseur des liens représente le nombre de comités auxquels les individus ont co-participé et les couleurs représentent l'appartenance des individus à sept classes d'équivalence structurale (voir l'Annexe L). Cette structure de comités est clairement organisée en un centre et une périphérie. Le centre est cohésif tandis que la périphérie est faiblement liée au centre. Dans la périphérie on trouve la fonction financière, la R&D et deux représentants des unités. Le directeur de la R&D et le commercial anglais sont directement intégrés à des blocks

centraux grâce à leur participation à des comités clés. Entre le centre et la périphérie il existe une semi-périphérie (en rouge et bleu ciel). C'est là que l'on retrouve les présidents d'unités. Ni exclus à la périphérie, ni totalement intégrés au centre, cela indique pour nous qu'ils étaient l'objet d'une stratégie de cooptation. Le cœur ultime du réseau est constitué par un triumvirat regroupant le PDG, le directeur financier et le directeur de la performance (en bleu foncé)<sup>1</sup>. Ce résultat recoupe des informations orales sur le fonctionnement du siège et son organigramme : le PDG avait deux « bras droits » qui disposaient eux-mêmes d'une petite équipe. Ce triumvirat était en position de faire le lien entre les différentes fonctions de l'entreprise : fonction financière, commerciale, et production. A l'intérieur de ce triumvirat, le PDG assurait l'équilibre entre l'expansion économique (directeur de la performance) et la restriction budgétaire (directeur financier). La nature arbitrale du pouvoir du PDG est confirmée par la distribution des scores de contrainte structurale. La « contrainte structurale » indique la mesure dans laquelle un individu est stratégiquement placé entre des « trous structuraux » (Burt, 1995). Schématiquement, il indique une proximité au rôle de *tertius gaudens* (Simmel, 2010).

---

<sup>1</sup> La fonction commerciale, mais aussi le directeur de la production tiennent une place importante dans ce cœur.

Tableau 48 : scores de contrainte structurale pour les cadres dirigeants de TechnologieAvancée en 2009

Rang	Fonction	Contrainte
1	PDG	0,299
2	Directeur juridique	0,313
3	Directeur de la production	0,317
4	Directeur du développement et de la performance	0,321
5	Directeur commercial défense	0,323
6	Directeur financier	0,331
7	Directeur commercial civil	0,337
8	Président de TASG	0,346
9	Président de TAUk	0,346
10	Directeur commercial région US	0,347
11	Directeur de la stratégie	0,348
12	Président de Technik	0,350
13	Directeur de l'export	0,386
14	Directeur de la R&D	0,415
15	Développeur TAUk	0,436
16	Directeur financier Technik	0,446
17	Responsable du contrôle de gestion	0,483
18	Responsable des finances	0,505

La Tableau 48 indique que le PDG est l'acteur le moins structurellement contraint. A la manière du Cosimo de Medici de Padgett et Ansell, la structure des comités rend le PDG puissant car celui-ci a accès aux différentes factions qui composent le *top management*, sans que celles-ci ne soient fortement liées entre elles (Padgett et Ansell, 1993). Ainsi il semble que la mise en place du système de cooptation et la formation du consentement entrait bien dans le cadre d'une *stratégie*. Si les subordonnés avaient le droit de participer aux comités et si on ne leur imposait rien directement, c'est néanmoins le triumvirat, et au sein de celui-ci le PDG, qui gardaient la main sur le processus de décision.

Dans cette sous-partie nous avons vu que la double contrainte dans laquelle s'était trouvée prise la direction générale de TechnologieAvancée a ouvert un dilemme managérial. Celui-ci a été résolu par le PDG qui a mis en œuvre une stratégie de formation du consentement par la mise en place d'un système de cooptation interne. C'est dans le cadre de ce système de cooptation qu'a été institué un compromis organisationnel.

## ***B - Le compromis sur la stratégie et la structure***

Au cours de l'année 2007, l'actionnaire, le siège et les unités ont établi un compromis sur la stratégie et la structure de l'entreprise. Pour parvenir à ce compromis, la direction générale a organisé un débat dans les comités du siège. Le compromis établi a consisté à accommoder les intérêts de l'actionnaire et des unités dans une stratégie de croissance externe, dans une structure multidivisionnelle et dans un réseau commercial plus structuré.

### **1) Nature du débat et différence des positions**

Les déterminants de la stratégie et de la structure des entreprises est un thème majeur de la théorie des organisations. Dans une perspective globalement fonctionnaliste, Alfred Chandler a défendu la thèse selon laquelle la structure de l'entreprise est une conséquence de sa stratégie. Il a essayé de démontrer ce point en ce qui concerne l'émergence de la forme multidivisionnelle. Neil Fligstein et William Roy ont tous les deux contesté son récit fonctionnaliste du point de vue de la théorie néo-institutionnaliste et de l'analyse des classes sociales, respectivement (Fligstein, 1993 ; Roy, 1999). En analysant le cas paradigmatique de General Motors, Freeland a montré que cette structure importée de Du Pont était le résultat des luttes internes entre les actionnaires, la direction générale et les divisions, dans le cadre d'une structure d'opportunité donnée. A la manière du compromis fordien sur le rapport salarial, on pourrait parler de « compromis sloanien » sur le rapport actionnaires-managers. A TechnologieAvancée, les choses se sont passées de manière semblable à General Motors. La stratégie de consentement de la direction générale consistait à provoquer un débat sur la stratégie et la structure du Groupe pour accommoder les intérêts divergents des actionnaires et des unités.

La stratégie de la direction générale et du fonds d'investissement, vraisemblablement élaborée avec l'aide d'un grand cabinet de conseil en stratégie<sup>1</sup>, était une stratégie d'expansion plus que de réduction des coûts<sup>2</sup> : la croissance, surtout externe, était le but recherché. Tandis que pour les actionnaires, la croissance externe entraînait dans le cadre d'une stratégie de *build-up* (construction de l'intérêt stratégique pour l'acheteur futur et amélioration du multiple en

---

<sup>1</sup> En effet, un grand cabinet américain, promoteur de la valeur actionnariale et très actif dans le LBO, a travaillé sur l'opération avec le fonds d'investissement.

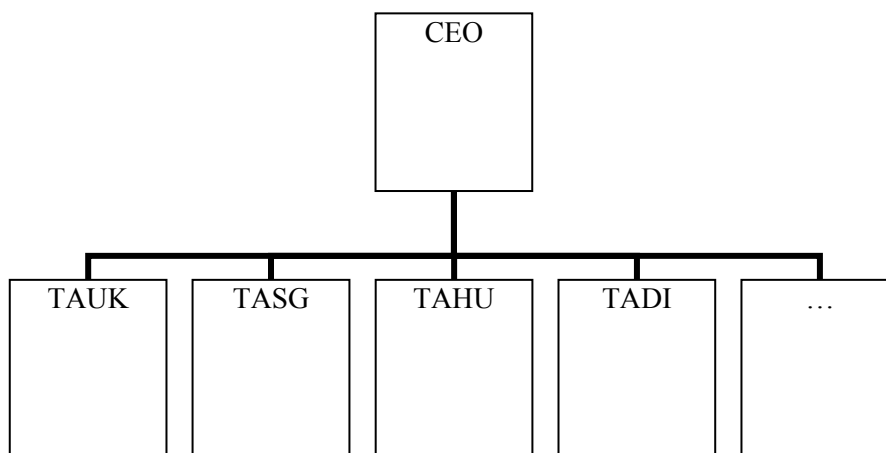
<sup>2</sup> En ligne avec le « LBO français » des années 2000 (cf. Chapitre III et V).

même temps que rationalisation). Pour la direction générale il s'agissait de se diversifier en s'affranchissant de la dépendance du marché de la défense. Deux entreprises ont été achetées car leurs technologies étaient complémentaires.

Le but est de croître, d'être plus profitable. Il faut croître aussi bien en interne, en développant la ligne de produits, qu'en externe, car l'autofinancement est limité. C'est pour cela qu'on a acquis Technik et Technics (entretien avec le directeur de la stratégie du Groupe, 29/06/09).

Au cours de l'année 2006, cette stratégie a commencé à être mise en œuvre par le biais du rachat de l'entreprise allemande Technik. Ceci a conduit à un doublement de la taille de l'entreprise, ce qui a rendu l'enjeu de la structure plus pressant. L'enjeu était globalement celui de savoir si l'entreprise devait avoir une structure centralisée (comme dans la forme organisationnelle unitaire) ou une structure décentralisée (comme dans un portefeuille d'actifs). Cette question se posait pour l'ensemble du groupe et plus particulièrement pour la fonction commerciale. La première option aurait signifié restructurer en profondeur l'entreprise tandis que la deuxième solution aurait signifié garder le *statu quo*. Voici comment était globalement organisée l'entreprise au moment de son rachat:

Figure 42 : Organigramme de TechnologieAvancée fin 2005



Source: entretiens.

Comme on l'a vu, c'est l'actionnaire qui a exercé la pression la plus forte à la réorganisation. Les managers ont commencé par lui donner des gages en proposant des améliorations de

performance et en s'engageant doucement dans un chantier de restructuration. Deux unités ont été fusionnées car l'une d'entre elles était stagnante<sup>1</sup> et un site anglais a été vendu (en MBO) car l'actionnaire ne le considérait pas comme viable:

I managed [cette unité] in 2005. They were in trouble, they were in loss. The challenge was to save the company or it was going to be closed. In 2008 we saved the company and we sold it. Now I'm back here with a different role. [...] The shareholder regards small companies as costs, he doesn't like them. They don't give big returns and take management resources (entretien avec le directeur des projets de TAUk, 23/04/09).

L'actionnaire était en faveur du modèle centralisé d'organisation. Il trouvait que la structure de l'entreprise n'était pas assez lisible et n'aurait pas conduit pas à une meilleure rentabilité (du fait de doublons).

Q : l'actionnaire était donc pour le modèle centralisé ?

Ils aiment avoir quelque chose de facile à présenter. Avoir plusieurs niches donne l'impression de ne pas être optimal. [...]

Q : Qu'est ce qu'ils ont dit ?

Ils disent « vous êtes mal organisés ». Par exemple ils voulaient que les [présidents d'unités] dépendent directement de nous (entretien avec le directeur de la performance du groupe, 01/07/09)

Pour Capital Investments, l'une des, l'un des problèmes principaux c'était la lisibilité de notre organisation, et... dans la mesure où du jour où ils ont acheté quelque chose ils pensent au jour où ils vont revendre, et notre activité est difficile à expliquer puisque fondamentalement ce qu'on fait est inclus dans des produits vendus par d'autres, c'est un peu comme Intel. [...] Donc Capital Investments le sait, dès qu'on a des présentations devant des banquiers tout ça c'est toujours l'enfer pour faire des présentations qui conviennent, parce qu'il faut pas parler technique, faut pas parler ceci cela etc. donc bon c'est compliqué, et donc tout ce qui permettait de renforcer la lisibilité et puis espéraient-ils sûrement... comment dirais-je ? la... cohérence de l'ensemble et à la fin la rentabilité leur paraissait bon à prendre (entretien avec le PDG du Groupe, 19/11/09).

La position des unités anglaises et Singapouriennes était exactement inverse. Celles-ci avaient pris parti pour le modèle décentralisé. TAUk craignait de perdre son autonomie de décision historique. Un grand problème se posait pour TASG car dans le cadre de ce modèle, l'unité

---

<sup>1</sup> Ceci a entraîné la fermeture d'un site.

deviendrait une simple usine : ses commerciaux et ingénieurs seraient rapatriés au centre. L'unité Allemande avait une position étrange : celle-ci était en faveur du modèle centralisé. Au siège, cette position était en partie expliquée par le caractère national des allemands. Une explication plus convaincante consistait à dire que la structure centralisée aurait créé des frontières internes plus claires, et plus de clarté aurait voulu dire que cette unité aurait pu échanger son activité de défense avec TAUKE pour récupérer l'activité civile de celle-ci. Elle aurait aussi récupéré les commerciaux de TASG évoluant dans le secteur civil. De toute façon Technik était arrivé à la fin de cette réflexion stratégique et n'avait pas beaucoup de poids dans les négociations. Au siège, la direction générale était hétérogène. Tandis que le directeur juridique et le directeur de la production préféraient le modèle centralisé, le directeur financier penchait pour le modèle décentralisé. Les anciens de Systémix étaient hésitants. Un consultant d'un cabinet de conseil en organisation, familier des fonds, a travaillé à élaborer ces deux propositions de modèles. C'est finalement le PDG, notamment du fait de son expérience chez Systémix, qui a tranché entre les deux positions et s'est chargé de convaincre les partisans du modèle centralisé. Il fallait d'abord convaincre les actionnaires.

Donc ils ont pensé à un moment, ils ont testé, je ne pense pas d'ailleurs qu'ils avaient une position vraiment définie, ils ont voulu vérifier que ce qu'on faisait était ce qu'il fallait faire. Ils ont pensé qu'il y avait une autre structure qui consistait à dire « ben finalement il y a une société, qui s'appelle TechnologieAvancée, il y a des usines comme dans beaucoup d'industries, à Singapour, un jour en Chine, etc. etc. » et puis voilà. Or c'est pas ça notre *business model*. C'est assez différent. Nous encore une fois ce qu'on considère c'est qu'il y a une force énorme dans notre société de Singapour, parce que c'est une vraie société qui a toutes les fonctions, que les singapouriens savent parfaitement se vendre, aux américains, aux européens etc. etc. que les anglais c'est pareil, et que avoir un grand centre commercial à Paris avec tous les commerçants réunis ici... on vendra moins bien que chacune des sociétés séparément.[...] Donc ce qu'on a fait c'est que on leur a démontré d'abord que ce qu'on faisait était ce qui avait de plus... sûr, pour ne pas casser le *business*, ce qui rendait déjà un EBITDA très... très élevé, et maintenant ce qu'on fait c'est qu'on rajoute une couche au niveau du Groupe, mais sans casser la dynamique interne de chacune, de chacun de nos centres.[...] Un des grands enjeux, c'était les commerciaux. En plus, si on avait transformé Singapour en usine, je perdais le très bon manager actuel, puisque cela aurait été une diminution de son rôle (entretien avec le PDG du Groupe, 19/11/09).

Le même argument est évoqué par le directeur de la performance:

Quand nous avons été rachetés par Capital Investments, leur fonction c'est d'augmenter la rentabilité de l'entreprise avant de la revendre. Ils cherchent à mettre en place des améliorations. Un des premiers thèmes qui a été abordé, c'est regarder comment organiser notre structure commerciale. Il y avait plusieurs points de vue: une

organisation centralisée avec un directeur des ventes et des usines qui fournissent les différents marchés. On a pris un consultant pour nous aider. Ou alors un modèle décentralisé avec une coordination centrale. On a choisi ce modèle pour trois raisons. D'abord les marchés sont assez différents les uns des autres. Ensuite, on a des équipes géographiques très dispersées. C'est moins facile de fonctionner si le chef est très loin. Le problème s'est beaucoup posé pour Singapour. Sa grande force c'est que les compétences sont importantes et que l'on peut fabriquer à prix réduits. Nos actionnaires voulaient en faire une usine. Mais on a pensé que la réactivité en termes de marché en serait diminuée. Et enfin, l'autonomie serait limitée (entretien avec le directeur de la performance du groupe, 01/07/09).

A l'argument « politique » de la rupture du consentement et « stratégique » de perte de réactivité était ajouté un argument « financier » de focalisation:

Il y a aussi un élément important qui a joué. Quand on a une organisation centralisée le calcul se fait au niveau de la société complète. Alors que quand on a des sociétés indépendantes, on peut les isoler. Je prends un exemple a contrario : la société de micro-optique ne marche pas bien du tout, on peut y attacher une importance particulière. Sinon on aurait du mal à isoler l'impact financier de cette baisse de marché.

Q : Qui a avancé cet argument ?

Le directeur financier. Il avait travaillé dans le groupe [qui regroupait TAUk et TASG], qui a ensuite été intégré dans la BL X. [Ce groupe] c'était carrément une holding. Ils cherchaient à optimiser indépendamment chacune des sociétés (entretien avec le directeur de la performance du groupe, 01/07/09).

Il fallait ensuite convaincre les allemands de Technik que cette solution était la bonne.

Ca s'est décidé fin 2006. A ce moment on a décidé d'une structure, avec un directeur défense, des KAM [*Key Account Managers*, voir plus bas]... Technik a eu beaucoup de mal car eux aussi ont une structure de groupe, mais ils sont très centralisés avec un nombre de sites très important : trois sites en Allemagne et un en Pologne, avec des bureaux commerciaux en France, en Allemagne et aux Etats-Unis.

Q : Quelles étaient les parties prenantes à ce débat ?

Les actionnaires étaient plus partisans du modèle centralisé. Il paraissait plus simple et plus classique. L'inos aussi car ils connaissaient ce fonctionnement. Les anciens de Systémix hésitaient entre les deux.

Q : Et pour Technik ?

La phase s'est prolongée un petit peu. On a rediscuté le sujet, on a dit « voilà ce qu'on a fait ».

Q : Mais cela ne les aurait pas privé d'autonomie ?

Oui mais un fonctionnement centralisé voulait dire que tout le médical, c'était eux. Ils auraient été prêts à abandonner la défense (entretien avec le directeur de la performance du groupe, 01/07/09).



C'est au cours des comités d'intégration que la direction générale a essayé de convaincre Technik.

Q : Comment ça s'est passé ?

On a défini les objectifs des comités avec les participants et un délai. Au bout d'un certain nombre de mois ces comités remettent des conclusions. Il y a un comité de pilotage qui prend la décision. [...]

Q : Quelles ont été les conclusions rendues ?

Le comité commercial a prolongé la fameuse étude pour définir ce que devaient être les KAM, re-vérifier la structure. Ça n'a pas été facile. Technik n'était pas en faveur de ça. En R&D on a identifié où étaient les compétences et quels étaient les sujets de coopération communs.

Q : Comment avez-vous convaincu Technik ?

C'est au cours de ce fameux comité commercial. La structure commerciale s'est traitée au *Technologie Avancée Technik merger comitee*. Il y a aussi le fait que [le PDG] a passé du temps avec [le président de Technik]. Il a cherché à ce que rien ne lui soit imposé. Ça a été presque plus facile avec [le président de Technik]. C'est plus avec les responsables de la fonction commerciale que ça a été difficile, [le directeur de la fonction commerciale civile] en particulier.

Q : Quand c'était ça ?

Là c'est 2007 presque début 2008. Après les comités ont été dissous et c'est l'organisation habituelle qui a pris son fonctionnement. Certains comités ont continué (entretien avec le directeur de la performance du groupe, 01/07/09).

Cette solution a semble-t-il été quelque peu imposée à Technik, contrairement à ce que suggère le directeur de la performance. Comme on le verra par la suite, c'était toujours un motif de mécontentement plusieurs années après cette décision. Le résultat auquel ces acteurs ont abouti était donc le fruit d'un compromis organisationnel sous la forme d'une structure intermédiaire entre un modèle centralisé et un modèle décentralisé.

## 2) Le résultat du compromis

Au niveau du Groupe, le compromis a débouché sur une structure multidivisionnelle, intermédiaire entre une forme unitaire et un portefeuille de sociétés. Au niveau de la fonction commerciale, un dispositif « en réseau » de gestion de grands comptes (*Key Account Management*) a été mis en place. La rémunération des cadres dirigeants et intermédiaires a aussi été modifiée dans le sens de ce compromis.

D'abord, la structure du groupe a été quelque peu centralisée par la création de divisions et le renforcement du siège. La Figure 43 montre que cette structure organisationnelle est une forme multidivisionnelle classique ou « Forme-M ».

Figure 43 : organigramme de TechnologieAvancée à partir de 2008



Source: document interne.

La mise en place de divisions a créé un nouvel échelon hiérarchique de coordination entre les unités et le siège. Un nouveau rôle a donc été institué : celui de vice-président d'une division (*Division Vice-Presidents*). Pour coordonner les différentes divisions, le siège a recruté des directeurs fonctionnels en ce qui concerne la fonction financière, la fonction commerciale et la fonction de production et de R&D. En réalité, les vice-présidents des divisions n'étaient autres que les présidents des trois plus grosses unités: TAUk, TASG et Technik. La mise en place des divisions était une demande expresse de Capital Investments. Il s'agissait non seulement d'un élément visant à rendre l'organisation plus lisible pour le marché des capitaux, mais aussi à créer des sous-groupes d'entreprises qui pourront éventuellement être revendus séparément. Une fois décidée la création de divisions, il fallait donc arrêter les critères permettant de regrouper les unités en « paquets » (pour reprendre l'expression du directeur de

la stratégie). La direction générale a choisi de créer des sous-groupes pouvant fonctionner de manière relativement autonomes, en ligne avec l'option de vente du fonds. Chaque division devait avoir un centre (une des trois plus grosses sociétés) avec ses commerciaux et ses ingénieurs ; chaque division devait avoir une usine de production à bas coût du travail (« *low-cost* ») ; chaque division devait être présente aux Etats-Unis. Les divisions devaient être spécialisées dans certains marchés : la division de TAUKE était appelée « défense & aérospatiale » et était plutôt positionnée sur les marchés de produits complexes de défense, la division de Technik (« systèmes optiques ») était plutôt positionnée sur les marchés civils de produits complexes et la division de TASG (« optique de précision ») était positionnée sur les marchés de produits plus simples à la fois dans le secteur civil et militaire. En réalité ces spécialisations n'étaient pas aussi « claires » que cela, en raison du compromis qui établissait une faible restructuration.

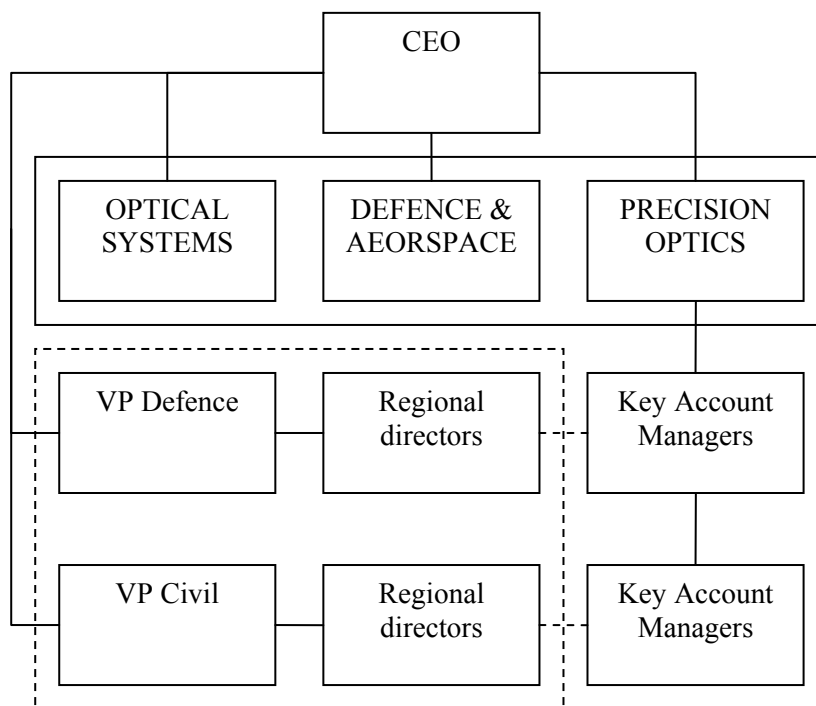
Ensuite, la fonction commerciale a aussi été réorganisée, car elle tenait une place importante dans la stratégie d'expansion. La réorganisation de cette fonction a consisté en la mise en place d'une structure « en réseau ». Etant donné qu'elle n'était absolument pas structurée précédemment, il s'agissait de la faire évoluer vers une plus grande hiérarchisation, centralisation et formalisation. Pour la direction générale, cela revenait à instituer une coordination centralisée des commerciaux.

Il y a eu un grand débat avant que j'arrive sur « faut-il centraliser les forces commerciales ? ». Aujourd'hui on a une force commerciale d'animation, d'initiative et les forces vives commerciales sont auprès des divisions. L'avantage c'est que les forces commerciales sont proches des produits. L'inconvénient c'est d'avoir à coordonner un peu plus, gérer les conflits d'intérêts, ou les clients. S'il y a des arbitrages à faire, essayer de le faire en amont. La position des uns et des autres est relativement claire. Mais lorsqu'on ouvre des terrains nouveaux, il faut se coordonner. [...] En 2005 le monde était bipolaire, il y avait Singapour et la Grande-Bretagne dont les patrons se connaissent bien. C'était la coordination de deux personnes qui se connaissent bien... Avec l'arrivée de Technik, il y a eu le développement d'une base industrielle aux Etats-Unis. Le besoin de coordination s'est fait sentir. Au-delà de la remontée des chiffres, il fallait remonter l'information commerciale, et la relation au client. C'est devenu évident en 2006-2007. Les opérations sont devenues moins simples (entretien avec le directeur commercial défense du Groupe, 29/06/09).

Le consultant en organisation a préconisé la mise en place d'un dispositif de gestion de grands comptes (*Key Account Management* ou KAM). Le dispositif du KAM peut se décrire par trois éléments : une nouvelle hiérarchie, un nouveau rôle et une rémunération spécifique. Le KAM prend place dans une ligne hiérarchique transversale venant doubler la ligne hiérarchique

traditionnelle. Parallèlement à la ligne président > division > unité, vient se placer une ligne vice-président > régions > KAM, comme le montre la Figure 44.

Figure 44 : projet de structure de la fonction commerciale



Source: document du consultant.

Il s'agit là d'une sorte de structure matricielle au niveau du groupe puisque les unités se trouvent placées sous une double dépendance. En réalité, pour des raisons budgétaires, un seul directeur régional a été recruté – pour l'Amérique du Nord. Nous parlons de « hiérarchie » en vertu de la forme de cette ligne mais non de son contenu. En effet, celle-ci est dépourvue d'autorité : elle est simplement « fonctionnelle ». Les employés des unités, y compris les KAM, rendent compte à leur hiérarchie traditionnelle à laquelle revient le pouvoir de les embaucher et de les débaucher. Au sein de cette nouvelle hiérarchie, le rôle de KAM est le plus important. Une liste de clients prioritaires (*key accounts*) est définie lors de réunions au siège et à chaque client est assigné un responsable (le *Key Account Manager*). Celui-ci doit coordonner les actions de son équipe en ce qui concerne ce client prioritaire. Son équipe est simplement composée des commerciaux des différentes unités qui ont l'habitude de visiter le

client en question. L'Encadré 7 détaille les responsabilités du KAM selon le document du consultant.

*Encadré 7 : Roles & Responsibilities des KAM*

<p><i>Key account managers</i></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Group wide, define the level of service for the Major Key accounts they are responsible for :</i><ul style="list-style-type: none"><li>○ <i>Account team</i></li><li>○ <i>Coverage policy (Number of visits, Content of the visits)</i></li></ul></li><li>• <i>Coordinate / stay aware of the actions undertaken for their account</i><ul style="list-style-type: none"><li>○ <i>Preparation of visits</i></li><li>○ <i>Answer RFQs</i></li><li>○ <i>Fulfilment of orders</i></li><li>○ <i>Answers to requests</i></li></ul></li><li>• <i>Group wide, coordination the account team</i><ul style="list-style-type: none"><li>○ <i>Decide when a technical promotion is required</i></li></ul></li><li>• <i>Key Metrics</i><ul style="list-style-type: none"><li>○ <i>Group Order intake</i></li><li>○ <i>Group Sales</i></li><li>○ <i>Account penetration for Key accounts</i></li><li>○ <i>Consolidated Gross profit (to be defined)</i></li></ul></li></ul>
---

Source : document du consultant.

Pour inciter les KAM à rentrer des commandes pour les autres unités que la leur, le siège a décidé de leur offrir un bonus supplémentaire, en réalité plus proche d'une prime.

Enfin, le mode de rémunération était cohérent avec le compromis du siège. L'actionnaire désirait que les cadres dirigeants soient rémunérés uniquement sur des objectifs financiers, tandis que le directeur de la performance, qui s'occupait aussi des ressources humaines, voulait que les bonus soient moins financiers. Le PDG a tranché en faveur des actionnaires. Le résultat est la structure de rémunération suivante :

Tableau 49 : plan de bonus des cadres de Technologie Avancée

	CEO	Management Groupe	Commerciaux Groupe	Directeurs de divisions	Directeurs d'unité, directeurs financiers	Management des unités	Autres managers
<b>EBITDA Groupe</b>	55%	45%	30%	20%	10%	10%	
<b>OCF Groupe</b>	35%	35%	20%	10%	10%		
<b>Total Groupe</b>	90%	80%	50%	30%	20%	10%	
<b>EBITDA Unité</b>				35%	35%	40%	40%
<b>OCF Unité</b>				25%	25%	20%	30%
<b>Total Unité</b>				60%	60%	60%	70%
<b>Objectifs financiers</b>	90%	90%	50%	90%	80%	70%	70%
<b>Objectifs individuels</b>	10%	10%	20%	10%	20%	30%	30%

Source : document interne.

Ce plan de bonus concerne 150 personnes dans le Groupe. Ces cadres peuvent recevoir entre 5% et 30% de leur salaire annuel. Les bonus sont directement liés à la position hiérarchique des individus dans la société. Plus on descend dans le Groupe, plus les cadres sont encouragés à optimiser les objectifs de leur société et non du groupe dans son ensemble. Plus on descend dans le Groupe, plus la part des objectifs financiers décroît par rapport aux objectifs personnels. Par exemple, 90% des bonus du PDG sont indexés sur des objectifs d'EBITDA et d'*Operating Cash-Flows* (OCF) au niveau du groupe ; tandis que 70% des bonus des cadres intermédiaires sont indexés sur les mêmes objectifs au niveau de leur unité. La situation des vice-présidents des divisions est intéressante : 60% de leurs bonus est indexé sur les résultats de leur propre division (contre 30% pour le Groupe).

Dans cette sous-partie, nous avons vu que les positions des acteurs étaient très différentes : alors que l'actionnaire penchait en faveur du modèle centralisé, les unités étaient plutôt pour le modèle décentralisé, alors que le siège n'avait pas de position précise. Le débat sur la stratégie et la structure a donc mené à une structure intermédiaire entre un modèle centralisé et un modèle décentralisé : une forme multidivisionnelle classique. Mais, comme la stratégie de la direction générale était centrée sur la croissance externe (la « politique

extérieure »), cette structure laissait globalement une grande autonomie de fonctionnement aux unités.

### ***C - La déstabilisation du compromis***

Ainsi à partir de l'année 2008, les actionnaires, la direction générale et les unités ont établi un compromis organisationnel. La crise financière qui s'est déclenchée à l'été 2007 est devenue réellement systémique à partir de Septembre 2008 et s'est propagée à l'ensemble de l'économie réelle à partir de 2009. Ces événements ont frappé de plein fouet TechnologieAvancée: ils ont déstabilisé le compromis que nous venons de décrire et ont entraîné la direction générale dans un revirement stratégique.

#### **1) L'onde de choc de la crise financière**

La crise financière a touché TechnologieAvancée d'une manière indirecte – via les difficultés de ses bailleurs de fonds – et d'une manière directe – via la baisse de son carnet de commande sur certains marchés.

D'une part, les bailleurs de fonds de TechnologieAvancée se sont retrouvés en difficulté. Nous avons vu dans le chapitre précédent que Capital Investments a fait face à des difficultés financières telles qu'il se trouvait en perte et était menacé de rachat. La principale banque prêteuse était dans la même situation. Celle-ci (une banque anglo-saxonne) avait pris des positions dans des produits risqués, notamment liés aux crédits *subprimes* et s'est ensuite fait nationaliser. A la suite de ces difficultés les bailleurs de fonds n'étaient plus disponibles pour soutenir financièrement l'entreprise<sup>1</sup>. Si celle-ci voulait grossir, il fallait qu'elle puise dans les fonds existants ou bien qu'elle s'autofinance. En conséquence, la direction générale ne pouvait plus suivre sa stratégie initiale de croissance externe (qui demande de grands apports de fonds externes).

Q : Quels sont vos principaux problèmes ?

D'abord, il y a le fait qu'en ce moment nos banquiers sont très mal, ce qui n'est pas agréable, et nos actionnaires aussi. Ce qui veut dire que nous ne ferons plus d'acquisitions. Je suis donc revenu au temps de Systémix. [...]

Q : En quoi cela impacte votre activité ?

---

<sup>1</sup> Le fond mezzanine faisait aussi face à des difficultés.

Nous ne pouvons plus suivre notre stratégie. Je dois demander à mes patrons ce qu'ils veulent. Si demain ils me disent « vous coupez vos investissements », ils vont faire pression sur nous. La discussion va être délicate. C'est plutôt dû à la crise. Ils doivent vendre à un certain moment il faut que la société crache le plus de *cash* possible. Les banquiers c'est différent. En plus en ce moment, je ne peux plus faire d'acquisitions, on avait une activité M&A très forte, elle est complètement morte cette activité (entretien avec le PDG du Groupe, 19/11/09).

De plus, il semble que TechnologieAvancée ait été achetée dans un véhicule du fonds qui était en fin de cycle d'investissement.

[Pff] on a beaucoup de mal à savoir quels sont leurs [des actionnaires] vrais objectifs. Je crois surtout qu'on a été acheté par un fonds qui a été créé en 2001, et qui a investi progressivement, puisque c'est comme ça que ça se fait. Ils créent un fonds une année et puis ensuite ils ont 5 ans pour acheter des sociétés. Donc ils le font, et nous on a été le dernier investissement du fonds créé en 2001. [...] Donc ça veut dire qu'ils gardent un peu d'argent, dans le fonds, au cas où les sociétés auraient besoin d'acheter des activités supplémentaires, et d'ailleurs c'est grâce à ça que nous avons pu racheter Technik, que Capital Investments, le fonds 2001 a remis de l'argent pour pouvoir acheter Technik. Simplement maintenant ils ont alloué toutes les... tout l'argent qu'ils avaient, et ils peuvent plus nous aider à acheter des sociétés. Dans ce fonds là en tous cas, il n'y a plus d'argent pour acheter des sociétés. Il en reste dans le fonds 2005, mais on n'est pas dans le fonds 2005 et ils mélangent pas l'argent des deux. Donc aujourd'hui on a tendance à considérer que si on veut continuer à progresser... ben on a un petit peu un boulet au pied (entretien avec le directeur de la performance du Groupe, 01/07/09).

Après Technik et la petite entreprise anglaise Technics, TechnologieAvancée avait voulu acheter une autre entreprise en 2008 mais n'avait pas pu (la question des acquisitions se décidait dans les réunions avec les actionnaires). Le problème du blocage stratégique se posait concrètement pour un des directeurs du siège, le directeur de la stratégie, qui se retrouvait sans travail. Comme celui-ci était responsable de maintenir une liste de cibles potentielles et de regarder quelles étaient les opportunités d'achat et de vente, il voulait reconvertir son poste en l'équivalent d'un directeur marketing. Mais sa situation apparaissait compromise. Cette situation de blocage entraînait aussi un certain « désalignement des intérêts » entre l'actionnaire et la direction générale.

Q : Est-ce qu'il y a une divergence entre le but de Capital Investments et le vôtre ?

Le but est le même ! La croissance c'est bête, ça n'a aucun intérêt, mais sinon on meurt ! C'est la condition de la survie. Nos actionnaires ont les mêmes objectifs que nous. Une des manières de croître c'est d'acquérir des technologies ou en achetant des sociétés. Mais pour des raisons liées à la crise on ne peut plus le faire. On a les mêmes



ambitions mais les moyens sont différents. Aujourd'hui on manque de moyens, c'est le souci (entretien avec le PDG du Groupe, 19/11/09).

L'onde de choc de la crise financière s'est aussi fait ressentir de manière plus directe. Les marchés civils, en particulier certains segments, se sont effondrés<sup>1</sup>. A peine acquise, Technik était touchée par de grandes difficultés financières. En novembre 2008, celle-ci a perdu 5,3% de son chiffre d'affaire de l'année précédente. A cause de l'incertitude sur l'état de l'économie, des clients ont différé leurs commandes dans les secteurs comme les NTIC et les semi-conducteurs (très dépendants de la finance). Parallèlement, l'entreprise a subi une augmentation de son coût de production (coût du travail et coût des matières premières), ce qui a entraîné une baisse de 40% de son profit. La direction de Technik a réagi immédiatement en mettant en place un programme de gestion des coûts. En particulier, l'entreprise a licencié du personnel et les a remplacés par des travailleurs temporaires. Mais la situation ne s'est pas améliorée car la crise s'est aggravée. Au cours de l'année 2009, celle-ci a décidé de fermer son usine de Pologne. Devant l'impossibilité de licencier facilement en Allemagne, le chômage partiel est instauré dans une usine de fabrication dans l'Est du pays, puis dans l'unité principale de Munich.

Now there is less work in [une ville de l'Est de l'Allemagne]. Not in all the plants. The figures are not so good. The sales is not what we have planned. If you talk with Health Care [une BU], it's a good business. But in industrial manufacturing, we have less work. It's the same with Information Technology & Communication [une autre BU]. Only in HC the figures are ok. But for the whole company it has less work. [...] We have too much workers, we have to decide who leaves, the HR department do this.

Q: What is short-work?

The government wants to hold workers. They work too much, during 4 days and they spend the 5<sup>th</sup> day at home paid by the government.

Q: How come you have too much workers?

I have a plan for 2009. There is too less work in the company. You have to bring them outside or make short-work. We started short-work in November 2008. And in Munich it started in March. [...] We have restriction from the government. We discuss it with the council. Should we do short-work the whole year or termination ? How much it will be ? At the moment it is to reduce the costs: we try to bring down flexible time and holiday. The personnel cost in Technik is very high. It's nearly 40%

---

<sup>1</sup> Les marchés militaires sont globalement protégés de ce genre de fluctuations de marché car ils sont dépendants de la commande publique et évoluent suivant le niveau de conflictualité mondial. Le monde, particulièrement les Etats-Unis et leurs alliés, est en guerre permanente depuis les années 2000.

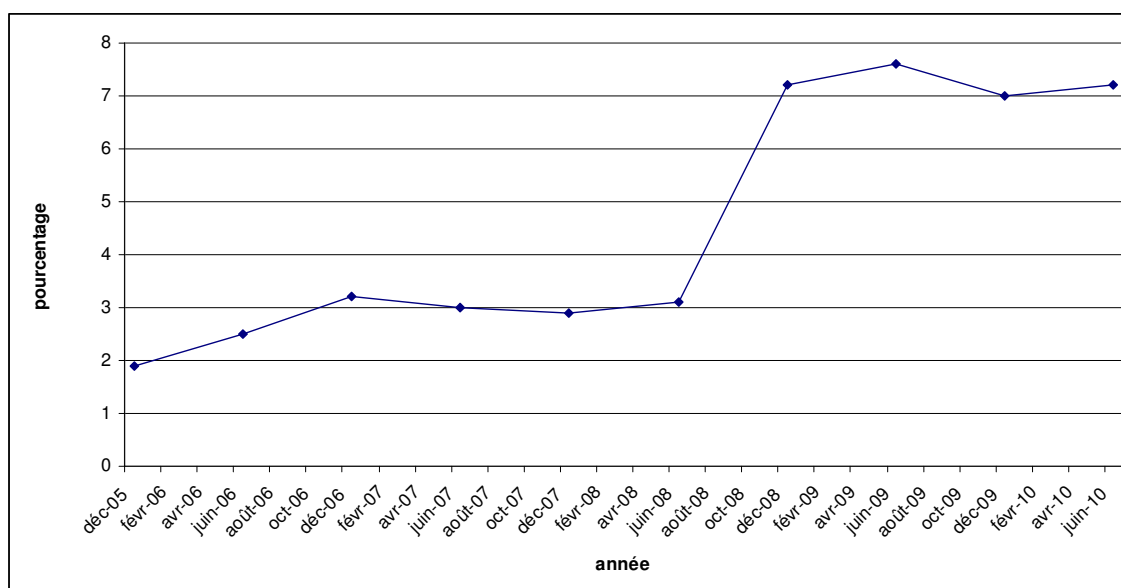
of our product. In the automobile industry it's 7 or 7,5 %. If you don't sell so much you must reduce personnel cost. In precision optics there are many things to do to reduce this cost: flexible time, account, termination, short-work, you have to decide (entretien avec le DRH de Technik, 28/04/09).

Ces difficultés persistantes ont fait que les finances du Groupe se sont déséquilibrées. TechnologieAvancée avait acheté Technik au prix fort (« l'addition est salée ! » selon le directeur de la stratégie). Comme le dit le directeur de la performance, s'ils avaient voulu revendre cette entreprise à l'époque, celle-ci aurait valu « zéro ». La crise a touché aussi la petite unité Technics et un peu TASG, mais pas TAUk en raison de sa concentration sur les marchés de défense. Ainsi, à partir de fin 2008, TechnologieAvancée a dû faire face à l'onde de choc de la crise financière. Celle-ci a réagi vivement en opérant un revirement stratégique.

## **2) Le revirement stratégique**

Comme on l'a vu dans le chapitre précédent, Capital Investments a dû revoir la valorisation de son portefeuille de sociétés et a mis en œuvre un plan d'action radical pour retourner de l'argent à ses investisseurs. Etant donné que la valeur de certains investissements est descendue à zéro, TechnologieAvancée est mécaniquement devenue plus importante dans le portefeuille de Capital Investments, comme le montre la Figure 45.

Figure 45 : part de TechnologieAvancée dans les actifs nets de Capital Investments, 2005-2010



Source : rapports trimestriels de Capital Investments.

Proche de la sortie du LBO<sup>1</sup>, TechnologieAvancée semble avoir tenu une place importante dans le plan de redressement du fonds à partir de 2009. L'actionnaire a impulsé un certain nombre de changements. Le Groupe a réagi à l'onde de choc de la crise financière de deux manières : par une plus grande centralisation et par une focalisation sur la croissance interne, même si des questions cruciales n'étaient toujours pas résolues.

La crise économique a entraîné une reprise en main des finances du Groupe par la direction générale, vraisemblablement sous l'impulsion de Capital Investments<sup>2</sup>. A partir de Novembre 2008 a été instituée une « centralisation dure » (par contraste avec la « centralisation douce » du PDG) pour limiter l'inflation des budgets des unités. Concrètement, pour certaines dépenses, les unités devaient demander l'accord du siège qui faisait à son tour agréer le budget global par l'actionnaire. Ces dépenses concernaient le

<sup>1</sup> Cela faisait quatre ans que l'entreprise était dans le portefeuille du fonds.

<sup>2</sup> La question de savoir à qui revient l'initiative est incertaine. Mais il est vraisemblable qu'elle venait de Capital Investments, étant donné leur préférence pour le modèle centralisé, comme nous l'avons montré précédemment.

recrutement, les gros projets et les investissements. Voici la manière dont le DRH de TAUk décrivait la procédure:

I send a job description to [le directeur de la performance du Groupe]. Then he goes to the appointment committee ([directeur de la performance, PDG, et directeur financier]). They ask questions. This was put in place last November because of the issues of the group. There was a downturn in profitability. Typically TAUk don't have anything rejected. What we are tending to do is recruit specialists and when we need an external person we make external contracts so that when there is a downturn we can get rid of them.

Q: How did you do before?

The HR director and the manager director did it. But we had an annual budgeting process, we do have a headcount budget where we identified new requirements. So that they could ask us "was it in the budget?". For example for new business with the ministry of defence. We had to do some reliability work. Last week I sent a paper to [le directeur de la performance]. It wasn't budgeted. We are waiting for the committee to say yes or no.

Q: Why has that changed?

The group is looking for a headcount. They want an overview of who is employed. If it would increase their cost base. Technik had a decreasing headcount. The company is going to do short-time working. TASG have a potential for short-time working. There is an overall TechnologieAvancée review (entretien avec le DRH de TAUk, 21/04/09).

Une procédure similaire existait pour les cotations de projets:

For a new product we need development and design, that's how the engineering gets involved. The MD needs to be aware of that. He authorizes to a certain limit. If it's superior to that limit he needs to refer to the Paris office.

Q: How is that?

It's a financial reason. If the quotation is over a certain value, then the MD needs to authorize it and to go to the head office. It's important that the group is aware of major quotations.

Q: Is it a new process?

It's new. Every week we do a prospect review chaired by the MD. If the product requires design and development we have to secure customer funding or do it ourselves with our own money. He sees if it's suitable to pursue. He authorizes it or not. If it's requesting customer funding I'll ask the engineering department to cost that up and I do the margin part of the quotation. [...] For some proposals we have to get an authorization. The finance director here will send it to finance in France. If he's not there I will do it myself. When it comes to submission into group, it is handled by the Finance director and the MD (entretien avec un directeur de BU de TAUk, 24/04/09).

Ainsi que pour les investissements :

I monitor the budget: “have we done more or less spending?” It’s like a business group manager. The budget is inert, you manage project around the budget. So it’s much, manage within the budget and not the budget itself.

Q: You must have approval for the budget?

There is a first approval at this site level, then from Paris, then from the main board in Capital Investments. I don’t get involved in this (entretien avec le directeur technique de TAUK, 21/04/09).

De cette manière, le siège pouvait accroître son contrôle sur les dépenses des unités.

Ça a été mis en place en début d’année. En décembre 2008 on a créé ce comité. On est en situation de crise, il faut être prudent. Tout recrutement doit être soumis à l’autorisation du groupe. Les gens comprennent mais c’est une mesure désagréable. L’objectif est plus que les gens réfléchissent à deux fois avant de recruter.

Q : Qui assiste à cette réunion ?

Le directeur financier, [le PDG] et moi. C’est [le PDG] qui décide mais en général si j’insiste il m’écoute (entretien avec le directeur de la performance du Groupe, 01/07/09).

En plus de cette centralisation dure, la direction générale a dû revoir sa stratégie de croissance. La croissance externe n’était plus possible et il fallait se concentrer sur la croissance interne. Le fonds d’investissement recommandait à la direction de Technologie Avancée d’accélérer les « synergies » entre les différentes unités. Les « synergies de coûts » permettaient de réduire les coûts du groupe (en particulier les coûts de structure) en supprimant les doublons. Il était aussi possible de réaliser des synergies de coûts dans le domaine de la production en développant la sous-traitance interne. Les synergies de développement, dont était en charge en particulier le directeur de la performance, touchaient deux domaines : la fonction Vente & Marketing (V&M) et la fonction Recherche & Développement (R&D). Dans ces deux domaines, les coopérations devaient être encouragées pour vendre plus et proposer de nouveaux produits aux clients. Cet objectif de synergie, s’il tenait à cœur à la direction générale<sup>1</sup>, était devenu très important pour les actionnaires. Le directeur commercial défense du Groupe déclarait d’ailleurs que « les synergies, c’est bon pour les actionnaires ».

---

<sup>1</sup> Le siège, et le PDG en particulier avait l’ambition de créer comme on disait un « vrai groupe » et non pas une juxtaposition de sociétés.

Je n'ai pas résolu les problèmes de synergies. C'est aussi ma méthode. Un américain aurait tout de suite tout chamboulé. Mais mon expérience me montre le contraire. Ce souci consiste à aller plus vite maintenant : il y a le changement de nom, et deux américains nous aident pour ça. Il y a encore beaucoup à faire. Nous avons des cultures différentes et des *business models* différents. Entre mon directeur financier qui veut que la société soit gérée comme un portefeuille et un Allemand qui veut que tout le monde soit au garde à vous, il y a un monde ! Il faut que tout le monde puisse travailler ensemble. La raison de ma méthode, c'est être plus lent. Si ça continue –et j'espère que j'y arriverai. [...] Dans le domaine commercial, nous ne sommes pas encore au point. Pour l'*outsourcing committee*, mon but est de m'assurer qu'il y a des transferts. Il faut attendre que ça porte ses fruits. Il faut aussi qu'il y ait des synergies dans le domaine technologique. On a démarré une *conference call* là-dessus. C'est difficile à cause des enjeux de *compliance*. Les gens n'ont pas tendance à partager. Il faut que je casse l'esprit de chapelle. Ça va demander du temps. A l'intérieur de Technik, il y sont arrivés à peine. J'ai un énorme travail à réaliser sur ces aspects R&D et commercial (entretien avec le PDG du Groupe, 19/11/09).

Parallèlement à ces initiatives, le fonds d'investissement recevait des offres d'achat de TechnologieAvancée de la part d'autres fonds. L'équipe du siège recevait elle-même des coups de téléphone pour savoir s'ils étaient à vendre. Cependant le fonds d'investissement n'avait pas d'avis clair sur le moment et les conditions de la vente.

Il y a une étape actuelle où nos actionnaires se sont posé la question en disant « qu'est ce qu'il faut faire de TechnologieAvancée ? » Il faut le garder ? Vendre ? Ou pas. Il y a assez peu de gens qui sont au courant de ce processus-là, mais les gens de siège le sont tous. Au cours de ce processus-là, on a dit que les synergies industrielles n'étaient pas assez fortes.

Q : C'est à dire ?

La fabrication d'une société vers l'autre. Par exemple Technik a voulu fabriquer à Singapour mais ça n'a pas marché.

Q : Qui a dit ça ?

Quand la banque d'affaire a été sollicitée, [le président de Technik] a dit que les synergies ne sont pas assez fortes.

Q : Vous êtes donc de nouveau dans l'expectative ?

Oui c'est vrai. On pourrait décider de nous vendre maintenant ou peut-être dans deux ans. En plus Capital Investments est dans une mauvaise situation financière. C'est plus à cause de la crise que les activités civiles marchent moins bien (entretien avec le directeur de la performance du Groupe, 01/07/09).

Si le fonds d'investissement ne savait pas quand il allait revendre l'entreprise, il ne savait pas non plus dans quelles conditions. Trois solutions pouvaient se présenter: la vente à un industriel américain, la vente à un fonds d'investissement en tout ou parties et la sortie en bourse. Etant donné que la troisième solution était peu probable vu la taille modeste de

l'entreprise, que la vente à un industriel aurait certainement voulu dire la fermeture du siège, et que le Groupe voulait avoir accès à d'autres fonds pour croître, c'était la deuxième solution qui était préférée par la direction générale (sans que celle-ci ne sache quelle était la solution préférée des actionnaires). L'incertitude sur l'avenir du Groupe s'était donc considérablement accrue par rapport à l'avant 2009.

Q : Vous disiez que Capital Investments allait vous revendre, qu'en est-il ?

On se pose tous des questions. On est dans l'expectative. Aucune organisation n'est figée et parfaite. Nous sommes toujours en période de transition. Il faut être responsabilisé au changement. Quand je réfléchis à 2005, on ne se ressemble plus beaucoup, on est extrêmement différent tant au point de vue de l'organisation que du management que ce qu'on veut faire. L'environnement a changé la manière dont on le fera (entretien avec le PDG du Groupe, 19/11/09).

On voit donc que le compromis établi par le siège était complètement déstabilisé par l'onde de choc de la « grande récession ». La centralisation douce avait laissé place à la centralisation dure, les objectifs de la direction générale étaient passés de la croissance externe à la mise en oeuvre de « synergies » et l'issue du LBO se rapprochait mais était toujours indéterminée.

Dans cette sous-partie, nous avons vu que la direction générale de TechnologieAvancée était prise dans une double contrainte à la suite de son rachat par Capital Investments. Pour se sortir de cette situation, celle-ci s'est engagée dans une stratégie de formation du consentement et a établi un compromis sur la stratégie et la structure du Groupe. Mais l'onde de choc de la crise financière a singulièrement déstabilisé ce compromis. Les difficultés des bailleurs de fonds et de certaines unités ont entraîné un brutal revirement stratégique alors même que l'avenir de l'entreprise devenait plus incertain.

### ***Conclusion du Chapitre VII***

Dans ce chapitre, nous avons commencé à traiter des effets locaux du LBO. Nous avons vu dans quelles conditions étaient mis en oeuvre les plans de création de valeur actionnariale et comment était déployé l'appareil de rationalisation. Pour examiner cela, nous avons décrit la trajectoire de TechnologieAvancée depuis son rachat fin 2005 jusqu'à la propagation de la crise financière à l'économie réelle fin 2008 et début 2009. Au moment de son rachat, la direction générale de TechnologieAvancée s'est trouvée prise dans une double contrainte qu'elle a résolue en s'engageant dans une stratégie de formation du consentement

auprès des unités. Un compromis entre l'actionnaire, les unités et celle-ci a été dégagé sous la forme d'une stratégie de croissance externe et d'une forme organisationnelle par divisions. Mais l'onde de choc de la crise financière est venue déstabiliser ce compromis. Les difficultés des bailleurs de fonds faisaient que l'entreprise ne pouvait plus suivre sa stratégie de croissance externe ; les difficultés d'une de ses unités avait déséquilibré ses finances. Pour faire face à cette situation, la centralisation dure s'est substituée à la centralisation douce et il devenait impératif pour la direction générale d'extraire des synergies de coûts et de développement pour se sortir de cette situation et préparer l'avenir.

Après cet examen, nous pouvons commencer à répondre à certaines questions que nous avons posées en introduction. D'abord, à quels changements organisationnels a-t-on pu assister à la suite du LBO ? L'entreprise a d'abord évolué vers une plus grande centralisation. Celle-ci a été impulsée par le fonds d'investissement mais freinée par la direction générale pour accommoder les unités au changement. Nous verrons dans le prochain chapitre que le fonds d'investissement a dans un deuxième temps impulsé une décentralisation. L'entreprise a aussi renforcé son personnel de direction, puisque le siège s'est étoffé de coordinateurs centraux pour certaines fonctions stratégiques. L'entreprise a aussi évolué vers une plus grande formalisation de ses processus de décision : la structure organisationnelle a été quelque peu clarifiée par la mise en place de divisions, de nombreux comités ont été créés et des fonctions ont été plus structurées (notamment la fonction financière et la fonction commerciale). Tous ces éléments vont dans le sens d'une plus grande *rationalisation*, conformément à ce que nous avons montré dans le Chapitre IV<sup>1</sup>. Ensuite, peut-on attribuer les changements opérés à l'action du propriétaire ? A cela, il faut faire une réponse positive mais nuancée. On voit que le fonds d'investissement a essayé d'impulser des transformations très générales, mais n'imposait aucun changement opérationnel précis (mis à part peut-être en ce qui concerne la gestion du *cash*). Dans le vocabulaire managérial, le fonds « challenge » mais ne fait pas de « micro-management ». Le fonds d'investissement reste dépendant de la direction générale qui est la courroie de transmission de la rationalisation actionnariale. Celle-ci peut décider de freiner ou d'accélérer les changements organisationnels. De plus, elle conserve un pouvoir d'initiative si elle peut faire valoir que des revendications existantes ne

---

<sup>1</sup> On peut même dire que dans ce cas précis, le LBO a mené à la *construction d'une organisation*, puisque TechnologieAvancée n'était rien d'autre qu'une ligne de produit au sein de Systémix (stratégie dite de « *carve-out* »).



contredisent pas la stratégie sur laquelle ils se sont mis d'accord. Il n'empêche que, comme nous le verrons en détail par la suite, sa situation globale est celle d'une asymétrie de pouvoir structurelle vis-à-vis des bailleurs de fonds. Nous pouvons illustrer cette asymétrie grâce à une typologie établie à partir d'un article de Mayer Zald sur les conditions structurelles grâce auxquelles les conseils d'administration peuvent exercer du pouvoir sur les organisations (Zald, 1969)<sup>1</sup>:

*Tableau 50 : facteurs structurels de pouvoir des actionnaires sur les cadres dirigeants dans le cas de TechnologieAvancée*

<i>Facteurs structurels de pouvoir</i>	<b>Actionnaires de Capital Investments</b>	<b>Direction générale de TechnologieAvancée</b>
Concentration de la propriété	+	-
Endettement	+	-
Légitimité dans le secteur	-	+
Connaissances opérationnelles	-	+
Statut social des membres (ambigu)	+	-
Jeunesse de l'organisation (ambigu)	+	-
Crise économique et crise de succession	+	-

On voit que globalement, la relation entre les actionnaires et la direction générale est déséquilibrée en faveur des actionnaires dans le cas de TechnologieAvancée (et dans les LBO en général). La direction générale conserve une marge de manœuvre qui provient de ses connaissances opérationnelles et de sa plus grande légitimité dans le secteur de l'optique et de la défense. Cela nous amène à la dernière question : quels sont les mécanismes d'influence de l'actionnaire ? Le tableau précédent nous présente des facteurs structurels mais ne nous donne pas à voir comment ces facteurs se traduisent en relations de pouvoir effectives, c'est-à-dire *comment l'incertitude créée par le comportement de l'acteur puissant structure les*

---

<sup>1</sup> Cet article peu connu est remarquable car il clarifie adéquatement les débats sur le « managérialisme » que nous avons évoqués à plusieurs reprises et que nous discutons en conclusion. Nous avons choisi ou reformulé les critères en fonction de leur pertinence pour le cas considéré.

*comportements de tous les autres acteurs, sans que la réciproque soit vraie.* Nous ne pourrons répondre à cette question que dans le chapitre prochain.



## **Chapitre VIII- Face à l'incertitude : mobilisation et récalcitrance**

---

Dans le chapitre précédent, nous avons commencé à examiner les effets locaux du LBO. Nous avons pris le cas de TechnologieAvancée et décrit sa trajectoire de la fin de l'année 2005 jusqu'au début de l'année 2009. Nous avons montré que l'actionnaire a exercé une forte pression en faveur de la restructuration de l'entreprise, mais que cette pression a été atténuée par la direction générale pour ne pas rompre le consentement à son autorité de la part des unités. Le résultat a été l'établissement d'un compromis sur la stratégie et la structure de l'entreprise (« compromis sloanien »). Mais ce compromis a été déstabilisé par l'onde de choc de la crise financière et l'entreprise a dû opérer un revirement stratégique alors même que sa situation devenait plus incertaine que jamais. Le chapitre précédent nous a permis de mettre en valeur les changements organisationnels qui sont déclenchés par le LBO et le rôle décisif de l'actionnaire (en tant que force d'impulsion) et de la direction générale (en tant que courroie de transmission).

Dans ce chapitre, nous poursuivons cette réflexion en montrant que le fonds d'investissement tire son plus grand pouvoir de l'incertitude que son comportement fait peser sur l'ensemble de l'entreprise. Cette incertitude structure les systèmes d'interdépendance internes en fixant les contraintes et les opportunités des acteurs les plus puissants dans l'organisation. Nous décrivons les tensions systématiques entre mécanismes de mobilisation et mécanismes de récalcitrance des collectifs nationaux et professionnels que cette incertitude induit. A TechnologieAvancée, l'incertitude sur le futur entraine en contradiction avec l'incitation pressante à la performance. Bloqué dans une partie de sa stratégie, le siège s'est heurté au freinage de la coopération entre unités. Au sein de celles-ci, les ingénieurs étaient embrigadés par les commerciaux, ce qui a renforcé le freinage. A l'intersection de ces deux niveaux, on voit un cercle vicieux se former : la pression à la performance atomise le groupe, ce qui l'empêche de se mobiliser pour améliorer sa performance future.

Nous situerons notre examen à deux niveaux d'analyse qui correspondent à deux systèmes d'interdépendance liés : au niveau du Groupe (actionnaire, siège et unités) et au niveau des unités (direction, commerciaux et ingénieurs). Dans un premier temps, nous allons nous situer au niveau du Groupe (A). Nous allons voir que cette situation d'incertitude

expliquait la persistance de comportements concurrentiels entre les commerciaux et les cadres dirigeants de différentes unités qui freinaient la mise en œuvre de la stratégie. Dans un deuxième temps, nous allons nous situer au niveau des unités (B). La pression à la performance immédiate venait redoubler l'atomisation du Groupe en passant par l'intérieur des unités : elle accroissait le déséquilibre de pouvoir entre commerciaux et ingénieurs. Ces derniers se trouvaient entraînés par les clients au point où ils ne pouvaient plus se concentrer sur les projets coopératifs « amont ». A l'intersection des deux niveaux se dessinait le cercle vicieux de l'épuisement. Dans un troisième temps, nous raconterons la fin du LBO sous la forme d'un épilogue (C). A un nouvel ordre avorté a succédé un autre nouvel ordre avorté.

### ***A - Le Groupe entre coopération et concurrence***

Ainsi à partir de 2009, la situation de TechnologieAvancée était très incertaine, mais le fonds d'investissement et la direction générale ont mis en œuvre une nouvelle stratégie de croissance organique. En comparaison avec la stratégie précédente, plutôt focalisée sur la croissance externe, la mise en œuvre de cette stratégie dépendait grandement de la mobilisation des cadres intermédiaires, notamment les commerciaux et les ingénieurs qui devaient coopérer pour générer des « synergies ». Nous nous situons tout d'abord au niveau du groupe en examinant le système d'interdépendance formé par les actionnaires, le siège et les unités. Nous décrivons brièvement en quoi consiste le travail des cadres dirigeants, puis nous allons voir que le siège se trouvait dans une situation où il poussait à la coopération devant des unités récalcitrantes. Les unités étaient quant à elles peu liées les unes aux autres. Les commerciaux des différentes unités se livraient à une concurrence souterraine tandis que les ingénieurs faisaient preuve d'apathie envers les projets communs.

#### **1) Diriger collectivement un groupe d'entreprises**

Le travail des cadres dirigeants est très variable suivant leurs positions et fonctions mais comporte un certain nombre de points communs. Il est assez difficile à décrire en raison du fait qu'il est passablement abstrait. La matière première que travaille ce type de cadres est composée d'idées et de chiffres. A partir de ces idées et de ces chiffres ils « font de la stratégie ». « Faire de la stratégie » consiste (1) à définir la situation de l'entreprise, (2) à se donner un but à atteindre et (3) à vérifier que l'on est sur la bonne voie. L'essentiel du travail des cadres dirigeants est « politique » puisqu'il consiste à former un consensus entre eux sur

ces trois points. Les cadres dirigeants évoluent dans un environnement peu hiérarchisé et très individualisé (Jackall, 1989 ; Morrill, 1995). Etant donné la grande diversité de groupes professionnels et nationaux, et la nécessité de former un consensus, le sommet des grandes entreprises fonctionne sur une base « collégiale » dans le cadre d'une structure enchevêtrée de comités (Lazega, 2001 ; Stinchcombe, 1990). Ils passent tout leur temps en réunion, au téléphone et en visite pour inspecter, arbitrer et rendre des comptes. A TechnologieAvancée, les décisions considérées comme particulièrement stratégiques étaient celles concernant les acquisitions, les investissements, l'export, la vente et le marketing, la sous-traitance interne. Comme dans les autres entreprises, l'enjeu principal pour les acteurs, à ce niveau, était l'influence qu'ils pouvaient avoir sur le devenir de l'entreprise.

## 2) Le siège dans sa bulle

Comme on l'a vu précédemment, le siège de TechnologieAvancée était en quelque sorte une structure d'intermédiation entre les actionnaires et les unités. Il disposait d'une certaine autonomie vis-à-vis de l'actionnaire mais se trouvait en porte-à-faux avec les unités sur des thèmes stratégiques.

Tout d'abord, la direction générale de TechnologieAvancée était très dépendante du pouvoir des actionnaires comparée aux autres entreprises (celles qui ne sont pas sous LBO). L'alignement des intérêts, la discipline de la dette et la surveillance des actionnaires contribuait à cette dépendance considérable. A TechnologieAvancée, cette relation de dépendance aux actionnaires était gérée par le PDG et le directeur financier. En quoi consistait cette relation ? Pour l'actionnaire, il s'agissait avant tout de vérifier l'application du BP qu'il avait élaboré en collaboration avec la direction générale en amont.

Tous les mois il faut envoyer de bons résultats et les expliquer, surtout expliquer ceux qui sont mauvais. Il faut surveiller que la dette ne grossit pas trop, ce sont les choses clés. Enfin la relation avec les banquiers, c'est plutôt le directeur financier. Les actionnaires directs, c'est un gros travail, on les voit tous les mois.

Q : Quand vous dites vos résultats, c'est quoi ?

On a un budget et il faut que le budget soit tenu. Il faut que nos résultats restent bons. C'est un travail de respecter ça. Les banquiers vérifient nos *covenants*, et si on les rate, c'est un drame ! Il faut tout faire. Toutes les semaines on vérifie notre *cash* (entretien avec le PDG du Groupe, 19/11/09).

En plus de ce travail de *reporting*, les actionnaires proposaient des thèmes sur lesquels les dirigeants devaient réfléchir. On retrouve donc la dualité du rôle de l'actionnaire, tantôt « surveillant » tantôt « accompagnateur », examiné au Chapitre IV et V, et en cela semblable à la figure de l'autorité paternelle.

Q : Qu'est ce que vous faites dans les réunions avec les actionnaires ?

On a une liste d'actions, et ils nous demandent des informations sur des sujets divers : les ratios, le recrutement... On passe à l'examen les résultats du mois et très souvent on aborde un sujet d'intérêt stratégique : les divisions, les acquisitions, la politique HR, on parle d'un litige... Les sujets sont définis dans un accord [le pacte d'actionnaires]. On approuve des investissements, des contrats d'un certain montant. C'est classique. En général cela dure 10 à 12h. Et puis en ce moment c'est plutôt 5 à 6h (entretien avec le PDG du Groupe, 19/11/09).

Il faut néanmoins insister sur le fait que le siège disposait d'une certaine marge de liberté en dépit de sa situation de forte dépendance. Il n'était pas totalement dépourvu d'armes face l'actionnaire. Le degré de marge de manœuvre des managers provenait en partie du fait que les actionnaires « n'y connaissent rien en management », selon les mots du directeur de la performance du Groupe. En effet, les actionnaires étaient compétents en gestion financière mais pas en gestion opérationnelle. Ils ne connaissaient pas non plus les spécificités de l'optique industrielle. Lorsqu'on l'a interrogé sur le pouvoir du propriétaire dans l'entreprise en général, le PDG a réagi de cette manière:

Ca dépend de quel propriétaire vous parlez. Bernard Arnault, il a l'intention de rester, il est compétent, il sait ce que c'est que le secteur du luxe. Dans un LBO, ils ont des principes généraux de management, mais ils n'ont pas l'idée de ce que c'est que l'optique. Ils ont besoin de comprendre. Leur formation est financière et ils doivent s'appuyer sur le management. D'ailleurs, le management est intéressé au *deal*, ne le dites pas car ce n'est pas tout le monde. Ça n'est pas vrai partout, [un puissant fonds américain] par exemple a la réputation de virer les gens. D'autre part, il y a des fonds qui ont aussi des experts, mais ces experts, c'est aussi des coupeurs de têtes : ils sont là pour réduire les coûts, ils veulent transformer tout. Ce n'est pas le cas de Capital Investments. Ils font plus confiance. En règle générale, dans les LBO, le management manage. Si le management dit quelque chose ils écoutent. C'est pas des propriétaires comme les autres... (entretien avec le PDG du Groupe, 19/11/09).

Le directeur de la performance disait qu'ils en profitaient pour « présenter des choses très générales ». De plus, les actionnaires étaient chargés de surveiller l'évolution de plusieurs entreprises constituant leur portefeuille et qui opéraient dans des secteurs les plus variés. En conséquence les actionnaires étaient, à un moment ou à un autre, obligés de s'en remettre à

l'avis des managers du groupe. Comme on l'a vu au Chapitre V, cette relation informelle d'autorité dans laquelle une partie en sait plus que l'autre génère des tensions, notamment due à l'« angoisse » de l'actionnaire qui fait preuve de « maladroites ». Ce type de relations de forte interdépendance génère naturellement beaucoup d'affectivité de part et d'autre (Crozier, 1971). Cette caractéristique est sans doute exacerbée par le climat tendu créé par le LBO. Il est frappant de voir que la méconnaissance de la pratique du management était pour le directeur de la performance synonyme de faible intelligence des « relations humaines »:

Euh, ils [les actionnaires] ne sont pas compétents en management du tout, ces gens là. Par exemple, un exemple c'est que les différents actionnaires contactent un peu tout le monde... ce qui n'est pas agréable du tout pour... le management, pour le président notamment. C'est-à-dire que si les actionnaires contactent ses propres collaborateurs, ils peuvent peut-être éventuellement donner des instructions... On ne sait plus trop bien qui est le chef, à un moment donné... Donc [le PDG du Groupe] a laissé jouer cette transparence, même si pour lui c'était assez désagréable. Voilà. [...] Même nous, par exemple les actionnaires m'appelaient... pour me poser des questions, pour me dire, « il faudrait sans doute faire ceci, faire cela... » des réflexions sur l'organisation par exemple aussi, puisque je m'occupe des ressources humaines. [silence] Je me souviens très bien d'une réunion qu'on a eue à Singapour, où j'avais les deux représentants des actionnaires, qui ont voulu me voir. [Le PDG] est rentré, en disant « je peux participer à votre discussion ? » et ils disent « non on n'a pas besoin de vous, on vous appellera ». [rit un peu] Et donc c'est dans ce genre de domaine que... qui ne contribue pas à créer la confiance, de son côté (entretien avec le directeur de la performance du Groupe, 01/07/09).

Comme on l'a vu plus haut, le revirement stratégique a consisté, pour l'actionnaire et la direction générale, à mettre l'accent sur les « synergies ». Le but était d'augmenter l'intégration organisationnelle du Groupe en développant les coopérations des différentes unités à la fois en V&M et en R&D pour « casser les silos ». La lisibilité et la profitabilité du Groupe seraient par là améliorées. Il s'agissait d'un objectif ambitieux qui contrastait avec la relative faiblesse du siège. Trois éléments permettent de démontrer cette faiblesse. D'abord, le siège était dans une situation de myopie à l'égard des unités. Il était situé à Paris, à une distance géographique non négligeable des opérations. Les managers du siège avaient du mal à savoir ce qui se passait dans leurs sociétés. Par exemple, il était frappant de voir qu'ils éprouvaient des difficultés à savoir combien de personnes faisaient partie de leur domaine et qui inclure. Leur environnement immédiat n'allait pas plus loin que les plus hauts managers dans les sociétés. Le directeur de la stratégie décrivait les difficultés, en l'absence de pouvoir hiérarchique, à « aller à la pêche aux informations » (savoir qui contacter, passer par certaines personnes...).



C'est très papier. C'est très analyse administrative. C'est le principal problème. C'est un travail de consultant. On est loin des unités. On a du mal à être sur le terrain, faut être partout. Là le marketing, le vrai, il est loin. Surtout quand ce sont des applications particulièrement pointues. Surtout que les ingénieurs ne savent pas trop ce que le client veut ! [...] On est localisé dans une coquille administrative à distance des unités. C'est du marketing papier. Vous fonctionnez comme fonctionnerait un consultant. Mais lui, son travail, il est cadré, il vient pour acheter telle société. [...] S'il s'agit de faire un papier pour l'acquisition d'une société, la structure actuelle convient. Mais si vous voulez faire du marketing opérationnel tel que je le promeus, il faut être au plus près des unités. Si vous avez un accès direct au contrôleur de gestion de la société c'est bien, ça évite de déranger les gens. Il n'y a que ma collègue financière qui le peut. Elle est obligée de m'envoyer le fichier Excel. [...] Typiquement, ce n'est pas moi qui suis, mais [le PDG] qui suit les comités de direction des différentes unités. Mais ça coûte cher et ça demande du temps. C'est difficile de savoir l'activité de chaque société au jour le jour... Il faut éviter la dispersion. Ce qui manque le plus, c'est le contact opérationnel. C'est un contact siège qui va fonctionner sur documents. On est à la limite entre le gros groupe (un peu comme Systémix) et [une holding?]. Là les ingénieurs marketing font des rapports annuels qui rapportent à chaque unité mais pas à moi. Je n'ai de rapports sur rien, je ne suis le directeur de rien. Je suis dans une bulle (entretien avec le directeur de la stratégie du Groupe, 29/06/09).

Ensuite, les conflits internes, en particulier les conflits entre commerciaux, atteignaient rarement le niveau du siège. Soit les présidents de sociétés n'étaient pas au courant des problèmes, soit ils s'arrangeaient entre eux. Le directeur commercial civil du Groupe disait qu'il aurait aimé savoir comment « se causent » les commerciaux entre eux car ils n'engageaient des actions que si cela servait leur propre unité. Quant à la sous-traitance interne, les présidents de TASG et TAUKE se partageaient les coûts et la marge sans consulter le siège alors que c'était l'une de ses prérogatives, appuyée par les actionnaires. Le PDG disait du président de Singapour qu'il était doué pour « cacher la poussière » et que le président de l'Angleterre n'appelait que quand ça allait bien. Il a voulu que la réunion V&M du siège se concentre sur « les problèmes », car cela avait dérivé « vers des choses gentillettes ».

Q : Comment tranchez-vous les problèmes commerciaux ?

Maintenant je les fais remonter. Avant ils ne remontaient pas assez ! Dans le *M&S committee* j'ai créé une rubrique problèmes. C'est arrivé pour la première fois la dernière fois. Ils ne parlent pas de conflits devant leur patron. Souvent c'est très ridicule d'ailleurs. Les présidents S&M présentent les cas de conflits. Le comité avait dérivé vers des choses gentillettes...

Q : Quand vous dites « ils », c'est qui ?

Ce sont les trois VP.

Q : C'était donc la première fois ?

J'ai dit que je considère qu'on ne parle pas assez des problèmes, et que c'est l'instance pour cela (entretien avec le PDG du Groupe, 19/11/09).

Enfin, les managers, sauf le PDG bien entendu, se heurtaient souvent aux présidents d'unités et à leurs cadres. Ceux-ci avaient tendance à considérer qu'ils dérangent l'activité journalière de leur entreprise par des demandes inutiles ou qu'ils ne comprennent pas. C'était en particulier le cas en Angleterre.

I would wish for communication: a better understanding both ways of what Group wants. Sometimes Group asks questions but either I have answered their questions or there is a misunderstanding of the question. Sometimes we spend more time on that than we need to. Part of that is the difference of culture between UK and France, UK and Germany. Some improvements could be a better understanding and a better detailed information.

Q: What do you mean? Do you have an example?

Sometimes there is an underlying question to a technical question that I didn't understand. So sometimes [le directeur de la R&D du Groupe] feels he doesn't want to challenge what I say whereas all the other people will. But I give [him] an answer and he gives it to somebody who challenges that. Then [he] turns to me. In that phase we lost time (entretien avec le directeur technique de TAUk, 21/04/09).

Le directeur des projets de TAUk était particulièrement virulent à l'égard du siège. Pour lui, les unités payaient le prix du « privilège de Paris » sans en avoir de grands retours.

I know what my responsibility is. What's [le directeur de la R&D du Groupe]'s responsibility? What is [le directeur de la performance]'s responsibility? Is he supposed to ask me for things or pride me with things? No. I've never had the question from Group "what can we do to help you?". And who sits there up? Everybody thinks they're up but info goes upwards, what comes back? For example one of our technologies is coating, a new coating machine costs 1 million euros. At the seminar, by accident I discovered that Technik will buy another machine and that Singapore bought one. And they discovered by accident that TAUk did too. At Group level they know this because we need their authorization, but info wasn't shared (entretien avec le directeur des projets de TAUk, 23/04/09).

Ce type de réaction était source d'une certaine frustration chez les fonctionnels du siège. « De manière permanente, j'oscille entre l'envie de demander plus d'informations et puis le fait de les laisser travailler » disait le directeur de la performance du Groupe. Ces difficultés étaient très prononcées dans le cas de la fonction R&D.

L'inconvénient c'est que je suis pas sur un site de production ou de R&D. Quand on est à côté des gens, ça facilite les choses. Le fait de se voir et de se parler, de se voir

au déjeuner, c'est différent de devoir organiser une *conf call* trois jours avant. Sinon le fait que les gens soient surchargés car ils ne peuvent pas travailler sur des projets un peu amont. Et puis le fait que je ne sois pas responsable hiérarchique, quelqu'un a tendance à écouter son responsable plus que moi.

Q : Ils suivent qui ?

Le responsable R&D de [TAUK] il écoute plus [son patron] que moi, puisque c'est lui qui fixe son salaire et son bonus. Et au niveau des unités, les gens n'ont pas d'objectifs Groupe. Ils développent les activités des unités plutôt que du Groupe. Je sais très bien que le client passe d'abord et moi après (entretien avec le directeur de la R&D du Groupe, 01/07/09).

Par exemple, le directeur de la R&D du siège désirait mettre en place une politique de brevets de telle sorte que les unités enregistrent leurs innovations, mais les directeurs de sociétés n'en voyaient pas l'utilité.

Il n'y a pas de directive Groupe sur les brevets. On essaie de les motiver par tous les moyens : on a mis en place une espèce de récompense, quelques milliers d'euros, pour motiver à déposer plus de brevets. Ce n'est pas toujours bien perçu par les responsables d'unités. Le brevet est une distraction par rapport au travail au jour le jour, et ils craignent que l'on dépose plus de brevets que de besoin. Certains pensent que ça pourrait les détourner du travail au jour le jour. Chaque unité travaille avec un responsable de brevets extérieur, quelqu'un qui travaille dans un bureau et qui est chargé de le mettre en forme. Chaque unité a son bureau près d'eux. [...]

Q : Vous disiez que certaines entreprises n'étaient pas...

Notamment [en Angleterre]. [Le président] pensait que déposer des brevets ça ne lui rapporte rien et les gens pendant ce temps-là ne feront rien. Il a l'expérience des brevets passés et ils n'ont pas eu de retour dessus. Mais les brevets ça sert aussi à protéger mais on ne s'en rend pas compte. Ça n'apparaissait pas comme une priorité, c'était une perte de temps pour lui. Le fait de rémunérer les gens, ça allait conduire à déposer plus de brevets qu'il n'en faudrait pour le *business*. Ce n'était pas quelque chose pour laquelle ils étaient d'accord (entretien avec le directeur de la R&D du Groupe, 01/07/09).

Il voulait aussi qu'ils investissent dans certaines technologies mais les directeurs estimaient qu'ils auraient fait concurrence à leurs clients et qu'ils pouvaient toujours sous-traiter. Les managers devaient donc convaincre le PDG ou bien devenir insistants.

Q : Comment vous faites pour les pousser ?

On passe des coups de fils, on fait des e-mails, des réunions. On explique qu'on n'est pas d'accord. Y'a pas d'obligation, mais de par notre position ils font en sorte de modifier leur comportement. J'ai senti monter l'irritation chez eux. Mais on continue. [le directeur de la performance] remet une couche en passant par [le président de TAUK]. J'ai eu plusieurs fois la question « qu'est ce qu'il faut qu'on fasse pour que

t'arrêtes de nous embêter ? » (entretien avec le directeur de la R&D du Groupe, 01/07/09).

A cela il faut ajouter que les présidents d'unité freinaient toute centralisation supplémentaire. Le président de Technik était en franche opposition avec le siège de ce point de vue, ce qui contredisait d'ailleurs sa position antérieure. Il disait travailler pour le siège 50% de son temps et il trouvait que la structure n'était pas assez « claire » (doublons de compétence).

Q: What are the main problems that you face in your work?

To convince a customer? No... Time, also there is a reporting to Paris... We did the work as an independent company before, so this is quite a problem, reporting.

Q: Why is it a problem?

If you get the value of it, then yes. But reporting does not do this. Synergies did not happen in the three years! [...] Oh we have quite a bit of central power! The influence on structure... We were brought in a world that was already set-up. We have discussions once in a while, but no change happened (entretien avec président de Technik, 5/11/09).

Le président de TAUKE n'était pas aussi catégorique mais était aussi critique.

Q: So the interactions you have [with other companies] are more important?

It has in terms of meetings and calls yes. It has. That's driven a lot from [le PDG du Groupe]. If not it would be driven by business needs. It has pulled us together.

Q: Some people think there is too much reporting...

There is a risk of it. I don't think it's too much at the moment. Not me particularly, but it upsets people in the operating units. We do get irritated. I think we're on the verge of reporting too much, we need to be careful. I just had a call from [le directeur de la performance] [incompréhensible]. I usually tell Group "I remind you that people are busy here" (entretien avec le président de TAUKE, 13/01/09).

Seul le président de TASG semblait relativement satisfait de sa situation. On voit donc que les objectifs de « synergies » du siège entraient en contradiction avec le désir d'autonomie des unités, en particulier les deux plus puissantes. Comme l'a confié le directeur de la performance du Groupe: « le siège, tout le monde s'en fiche ! ». Mais ce freinage n'était pas systématique suivant les différentes fonctions stratégiques. Les unités étaient les plus rétives dans les domaines relatifs à l'expansion (la R&D et la V&M) et beaucoup moins dans les domaines plus proches de la restriction budgétaire ou de la performance immédiate comme la production, la finance et l'export. Pourquoi cette différence ? Une première réponse consiste à

dire que ce n'était pas la priorité du fonds d'investissement, particulièrement dans une période de crise où la réduction des coûts devenait un objectif cardinal<sup>1</sup>. Autrement dit, les fonctions dans lesquelles le siège était le plus faible étaient les fonctions dans lesquelles l'actionnaire n'exerçait pas une forte pression ou ne lui offrait pas un grand soutien. Comme on l'a vu au Chapitre IV, la fonction financière est en général tout de suite ciblée par les fonds d'investissement. Dès l'achat de TechnologieAvancée a été mis en place un système informatique de remontée de l'information financière. La fonction de production était aussi devenue stratégique pour Capital Investments, car le développement de la sous-traitance interne permettait de réduire le coût des solutions techniques en les faisant produire par la division asiatique. Mais c'est le cas de l'export qui est le plus exemplaire.

En effet, depuis la création de TechnologieAvancée, le groupe a subi un processus de bureaucratisation continue en ce qui concerne l'export. L'événement qui a déclenché ce processus était la découverte par Capital Investments du problème de respect de la législation américaine relative à l'ITAR à partir d'un grand client auquel Systémix était mêlé. Comme on l'a vu, le fonds d'investissement a pressé le management de trouver une solution à ce problème (cf. la lettre dont nous parlions dans le chapitre précédent) car l'actif nouvellement acquis pouvait perdre toute sa valeur et les investisseurs s'affoler. La solution a été d'entrer dans une procédure dite de *consent agreement* et d'employer un fonctionnaire du département d'Etat au sein du Groupe. Le *consent agreement*, pour faire simple, est une procédure qui se distingue d'une peine à proprement parler : le Groupe pouvait payer une amende telle qu'il aurait pu déposer le bilan ; ou bien être interdit, temporairement ou définitivement, de commerce avec des clients américains, ce qui serait revenu au même. Ici il s'agissait en quelque sorte de déclarer que l'on avait fauté et de faire la preuve de sa bonne volonté auprès de l'Etat américain pour montrer que cela ne se reproduirait plus (la société doit être « *compliant* »). La présence du fonctionnaire américain au siège s'expliquait donc par le fait qu'il devait mettre en place des procédures visant à ce que ces infractions ne se reproduisent pas à l'avenir. Ainsi a commencé un processus de bureaucratisation de l'activité d'exportation engagé d'abord à TASG, puis à TAUK, puis dans tout le Groupe. Cette rationalisation comportait plusieurs éléments : la création de bureaux d'export par le recrutement d'officiers

---

<sup>1</sup> Il s'agit d'une réponse partielle, puisqu'il faut prendre en compte le comportement stratégique des unités, comme nous allons le voir par la suite.

d'export (*export compliance officers*) ; la formation régulièrement renouvelée de ces officiers et des présidents d'unité par le fonctionnaire américain ; la mise en place de procédures pour contrôler la circulation d'information (technique et commerciale) au sein du Groupe et en dehors du Groupe ; des sanctions assorties au non respect des procédures, qui pouvaient varier selon les sociétés, puisque cela était du ressort de la « discipline » et donc des ressources humaines. En général il s'agissait d'une suspension, même si les personnes pouvaient se faire licencier. L'important est que ces procédures induisaient une intégration et une centralisation plus poussée du Groupe dans un sens précis. En effet, les bureaux d'export communiquaient entre eux et étaient très fortement liés au centre (à la différence des commerciaux, et plus encore des ingénieurs).

La fonction de l'export est donc un contre-exemple frappant des constats que l'on a pu faire concernant les fonctions de R&D et de V&M. Du fait de la forte contrainte externe de l'actionnaire, le siège était particulièrement puissant et arrivait à intégrer et centraliser le fonctionnement du Groupe par la force. Les sociétés abandonnaient leurs intérêts particuliers et se pliaient aux desiderata du siège. A l'inverse, les unités menaient une « drôle de guerre » dans les domaines techniques et commerciaux.

### **3) La drôle de guerre des unités**

A TechnologieAvancée, les unités entretenaient des relations peu coopératives, en particulier dans les secteurs-clés liés à l'expansion. En matière de R&D et de V&M, celles-ci agissaient indépendamment l'une de l'autre, voire au détriment l'une de l'autre. En dépit de toutes ses initiatives, la direction générale n'arrivait pas à favoriser leur coopération.

#### **a) L'apathie des ingénieurs**

Prenons tout d'abord la fonction de Recherche & Développement. Les relations entre les ingénieurs des différentes unités pouvaient globalement être qualifiées d'apathiques. Il existait des projets communs mais ils concernaient surtout la fonction « production » (*manufacturing*) et il s'agissait de sous-traitance interne dans laquelle les deux grosses sociétés anglaise et allemande déléguaient une partie de leur travail à TASG ou en Hongrie. Les ingénieurs étaient tout de même concernés dans ces cas, puisque le développement du produit était séparé en deux : le design est réalisé en Angleterre et en Allemagne, et

l'assemblage à TASG (qui faisait éventuellement produire le tout en Chine)<sup>1</sup>. Les ingénieurs déclaraient travailler en bonne intelligence avec leurs homologues, mais les projets étaient ponctués par des difficultés voire des arrêts qu'ils ne comprenaient pas et qui étaient souvent liés à des problèmes d'*export compliance*. Par exemple un projet entre TAUK et TASG a été arrêté temporairement, mais cet arrêt a été mal interprété. Il s'agissait de fabriquer un « affichage tête haute » pour un avion commercial.

There are several projects that have export compliance issue. Some are for a weapon sight, also a head-up display.

Q: What are those export compliance issues?

In one of our projects that I mentioned we are close to production. But at the last moment there was a “no call” because of some restriction with the US government. That affects the morale between teams. We are supplying one of the lenses and we are not allowed to ship an assembled product. The last conference, it was quite a sad one. There is nothing much we can do. There is so much resources and at the end it failed (entretien avec un ingénieur d'assemblage, TASG, 09/05/09).

En réalité il ne s'agissait pas d'un problème d'export mais d'un changement de spécification selon le président de TAUK.

The [modèle d'avion]? We designed in TAUK and manufacture it in Singapore. But the [modèle d'avion] is very late to being produced. They decided to have a new head-up display, so it hasn't been taken off Singapore, it's because they are late. [*Un peu embarrassé, dit qu'il va en parler à son homologue singapourien, que c'est un problème de communication*]. (entretien avec le président de TAUK, 13/01/09).

Une autre coopération entre TASG et TAUK a été arrêtée. La cause de l'arrêt était un vague problème d'export.

Il y a un projet de développer quelque chose pour [l'Angleterre]. Ils ont développé jusqu'à présent et on va reprendre la main. On a envoyé une équipe là-bas. La semaine prochaine [l'Angleterre] envoie une équipe ici pour faire la FAT [*Final Acceptance Test*]. Ils vont nous expliquer comment les procédures de test fonctionnent sur ce produit là. Je ne sens pas de difficulté.

Q : C'est le projet de [affichage tête haute] ?

[l'Angleterre] a voulu transférer un autre produit. On a voulu le faire en avance de phase. On travaille sur des informations pas exportables et on va mettre la pression sur le client. On est quasiment arrivés à la phase de prototype. Le client donne son autorisation pour le transfert et il ne l'a pas donné. [l'Angleterre] n'a pas fait de

---

<sup>1</sup> Les sociétés avec ou sans l'accord du siège, partagent les gains ou les coûts.

réention d'information mais pour des raisons externes, ça a été avorté. La collaboration était très bonne, on avait des échanges hebdomadaires.

Q : Tu sais pourquoi ça s'est terminé ?

Non, c'est une décision qui se joue très haut. C'est une question politique plus que technique. Ça va très loin (entretien avec un ingénieur de test, TASG, 10/05/09).

Il y avait donc quelques rares chaînes de production transnationales à travers le groupe, mais peu de coopérations de R&D à proprement parler. Le directeur de la R&D du Groupe organisait des séminaires de R&D au siège à date variable. Mais ceux-ci n'étaient pas considérés comme très fructueux, en particulier de la part de l'Angleterre et de l'Allemagne. Les ingénieurs de TAUk disaient qu'ils recevaient peu de ce séminaire comparé au temps que cela leur prenait.

It's a good idea in principle. I don't think they achieve anything. I think Group has to find ways of leading. I shared my opinion with [le directeur de la R&D du Groupe] and [le directeur de la performance du Groupe] at the seminar on this.

Q: They don't achieve anything?

It's good to meet other people and it raises awareness to what happens but I can't think... If we want to work together we need to find something to do and everybody is busy with their own needs. I think they could be useful but they are not. [...] Somebody has to be a leader and take his responsibility. That's difficult when there is such a number of different companies and cultures. Everybody in the company is busy... For example if something terrible is going to happen, let's say if some terrorist captures [le PDG du Groupe] and kills him unless five companies work together, somebody will become a lead and say "you need to fly to Paris and Munich" and we'll do it. But it's not possible because there is no motivation and lead to do it, and it doesn't happen. The example is a bit stupid but it shows that if it was vital we'd find a way to work together. But if it's just nice to do, it gets put on the list and it's never done (entretien avec le directeur des projets de TAUk, 23/04/09).

We tend to have meetings when we *need* to and not on a regular basis. We have large meetings every 6 or 9 months where the group, the whole technology group meets. And that meeting is led by [le directeur de la R&D du Groupe] with people presenting papers. It's like an internal technical seminar. [...]

Q: What do you think of such seminars?

They're useful and necessary. But we don't get most value from them. The difficulty is making full use of Group capabilities as in some levels. For example [l'Angleterre] is very busy so we are subcontracting to TASG and Hungary. But on technical matters we don't do this much cooperation. I see two reasons: first, we are very careful of transmitting information. Because ITAR which demands a process for transmitting data. Also we are busy so that it's difficult to stop and think. It is true at the moment where TechnologieAvancée is very busy (entretien avec le directeur technique de TAUk, 21/04/09).



En plus du manque de temps, les ingénieurs de Technik et de Singapour disaient que TAUK était peu désireux de partager ses connaissances à cause de l'ITAR.

We have this R&D seminar two times a year. I have good contact with the colleagues in Göttingen but not so good contacts with colleagues in TAUK. It's not so good as it should be. We discuss sometimes some projects but in reality it's not so much... In the project area we do something but it's not as much. There is many restrictions: ITAR issue, it's complicated to manage this. It's not very clear how we do these things. People are open to discuss but in their daily work, they are working in daily customer projects. And if they do something, it's an additional work. It's difficult to handle these additional activities (entretien avec un directeur de BU, Technik, 28/04/09).

Q: What do you think of the R&D seminar?

There are some good points. We hear of new things that we might not have heard of. But there is a limitation because we are in the defence industries. It's not exportable. We cannot get the details of it. The most criticable aspect is that. The willingness to share is very good but we are constraint to share.

Q: Do you have an example of that?

Yes. In few of the infra-red optics, some are used for military applications. QUK is very strong in it but we cannot just write an e-mail and they say it to me! [rires] and I respect that... (entretien avec le directeur de la R&D de TASG, 03/06/09).

Le directeur de la R&D du Groupe avait aussi initié deux groupes de travail dans cette fonction : l'un sur la microrugosité et l'autre sur le design optique (*straylight analysis* plus particulièrement). Chaque groupe de travail se réunissait en *conference call* (« conf call ») pour discuter et devait ensuite réaliser des essais. Or ces tâches n'étaient pas considérées comme capitales par la direction et étaient repoussées à plus tard. De ce fait, le groupe de travail sur le design optique était « en sommeil » pour employer l'euphémisme du directeur de la R&D du siège<sup>1</sup>. Toujours selon lui, le groupe sur la microrugosité marchait relativement bien car c'était un problème auquel tout le monde était confronté et qui n'était pas stratégique.

L'idée a été lancée au moment de l'entrée de Technik. L'idée est de coopérer par exemple sur le design optique. C'est le moyen de tirer bénéfice des savoirs différents. Il y en a sur la métrologie, la microrugosité... Le groupe de travail sur l'optique a un peu travaillé. Il y a eu une formation commune à TAUK, Technik, TASG mais c'est en sommeil. Y'a que le groupe sur la microrugosité qui travaille.[...] Pour que ça

---

<sup>1</sup> Il avouera plus tard en réunion que le projet s'est arrêté car un très haut manager de l'entreprise allemande a dit que cela comportait des enjeux d'*export compliance*.

marche il faut que ça soit gagnant-gagnant : ne pas perdre de savoir, et en gagner. C'est pas forcément poussé au sein des leurs unités. En général, un client a plus de poids que nous. Pour la microrugosité, ils ont tous le même problème, puisque suivant l'instrument avec lequel on mesure, on mesure pas la même chose.

Q : Comment expliquez vous la différence entre le groupe de travail sur la microrugosité et le design optique ?

Quand on fait de la microrugosité, on peut mesurer du simple au double. Ça fait pas très sérieux. Aucun n'est capable de dire quelle est la bonne mesure. Y'a des chiffres pour voir que c'est pas bon. C'est des domaines où on est assez nouveaux. Les longueurs d'ondes d'UV, c'est un problème émergent, et les lasers on en utilise de plus en plus puissants. Personne ne se sent assez expert pour rester dans son coin.

Q : Et comment vous expliquez que le design optique soit en sommeil ?

C'est particulier, c'est des gens particuliers. Ils sont souvent assez bons. Il faut en avoir fait pendant une dizaine d'années. C'est vraiment de l'expérience. A la fin on devient très bon, mais ils le savent... Ils sont souvent pas faciles à gérer, dicit tous les responsables de R&D. Ils ont tendance à faire un peu ce qu'ils veulent (entretien avec le directeur de la R&D du Groupe, 01/07/09).

Les mêmes enjeux que pour les séminaires étaient évoqués dans le cas des groupes de travail (ici entre l'Allemagne et Singapour) :

Q: What about the R&D working groups?

We have just started. We started less than a month. First I saw some problems. For the other TechnologieAvancée companies they did not share a lot because of ITAR. But the last one was ok. I'm afraid all these ideas we could not realize because of capacities, ITAR... create a new project is difficult. For example I brought an idea to [le directeur de la R&D de TASG]. We have to make a joint-team. In principle he said yes, but who's paying? He does this at the moment because he has some time but I could not support him. Technik is looking for their return on investment: why should we spend money for them? (entretien avec le directeur de la R&D de Technik, 28/04/09).

De ce fait, les « synergies » de R&D, poussées par le centre, étaient très pauvres.

There are one or two key projects that the group is interested in. But they don't progress quickly enough. There is a lot of interaction by e-mails on specific projects. It's an interesting structure because [le directeur de la R&D du Group] advices what he wants us to do but there is no group funding available for example. The decisions tend to be made within the companies. For [him], it's difficult to have a lot of influence I think. At the end of the day we have to pay for the technology we develop. There is an attempt to get the companies working together but that hasn't been very successful. That's down to pressure on time: everybody is busy working on their own projects (entretien avec le directeur de la R&D de TAUk, 23/04/09).

Globalement, les échanges ponctuels d'informations ou d'ingénieurs concernaient plutôt Singapour et les autres sociétés, mais pas les sociétés les plus avancées dans leurs domaines, TAUK et Technik.

### **b) La concurrence des commerciaux**

Prenons maintenant la fonction Vente & Marketing. Il existait davantage de relations entre les commerciaux de différentes unités qu'entre les ingénieurs, mais ces relations étaient particulières. Celles-ci étaient marquées par une concurrence larvée ou ouverte. Pour spécifier la relation de concurrence, il faut préciser son objet, sa source et ses formes. Pour le dire de manière générale, l'objet de la concurrence entre commerciaux était l'accès aux clients et sa source était « l'information commerciale » : les visites que les commerciaux faisaient, les contacts qu'ils avaient, ou les applications que les clients développaient. Pour eux il était capital de savoir si tel client était déjà celui d'une des sociétés. S'il n'était pas au courant, un commercial pouvait faire concurrence à son homologue de manière involontaire (auquel cas le client pouvait en profiter). Il pouvait aussi le faire de manière volontaire. Les formes de cette concurrence étaient variées : il pouvait s'agir de cacher l'information commerciale (en ne disant pas que l'on a visité tel client par exemple) ; de barrer l'accès à tel client (en refusant de présenter son collègue au client) ; de contrôler l'accès à un client privilégié (en venant aux présentations d'un autre commercial, ou en exigeant d'être en copie de mail) ; de vendre les compétences de sa propre entreprise au détriment d'une autre ; de faire des cotations parallèles...

Q: How do you coordinate with other companies?

[rires] not very well! There is not a group direction to achieve that. It's [son poste] nothing more than KAM with all the accounts but on a bigger scale. It gets very complicated. We have an individual mentality in sales. We don't think of the Group. To create that sales presence is very difficult. It's very complex and inefficient right now. We would need it, because they—the customers—can see the conflict.

Q: Do you have an example of this?

I just had a meeting last week in [un client] with the senior manager. I invited [une autre unité disons XXX] into the meeting. As we start going through the capabilities and how they work, the person from XXX tried to interrupt the conversation. It was a constant battle. He tried to impose the XXX perspective, and have a direct conversation to what I can do. That can become a conflict. Some conflicts are also within the other international organization. TASG try to sell their capabilities. TAUK is not as bad as this, we try to flow out the info over the Group. We present as different companies who compete against each other. The customers, they don't know who to talk to or what activity they should get involved in, it's bad for business.

(entretien avec directeur commercial régional pour l'Amérique du Nord secteur défense, 21/05/09)

L'explication de ces comportements concurrentiels était relativement simple et composée de trois éléments. D'abord la *rémunération* : dans l'entreprise, les commerciaux étaient réputés être motivés par l'argent. Or ils étaient évalués de manière interne. Ils avaient des objectifs en termes de vente pour leur entreprise qu'ils devaient respecter. Comme on l'a vu, ils avaient aussi un bonus indexé en grande majorité aux résultats financiers de leur propre unité.

We are not a corporate company. We are independent companies. Technik is Technik, Singapore is TASG... there is not a group understanding. Not at each level of staff. I can e-mail Pierre, they have a group contact into [un client] at [l'Angleterre]. There is a weekly exchange of reports. I'm also interested into [ce client] although the contact has been done with TASG. I ask to share contact. I got it but you need to keep him in the loop so that he's aware. Possible that they say it's "our customer". At some point you can't select, it's tea or two, you just go there directly without the other ones. It's the same thing with other departments. When you all have the same target it's different. Technik is measured to Technik results, TASG to the TASG results... it's not easy [...] There are some advantages and disadvantages of such a structure. Where you get your pay-check from, we go. A third party don't have any force (entretien avec un KAM du secteur civil, TASG, 27/04/09).

Il y a ensuite une explication en termes de *biais cognitif*. La plus faible connaissance technique, la perte de réactivité et l'impossibilité de comprimer les coûts, font qu'il est plus difficile de traiter une commande en externe qu'en interne. Cela entraîne simplement une plus grande « charge mentale ». Le différentiel de connaissance en termes de compétences de son unité et de celles des autres, couplé à la distance organisationnelle entre commerciaux et ingénieurs, biaise le jugement du commercial en faveur de sa propre unité, même si celui-ci fait preuve de bonne volonté.

[le KAM] should collect the info and bring that info into one reporting to the VP and so he's talking with different companies.

Q: Why is it difficult to know which channel?

He does not know about the specialities of the different companies in detail. And he cannot because he belongs to one company. He knows his company is the best and he's also... [réfléchit beaucoup] It's one of the important things (entretien avec le directeur de la R&D de Technik, 28/04/09)

Il y a enfin une explication en termes de sentiment d'*appartenance*. Dans les unités étudiées, les commerciaux étaient considérés comme des « individualistes » mais nous avons eu au

contraire l'impression qu'ils montraient une forte loyauté envers leur propre unité. Qu'ils soient américains ou allemands, certains pensaient que vendre pour leur entreprise était une sorte de devoir.

You fear that if you give a contact they will contact this customer and sell around you. That they will sell Technik capabilities. All the salespeople are driven by "money" you could say. I'm not much driven by bonus but I was employed in TASG to sell TASG products and they're going to say "Why are you selling products for Technik?". The only thing I bring to the party is my contacts (entretien avec un commercial du secteur civil, TASG, 14/04/09).

A propos d'un problème avec ses bonus, un commercial de TASG déclarait "*It's not a real problem. The bonus is a nice topic but at the end of the day you need to do your work*". Le dispositif du KAM était censé réduire ces conflits entre commerciaux mais en fait il n'y contribuait pas. Le directeur commercial du Groupe pour le secteur de la défense disait que ce n'était pas une tâche plébiscitée dans l'entreprise. En fait l'opinion sur ce système se répartissait assez régulièrement suivant les unités. Les unités les plus avancées technologiquement y étaient favorables tandis que les unités les moins avancées y étaient plutôt défavorables. On peut à cet égard contraster l'opinion des commerciaux de TAUK et ceux de TASG.

Q: What do you think of this position?

It's something I did anyway. To look at the key account that way, it's a useful thing. I'm not the only person that deals with [son client]. We need to gather information. It sets a format, it gives a month by month visibility.

Q: Are there any conflicts over [ce client]?

No.

Q: Does it take too much time?

No. It's a day to day activity anyway. Producing the report is not very difficult (un KAM du secteur défense, TAUK, 24/04/09).

Ce commercial anglais, KAM pour une grande entreprise de défense, interprète son rôle comme celui d'un « chef ».

We are agreeing the territories to ensure that we don't compete against each other. We set up a lead for a company or a customer. It's prearranged. We discuss trends, market trends. And technologies that we are doing, so we get the cross-fertilization of ideas.[...] It's important and necessary. Any group customer who buys from more than one company, we need to have somebody who is ensuring to prevent conflict. We present a single company to the customer.[...] There is a customer in Glasgow.

He deals with TAUK and in parallel he deals with TASG. This needs to be addressed. Another example: XXX. I am the KAM and TASG, [une unité qui dépend d'elle] and TAUK go through me. I ensure that there is no conflict. We coordinate the approach. I have no problem of TASG visiting them if I'm aware of it and I will go with them. [...] The other divisions deal with them but they keep me informed. It's a benefit to them because I keep them apprised of the business. But in return I don't expect them to pitch the business for them (un KAM du secteur défense, TAUK, 21/04/09).

Voici l'opinion d'un développeur d'affaire rattaché à Singapour :

Q : Que pensez-vous du KAM ?

[Il réfléchit]. C'est un pansement. Ça illustre ce que j'avais évoqué tout à l'heure. On va pas éviter les situations en termes de concurrence. J'étais là depuis deux jours et ce que je vois c'est qu'on m'a donné des notices que je suis censé remplir. Je l'ai pas fait, et je sais pas l'utilisation qui en est faite. Est-ce qu'il aurait pas été intelligent de faire des *sales* au niveau du groupe complet ? Et là on fait le contraire ! Des gens font du *business* au niveau divisions ou usines. Alors si c'est à la mode [anglaise], je me fais engueuler ! Je l'ai vu l'autre jour. Avec [le Groupe] et [un client] il y avait un *business review meeting*, c'est l'occasion pour [le Groupe] de voir le *business* [du client]. On attend de moi que j'y aille ! J'ai dit que la présentation c'est l'anglais qui la fait et montrez la moi avant. Mais le mec était suspendu. C'est du gâchis. Car le KAM n'a rendu compte que du *business* avec [l'Angleterre], il n'a pas fait de synthèse. L'usine UK n'a parlé que de UK. [Le client] a dit qu'il aurait fallu faire une présentation spécifique pour Singapour. Si c'est ça, garder le business sous contrôle, c'est une vaste connerie ! (directeur du développement d'affaires pour l'Europe, TASG, 19/05/09).

Comme le suggère cette citation, des KAM étaient directement impliqués dans des conflits alors que leur rôle officiel était celui de coordinateur. Il faut en effet comprendre que le dispositif du KAM créait une situation nouvelle de hiérarchisation interne des commerciaux, ou du moins de point de passage obligé par le KAM. Il était tentant pour les commerciaux de rétablir la situation antérieure en court-circuitant le KAM ; il était tentant pour les clients de faire de même pour jouer sur la concurrence. En effet, la position organisationnelle du KAM était spéciale. C'était en quelque sorte la « face » du groupe. Vis-à-vis de ses collègues, il était en position d'un *tertius gaudens* qui pouvait tenter de maintenir vides les trous structurels créés par cette hiérarchisation. Au niveau de ses relations avec ses supérieurs, on a vu que sa position était celle d'une double subordination : il était à la fois rattaché à son unité par son président, et au Groupe par le vice-président commercial (cf. Chapitre VII Figure 4). Ces deux caractéristiques de sa position organisationnelle créaient chez lui un dilemme moral tout à fait classique. Deux lignes de conduite s'offraient à lui lorsqu'une commande potentielle se présentait : soit la garder pour alimenter son unité en chiffre d'affaires, soit la passer à l'unité

la plus compétente. Autrement dit il devait choisir entre l'intérêt particulier de son unité et l'intérêt général du Groupe. Ce dilemme moral était bien identifié par le vice-président commercial civil et le président de la société singapourienne.

The task is to spend enough time to look for business for other companies. If the guy is doing business for his company, you can see the profit and this is appreciated by the directors. Whereas if he sells for another company he doesn't see the benefit. We developed a bonus system but it's not sufficient. In these times, where the word "bonus" is a bad word for the banks... In the US you have a bonus 50% or more of your income. Here it is lower, it is not a sufficient incitation. In the key account process, you have to convince people, and it gets more successful. If we wanted, we could increase the bonus, but it'll change the system: he would spend most of his time working for other companies, and then he would get in trouble with his VP. We have to find a balance (entretien avec le directeur commercial du Groupe du secteur civil, 24/03/09)

Obviously, the ability of the KAM is centered on themselves. We have let's say 10 or 15 KA, they are all from the unit. He has to bring customers to the other units. The conflict will be in his mind: is he a KAM or M&S of TASG? That is a soft issue, a psychological issue. He is wearing two hats, so to be efficient is difficult. You have a dual personality. That comes to the weakness of the person.

Q: Do you have an example of this?

It's a decision-making role. Let's say Patrick, he sells a drawing to a customer. "is it for TASG or X?". If he thinks it's best suited for another company he will do it. But you can't ask all the units if they can do it. He has to make a quick decision. Because if he can't do his quota [de ventes] in TASG, of course he will say "yeah quote it". It's a question of balance (entretien avec le president de TASG, 12/11/09).

En réalité, la balance penchait plutôt du côté du particularisme que de l'universalisme. Dans certains cas les KAM essayaient de limiter la pénétration des commerciaux des autres unités chez leurs clients. Trois raisons étaient évoquées par eux pour justifier l'interprétation de leur rôle en termes de « chef » et leur réticence à passer une affaire à leurs collègues : soit l'unité rivale n'était pas assez compétente, soit le client n'était pas encore assez en confiance, soit il y avait des problèmes d'exportation liés à l'ITAR.

### **c) L'agenda stratégique des unités**

En ce qui concerne ces deux secteurs clés, l'absence de coopération était au moins en partie intentionnelle et subordonnée à l'agenda stratégique des unités. L'opportunité de ces coopérations était évaluée par les cadres dirigeants des unités selon leur utilité pour accroître leur puissance (parts de marché) ou du moins éviter de la perdre. En effet la puissance ou la

faiblesse des unités était indexée sur leur position dans la chaîne de valeur. L'unité singapourienne était située au niveau des composants et des modules, tandis que les unités anglaises et allemandes l'étaient au niveau des modules et des systèmes<sup>1</sup>. On peut donc comprendre pourquoi TAUK et Technik étaient si réticents à partager leurs connaissances.

There is also a concern about giving away too much technical information even if it stays within the Group. For example ourselves TechnologieAvancée and Technik were previous competitors in some areas. There is some reluctance to share information. No one is sure that in a few years time we would be competing again.

Q: What areas were you competitors?

Mainly in avionic displays. A little bit in the infra-red but not very much. I've certainly detected a reluctance in Technik to share technical information which I think is natural.

Q: What form does this reluctance take?

When we have the Group technical meeting we present interesting presentations on what we're developing without any detail. Everyone is recognizing there is a benefit from it. But whenever it comes to identifying projects either we can't agree on a good project or when we do there is very little progress. There are many debates about why this is... To me, we have to find something beneficial to everybody. It won't give one party a significant advantage over another (entretien avec le directeur de la R&D de TAUK, 23/04/09).

Selon que les ingénieurs étaient « simples ingénieurs » ou bien « *managers* » et « *directors* », on était confronté à deux attitudes différentes en ce qui concerne la coopération entre unités. Les ingénieurs de rang inférieur avaient à son égard une attitude très positive, car ils pouvaient espérer apprendre et trouver des solutions aux problèmes auxquels ils avaient à faire face tous les jours. Mais les directeurs de R&D étaient beaucoup plus réticents. Les initiatives du siège risquaient de leur faire perdre un avantage concurrentiel. A cet égard, le choix des thèmes pour le séminaire de R&D était particulièrement épineux.

There is a kind of defensiveness and it needs a sufficient leadership. We have 20 different projects here, you can't have all those in Group. You need to concentrate on two or three. It's important to be a success, not to have a lot.

Q: What do you mean by leadership?

In one area, the senior technology have to be leaders. That's [le directeur de la R&D du Groupe], [le directeur des projets de TAUK] and [le directeur de la R&D de TASG] and... I can't think of the Technik guys.

---

<sup>1</sup> Ceci recoupe une distinction entre produits à faible valeur ajoutée contre produits à forte valeur ajoutée et produits intensifs en travail contre produits intensifs en capital.



Q: How do you explain this defensiveness?

Each company has its own technologies. Giving them away would give opportunities to other companies. More importantly if there is a share giving, there will be less resistance. Not a single company should be always giving (entretien avec le PDG de TAUKE, 13/01/09).

Lors d'une conversation, le directeur de la R&D nous a dit qu'il avait proposé certains thèmes mais que ceux-ci avaient été refusés par les unités. Comme ces thèmes étaient négociés par les unités, ceux qui ressortaient des débats restaient très généraux. De plus, ce directeur avait constitué un trombinoscope des designers optiques avec des personnes de référence à contacter dans tout le Groupe en cas de problème technique difficile à résoudre. Selon lui, les ingénieurs n'avaient pas l'air de s'en servir ou de s'en rappeler. Son hypothèse était que les directeurs ne l'avaient pas diffusé en interne. Toujours selon lui, Technik refusait d'en faire un pour le design mécanique. Or, dans ce genre de secteur, l'avantage comparatif est fondé sur des savoirs implicites qui s'acquièrent par l'expérience et qui relèvent plus du « tour de main » que des théories et même des outils.

Au niveau optique y'a le design (les plans, la matière) et la réalisation de ces optiques. Mais c'est moins simple que ça en a l'air. Quelqu'un qui a déjà vu ces problèmes peut aider une unité qui a des problèmes. Dans certains cas, on fait du verre moulé, ça peut créer des contraintes qui font que les propriétés optiques sont pas les bonnes. Celui qui a trouvé la solution à ce problème, il peut le dire. C'est des recettes qui semblent toutes bêtes.

Q : C'est des plans, des choses comme ça ?

Ça on sait. Par contre, le temps qu'on a mis pour trouver le procédé, c'est beaucoup plus dur à estimer. Une fois la solution trouvée, ça a l'air évident. [En Angleterre], ils ont développé un procédé pour souder du saphir sur des métaux, ce n'est pas immédiat. C'est vraiment un savoir-faire, comme un artisan. [...] Certaines optiques nécessitent un polissage très fin. C'est très particulier, c'est des miroirs pour des laser et des UV. Y'a des gens de Singapour qui ont passé quelques mois dans un laboratoire d'Australie pour apprendre ça. Mais s'ils devaient expliquer ça à quelqu'un d'autre du Groupe, ça serait un transfert de technologie.

Q : S'ils passent un coup de fil pour dire « faut faire ci et ça » ?

Oui... A une époque, Singapour faisait de l'usinage sur du Germanium et ils avaient des marches sur leurs lentilles au lieu que ce soit lisse. Ils ont appelé [l'Angleterre], qui ont dit « on a pas le droit de vous le dire parce que c'est ITAR ». C'est pas dramatique comme problème, mais il faut passer le temps dessus (entretien avec le directeur de la R&D du Groupe, 01/07/09).

De ce fait, les coopérations qui marchaient n'étaient pas les plus « utiles » aux unités. Il n'est donc pas étonnant que les ingénieurs trouvaient que le partage d'information était une perte de temps et que le siège était impuissant dans ce domaine.

We are working on a project on stray-light. It's light that causes ghost images in your system. Both Technik and ourselves need data on certain properties of lenses. We're working to get that data but that's a generic requirement. It won't give any company an advantage. For example we suggested working on another topic: developing diffractive optics further. There is a huge reluctance from Technik to do that because they feel that you could apply that on a particular product we could compete in the future. It seems to me that [le directeur de la R&D du Groupe] is unable to insist that we work on that project even though it'll be a benefit for TechnologieAvancée. He can suggest it but he can't make it happen (entretien avec le directeur de la R&D de TAUK, 23/04/09).

De plus l'unité singapourienne adoptait un comportement de *challenger* : elle avait acheté une capacité industrielle pour réaliser des solutions plus sophistiquées et désirait se servir des coopérations de R&D avec les autres unités pour acquérir des connaissances qui lui manquaient<sup>1</sup>. Ainsi du point de vue des unités occidentales, l'unité singapourienne constituait une menace dont le siège encourageait le développement. De fait, le siège voulait rééquilibrer les relations de pouvoir entre les unités, puisque concevoir et fabriquer plus de solutions en Asie, où les coûts sont plus faibles, pouvait augmenter les marges. A en juger par les échanges de primes, c'était effectivement la division asiatique qui profitait le plus de ces coopérations (TASG et TAPI) :

Tableau 51 : échanges de primes entre unités, 2008

<i>Donne/reçoit</i>	<b>TAUK</b>	<b>Technik</b>	<b>TASG</b>	<b>Technics</b>	<b>TAPI</b>
<b>TAUK</b>	-		500 SGD		
<b>Technik</b>		-	1 000 €	1000 £	1 500 €
<b>TASG</b>	4000 £	1 000 €	-		
<b>Technics</b>				-	
<b>TAPI</b>					-

Note de lecture: ce tableau décrit les échanges de primes et non d'affaires. Les primes circulent dans le sens inverse des affaires. Par exemple si TASG a donné 4000 £ de prime à TAUK, c'est que TAUK lui a donné un contrat important. A l'inverse, TAUK n'a donné que 500 SGD de prime à TASG.

<sup>1</sup> TASG était en effet la seule grosse unité relativement satisfaite des coopérations de R&D et de V&M, mis à part les problèmes d'interruption et autres.

Les unités occidentales développaient des stratégies différentes pour gérer cette menace orientale. La stratégie allemande était relativement radicale puisqu'elle consistait à limiter les interfaces avec Singapour. La stratégie anglaise était plus subtile : elle consistait à développer la sous-traitance interne plutôt que de perdre le marché.

Q: What are the areas that are competing?

There are a few in the commercial area, but I'm not sure what... In defence, for example when I was in Systemix, there was an increasing capability in Singapore. And the work done in TAUk now goes to Singapore. There's the head-up display area. Quite frankly the work in Singapore will go anywhere, to somebody else. We try to embrace that. I hope we're doing that. But as you go down in the organization, people don't think that way (entretien avec le PDG de TAUk, 13/01/09).

L'Angleterre réussissait à maintenir Singapour sous sa dépendance en lui déléguant la fabrication et en gardant la conception, ou bien déléguant le design mécanique mais en gardant le design optique qui est plus pointu. Si les unités occidentales craignaient toutes la montée en gamme de l'unité singapourienne, celles-ci n'étaient pas alliées pour autant. Lorsque les entreprises sont positionnées au même niveau dans la chaîne de valeur et sur les mêmes segments de marché, des zones de conflits se développent sur des aires géographiques. Dans le groupe, les zones de conflits particulièrement intenses étaient l'Amérique du Nord et l'Europe Occidentale, où se trouvaient les plus gros clients. En Amérique du Nord, des conflits existaient entre des petites unités rattachées à l'Angleterre, l'Allemagne et Singapour sur le marché civil. Le directeur commercial régional était même partie prenante de ces conflits, ainsi que deux amis proches et anciens collègues.

Some constant problems: there is company conflict with Technik and TASG because we have a crossover of capability. Our sales organization is separate and salespeople are driven by target. Sometimes we want to win business at the expense of the other. Sometimes we are visiting the same customer knowingly or not knowingly. We have to figure this out. We could make smaller teams to solve that. However it involves John from Technik, and I don't know if he will disseminate the business. I don't know if he would take the ball and run. Right now with the guy in Florida we don't work together. I don't want to tell him too much, and that's a problem.[...] I'm sitting in the precision optics division who is managed by one VP in China and the other one is [rattachée à l'unité allemande]. Everyone is in optical systems and I'm in precision optics. So we're outnumbered. If we're employing this vocabulary, we're competing and they have more soldiers on the field. They're on an account before me. Plus, Technik's organization is market based whereas TASG is geography based. I cover all markets. When John and I [?] there were information we held back because we feared that they would go into the account. So we hold it for ourselves. We got to find ways to break those barriers. [...] You fear that if you give a contact they will contact this customer and sell around you. That they will sell Technik's capabilities. All the

salespeople are driven by “money” you could say. I’m not much driven by bonus but I was employed in TASG to sell TASG's products and they’re going to say “Why are you selling products for Technik?”. The only thing I bring to the party is my contacts (un KAM du secteur civil, TASG, 14/04/09).

C’était en Europe Occidentale que la menace singapourienne était ressentie le plus vivement, en particulier sur le marché militaire.

Q: What are the things that could ameliorate your work?

More sharing information. We do talk to some customers at the same time. We need to improve our communication. So that we don’t run the risk of embarrassing each other. For example now I talk to a customer that [l’Angleterre] already has. Right now it’s a bit difficult, we are a little bit protective. More open communication would be better.

Q: Do you have an example?

I won’t tell who it is but one of my customers that is new to me is already one customer of a business manager in the group. He’s reluctant to share information because he wants control on it.

Q: Are they just reluctant or do they try to stop you?

Sometimes they stop us.

Q How?

By not making the introduction, so we will have to do it (entretien avec un commercial, TASG, 03/04/09).

Cette unité avait débauché un nouveau *business developer* d’une grande entreprise française. Il faisait feu de tout bois dans le groupe.

Y’a quand même une situation de concurrence : ce qui se passe c’est que Singapour, qui n’avait pas de capacités industrielles a récupéré les capacités d’un centre optique là-bas. J’essaie de raccrocher ça avec des projets clients. Les gens de [l’Angleterre] sont très compétents dans ce secteur, ça pose des problèmes. Ils ont tendance à centraliser les affaires et distribuer les bons points. Je l’entends pas de cette manière et les clients non plus, puisque les prix ne sont pas très compétitifs. Je suis pas soustraitant de [l’Angleterre] ! Et ça, ça pose un problème aux UK. Je les ai rencontré avec mon équipe. On a essayé de voir qui était bien introduit déjà. Inévitablement ils étaient biens introduits un peu partout. Mais mon équipier pour le UK doit aussi pouvoir faire du *business*. [...] [l’unité anglaise] ne l’aide pas beaucoup, il est dans l’ombre de TAUK. Pour un certain nombre d’affaires, on travaille dans l’ombre de TAUK. Une difficulté avec les gens de UK, c’est qu’ils vont contrôler l’Europe. Je discutais de ça avec Steven un soir en buvant une bière, et je lui demande « avec Johan, comment ça se passe ? ». Et il me répond « *don’t worry, it’s already covered in the UK* ». [...] Il faut couper le cordon avec TAUK. Il y a du *business* que TAUK ne voit pas. [...] Un autre exemple, les Hollandais dont je parlais. J’ai été consulté pour des lentilles. Cette entité demande des optiques standards et en plus on est en concurrence pour se bouffer les marges. La commande est pour TAUK mais leur

profil n'est pas favorable. Je dis aux gens de UK : « pour nous c'est bon ». Surtout que c'est stupide. J'ai écrit un petit mot au UK. Ils ont voulu garder l'affaire. Ils vont se faire bananer ! Ou alors ils vont garder la main et sous-traiter à Singapour. Mais ils vont pas être compétitifs. C'est un contre-exemple de synergie groupe (directeur du développement d'affaires pour l'Europe, TASG, 19/05/09).

Son attitude de *challenger* ne manquait pas d'irriter jusqu'au président de l'unité anglaise, car il « marchait sur ses plates-bandes » selon le mot du directeur de la performance :

Q: What do you think of KAM?

It's ok. It needs to be looked at and conflicts to be discussed. If there are issues, [le président de TASG], [le président de Technik] and I need to talk. Overall for defence it works pretty well. I hear some more concerns about commercial.

Q: Do you have any example of this?

One of [le président de TASG]'s guys went in to [un client] in the UK to talk to the managers [il fait référence à l'interviewé précédent]. And he didn't tell the KAM. It's not a big thing, but mistakes happen. Another one, he was going in the company in the US. Our customer found out about it and told us. There are little things that can become irritating (entretien avec le PDG de TAUK, 13/01/09).

Le projet de module d'affichage pour tête d'avion est un bon exemple de la rivalité sourde qui existait entre TAUK et TASG et de l'attitude de freinage de certains KAM. Le client s'était rendu compte qu'il était moins cher de concevoir ce produit à Singapour. TAUK n'a pas voulu passer l'affaire à TASG et a perdu le client dans un premier temps. Puis ils ont vu que c'était une solution possible et ont décidé de reprendre l'affaire en sous-traitant le design mécanique à TASG. Curieusement ce KAM a reçu une prime pour cette décision alors qu'il n'y était pas favorable au départ. Comme l'unité singapourienne disposait aussi d'une activité civile, elle entrait en concurrence avec les autres unités européennes sur ce marché.

Q: So you're passing the customers business?

Yes but if I do this a lot it makes the same problem. There is a competition. We try to avoid it in the face of the customer, this internal fighting. So that's what I've said, that I keep it. I still have internal conflicts with the others.

Q: Conflicts about what?

Money! Who gets the business. The decision on where those optics goes is difficult. TASG and someone like [son chef allemand] decide in the end. But sometimes it doesn't go to the cheapest one. If he decides it should go to TASG then I pass it [...]. TASG and Technik are always in conflict because they do some of the same things (entretien avec un KAM du secteur civil, 20/04/09).

On peut donc constater que les unités menaient entre elles une « drôle de guerre ». Elles étaient peu coopératives : tandis que les ingénieurs étaient apathiques vis-à-vis des projets communs, les commerciaux développaient une concurrence souterraine. Le siège, étant dans sa bulle et subissant le freinage des présidents d'unités, n'arrivait pas à favoriser la coopération dans ces domaines. Ce processus d'atomisation était redoublé par la dynamique interne de chaque unité.

## ***B - L'urgence dans les unités***

Nous nous situons maintenant au niveau des unités en examinant en particulier le système d'interdépendance formé par les commerciaux, les ingénieurs et la direction. Nous décrivons d'abord en quoi consiste le travail des commerciaux et des ingénieurs puis nous montrons qu'il existait une relation de pouvoir très asymétrique entre ces deux groupes d'acteurs au sein des unités dans un contexte d'urgence. Dans les processus de formation du budget, de cotation et d'ajustement technique, les ingénieurs avaient un faible poids. Cette asymétrie de pouvoir tendait à éloigner les unités de la recherche technologique pour aller vers la satisfaction immédiate du client.

### **1) Le travail de commercial et d'ingénieur**

Pour voir quelle était la dynamique interne des unités de TechnologieAvancée, il est nécessaire de se pencher plus en détail sur le travail des commerciaux et des ingénieurs (le travail de la direction était similaire à celui du siège à une moindre échelle).

#### **a) Le travail de commercial**

Premièrement, les *commerciaux*. D'un point de vue formel, les commerciaux avaient des rôles variés et variables. *Variés*, car ils pouvaient assumer le rôle d'ingénieur d'affaires (*sales engineer*), de développeur d'affaires (*business developer*) ou de directeur commercial (*business manager*). Ces rôles étaient différents en ce qui concerne leur niveau hiérarchique (du moins élevé au plus élevé)<sup>1</sup> et leur contenu : les ingénieurs d'affaires s'occupaient de la cotation et de la gestion continue de la relation au client, les développeurs d'affaires s'occupaient de rentrer des commandes au sein de l'entreprise, et les directeur commerciaux

---

<sup>1</sup> Encore que les *business developers* ont un statut assez particulier.

de gérer la relation au client et l'activité des autres commerciaux. Les rôles étaient aussi *variables*, car il apparaissait que leur spécialisation n'était pas du tout rigide. Un commercial spécialisé dans la défense pouvait aussi, dans une certaine mesure, vendre à une entreprise du secteur civil (et inversement) ou aller dans un territoire différent du sien (même si la spécialisation par territoire semblait plus fixe). De plus ils semblaient entretenir des relations peu hiérarchiques entre eux. Cette variabilité des rôles peut se comprendre par le fait que les commerciaux (en fait les développeurs d'affaires) se situaient à la frontière de l'organisation. En effet, ils n'étaient pratiquement jamais dans l'entreprise où ils travaillaient, étant continuellement en train de voyager pour rencontrer les clients. Ils n'avaient pas de bureaux ou travaillaient de chez eux. Certains *business developers* avaient même leur propre société constituée en filiale de celle à laquelle ils transmettaient les commandes. De plus, les développeurs d'affaires étaient fréquemment localisés à des kilomètres de leur société, de telle sorte qu'ils avaient parfois du mal à savoir ce qu'il s'y passait (un commercial nous avait signalé qu'il n'était même pas sur les mémos de son entreprise). L'environnement des commerciaux était donc marqué par une mobilité (ils étaient souvent en déplacement) et une individualisation (ils étaient souvent seuls) très importante. Ils se rencontraient à l'occasion des foires internationales d'optique ou de l'armement, lorsqu'ils travaillaient sur le même territoire, ou lorsqu'ils rendaient visite au même client.

Pour décrire le travail de commercial, nous allons nous référer essentiellement au cas des développeurs d'affaire, pour deux raisons. En plus de leur travail de management, les directeurs commerciaux assumaient parfois ce rôle ; le développement d'affaires (*business development*) nous apparaît comme un travail de vente pur, dépouillé d'autres activités. De plus, lorsque l'on demandait à un commercial de décrire son travail, celui-ci faisait toujours appel à la distinction entre « clients existants » (*existing customers*) et « nouveaux clients » (*new customers*). La relation au client existant requiert une gestion relativement routinière, tandis que la relation aux nouveaux clients nous apparaît comme étant celle où le travail de vente se présente dans sa forme la plus pure. Nous nous fonderons donc aussi en majorité sur cette observation . Les commerciaux pensaient leur travail de vente selon deux grandes perspectives. L'une consistait à trouver des besoins et relevait du vocabulaire de l'aide (« *to help our customer* ») ou du soutien (*customer support*). L'autre était plus agressive et consistait à placer des commandes. Elle était pensée dans les termes de l'infiltration (« *to get into a program* ») ou de la lutte (« *beat the competition* »). Dans tous les cas, le travail de

vente consistait à trouver l'endroit où pouvait s'opérer un ajustement (*fit* ou *matching*) entre les « besoins » (*needs*) du client (ce qu'il voulait) et les « compétences » (*capabilities*) de leur société (ce qu'ils savaient faire).

Nous ne pouvons décrire concrètement comment se passe cet ajustement car il se réalise dans l'interaction (lors des présentations au client) et cela aurait demandé une autre méthode et une autre unité d'analyse que les nôtres. Nous pouvons cependant donner des éléments sur ce qu'il se passe avant et après. Les commerciaux mettaient en œuvre un certain nombre de stratégies pour trouver ces points d'ajustements. Nous présentons ces stratégies en ordre chronologique. D'abord, les commerciaux devaient récolter un maximum d'informations sur ce qu'ils estimaient être leur marché. Ils essayaient de chercher *quelles étaient les (nouvelles) applications* qui requerraient des produits de leur entreprise et quels clients fabriquaient (ou prévoyaient de fabriquer) ces applications. Un bon atout dans ce jeu était de connaître les personnes influentes dans ces entreprises et le département de R&D de chacune. S'ils ne connaissaient pas ces personnes, une tâche capitale était de *trouver des noms*. La simple observation du bureau du directeur commercial du siège pour le secteur de la défense montrait que celui-ci était rempli de post-it ou d'e-mails avec des noms et des numéros de téléphone. Faire ces deux choses nécessitait aussi de *fréquenter les milieux* de l'optique ou de la défense : les foires, les colloques, les associations, les revues... Ensuite, une fois que les commerciaux avaient rassemblé ces informations, ils devaient contacter le client qu'ils visaient. Cela passait par la double épreuve de l'appel anonyme (*cold call*) et de la présentation Powerpoint. Nous n'avons pas beaucoup d'éléments pour décrire ce qu'il se passait dans ces moments-là, à part le fait que le commercial devait être bien préparé pour opérer son ajustement : il devait connaître les applications du client pour lui expliquer, en un temps restreint, en quoi il lui était nécessaire. Enfin, le commercial pouvait mettre en œuvre une stratégie très simple : la répétition. Contacter le client plusieurs fois ou faire de multiples présentations à intervalles réguliers en essayant à chaque fois de présenter de nouvelles choses. Une autre stratégie, que le commercial opérait dans tous les cas, était la liaison : il s'agissait de mettre en contact les ingénieurs du client avec les ingénieurs de l'unité, à charge pour eux d'opérer des ajustements plus fins.



## b) Le travail d'ingénieur

Deuxièmement, les *ingénieurs*. A la différence des commerciaux, les ingénieurs avaient des rôles plus variés, mais moins variables. Ils avaient des rôles *plus variés*, car en plus d'une spécialisation hiérarchique, ils étaient spécialisés dans certaines phases de développement selon une division horizontale du travail : ingénieurs de design optique, ingénieur d'assemblage, ingénieur de test etc. ils étaient aussi spécialisés, en ce qui concerne plus particulièrement les designers, en domaines de compétence technique (« métiers ») : *straylight*, infra-rouge, laser... Mais leurs rôles étaient *moins variables* car leur spécialisation à certains stades du développement était plus rigide que la spécialisation des commerciaux dans certains marchés (ceci était moins vrai pour leur spécialisation en domaines d'expertise car ils connaissaient tous l'optique « générale »). Les ingénieurs s'opposaient aussi aux commerciaux en ce qu'ils étaient situés au cœur de l'organisation. Ce sont eux qui concevaient les produits et fabriquaient le prototype en commandant des pièces aux acheteurs, et assuraient la continuité entre l'amont (les besoins des clients) et l'aval (le produit livrable). Contrairement à ce que l'on pourrait penser, les ingénieurs évoluent dans un environnement assez turbulent : la description de leur travail était marquée par la nécessité de tenir les délais et par l'irruption incessante de problèmes techniques. Les ingénieurs avaient aussi des liens à l'extérieur de l'organisation : réseaux professionnels, universités, instituts de recherche...

En l'absence d'observation, la description du travail d'ingénieur optique paraît assez difficile. Dans ses caractéristiques les plus générales, leur travail consistait en deux choses. D'une part, à concevoir et fabriquer un prototype qui répondait aux spécifications techniques exigées par le client. Schématiquement, les ingénieurs partaient d'un formulaire de spécifications (« specs ») ou de dessins fournis par le commercial qui décrivait formellement les caractéristiques du produit/de la demande du client. A partir de là, les designers essayaient de réaliser ces spécifications en faisant le plan d'un système optique (taille des lentilles, dispositions, propriétés optiques...). Les designers mécaniques intervenaient sur ce système optique en concevant un mécanisme par lequel les lentilles se combinent. Quelquefois, le système optique requerrait aussi de l'électronique. Les ingénieurs d'assemblage devaient concevoir des fixations et des scellages qui alignaient les lentilles de la manière désirée. En bout de course, on aboutissait à un prototype, sur lequel les ingénieurs de test faisaient tourner une batterie de tests pour vérifier que les spécifications étaient remplies, que les performances étaient atteintes et que la résistance était bonne.

D'autre part, leur travail consistait à résoudre les problèmes qui survenaient au cours du développement ou quand le client retournait un produit défectueux. Cette tâche concernait à la fois le ou les projets sur lesquels travaillait un ingénieur ainsi que ceux de ses collègues. Un ingénieur déclarait passer 50% de son temps sur son projet et 50% à résoudre des problèmes. Comment les ingénieurs s'y prenaient-ils pour réaliser ces deux tâches ? D'abord, il fallait comprendre ce que voulait exactement le client. Il est remarquable de voir que certains ingénieurs considéraient que les clients « ne savent pas ce qu'ils veulent » ou qu'ils « demandent des choses impossibles ». Comprendre ce que veut le client signifiait : clarifier ses spécifications ; et savoir si ce qu'il spécifiait était faisable. En ce qui concerne le premier aspect, les ingénieurs de l'unité devaient se mettre en contact avec les ingénieurs du client pour se mettre d'accord. En général, le commercial assurait la liaison avant la proposition commerciale (« propal ») mais il fallait toujours y revenir après celle-ci. En ce qui concerne le second aspect, les ingénieurs provoquaient des réunions de faisabilité multidisciplinaires où ils examinaient les informations transmises par le commercial (spécifications, dessins etc.) et décidaient s'ils pouvaient réaliser le produit ou quelle solution ils envisageaient au problème posé. Il était très rare qu'ils décident de ne pas faire quelque chose. Une solution simple consistait à « partir de l'existant », c'est-à-dire d'un produit qu'ils avaient déjà conçu et le modifier pour répondre aux exigences du client, mais ce n'était pas toujours possible. Ensuite, résoudre les problèmes techniques passait par l'application de méthodes spécifiques qui permettaient de chercher la cause d'un problème « non déterministe », par la demande de conseils techniques aux collègues, et par l'amélioration des processus de production du côté des techniciens et des ouvriers.

Les rôles des commerciaux et des ingénieurs étaient donc différenciés, même si certains postes se trouvaient entre les deux groupes professionnels et que chacun était dépendants l'un de l'autre (comme nous allons le voir). Les commerciaux se situaient à la frontière de l'organisation et s'occupaient de gérer la relation au client, tandis que les ingénieurs se situaient au cœur de l'organisation et s'occupaient de réaliser une solution technique sous forme d'un prototype.

## **2) Des besoins aux produits**

Après avoir décrit le travail de commercial et d'ingénieur, nous pouvons analyser les relations qu'entretenaient ces deux groupes professionnels au cours du processus de décision

et de production. Ces relations étaient marquées par une forte asymétrie en ce qui concerne quatre processus déterminants : la formation du budget, l'allocation des ressources, la cotation des produits et l'ajustement technique.

### a) La formation du budget et l'allocation des ressources

La *formation du budget* est un processus de planification dans lequel des signaux de l'environnement sont utilisés pour établir des projections de variables clés quant à l'état vital de l'entreprise. Ces projections sont ensuite transformées en cibles à atteindre et celles-ci sont révisées de manière rétroactive en fonction de l'acquisition de nouveaux signaux. Dans les unités de Technologie Avancée, l'environnement pertinent était les grandes entreprises, qu'elles soient civiles ou militaires (et non les universités ou instituts qui proposent des contrats de recherche). Cela donnait mécaniquement un plus grand poids aux acteurs qui maîtrisaient cette partie de l'environnement, c'est-à-dire les commerciaux : en particulier les développeurs d'affaires et les directeurs de BU<sup>1</sup>. En effet les organisations étaient « tirées » par les clients. C'étaient les membres de l'organisation au plus près des clients, les développeurs d'affaires, qui fournissaient les éléments pour modifier le budget des unités. Ceux-ci devaient estimer les commandes futures à partir de leur connaissance du marché et la probabilité que ces commandes se réalisent.

Every month we keep on a rolling forecast with production and engineering. We make sure that the forecasts are as accurate as we can. This forecast is reviewed every single month. We make a judgment of projects that are certain to happen or not. Then with this we do resource allocation. [...] It's an 18 months forecast so we can see big projects that we might have, that might need skilled resources. The Business Group has to advise if it's medium/low/or high probability.

Q: How do you know if it's low or high probability?

That's our judgement and relation to the customer, so that you can see if it will happen, and if yes what's the likeliness of us to be big in it. That's the two factors to determine the overall probability (entretien avec un directeur de BU, TAU, 24/04/09).

Les réunions de ce type étaient présidées par le président de l'unité et n'incluaient pas les chefs des ingénieurs, qu'ils soient directeurs techniques ou directeurs de la R&D. Les managers

---

<sup>1</sup> Sur le pouvoir des commerciaux dans les entreprises orientées vers le profit, en particulier envers la R&D et dans le secteur de la haute technologie, voir la contribution importante de Charles Perrow dans le livre de Mayer Zald (Zald, 1970).

établissaient à partir de cela une prévision budgétaire (*rolling forecast*) qui servait à établir un planning de ressources (*capacity planning forecast*) à partir duquel le directeur de la R&D devait se fonder pour affecter ses ingénieurs aux projets.

It [le planning de ressources] comes from the sales planning. If there is a growing BU from more customers or more products to be sold. You do an estimation of the people and how much capacity you need. From that you try to derive the number of personnel that you would need. And the BU is planning with a small amount of expertise and estimates how much R&D department people he needs. The BU manager should have some experience to how much capacity he needs, if he needs a very important input. [...] He talks to his customers, that's how he learns about what's going on. Are they planning new machines and products? That's the needs. And also you evaluate the general economical situation and try to determine if there is a growth in the demand of the products that we have already. Talking to the customer is the most important thing (entretien avec un directeur de division, Technik, 27/04/09).

We do have a budget every year, that's the sales target that we meet. From the sales we know the profit margin. I'm limited by that budgeting process. That's the reality of profit making organizations (entretien avec le directeur de la R&D de TASG, 03/06/09).

Non seulement les entreprises étaient tirées par le client, mais elles étaient « tournées » vers les clients. Même si elles n'avaient pas de programmes de recherche pure, il y existait une dichotomie entre les projets destinés à des applications pour les clients et des projets destinés à développer des technologies futures<sup>1</sup>. Les premiers étaient déclenchés par la nécessité de produire une solution pour une demande particulière d'un client, tandis que les seconds étaient déclenchés par la stratégie à long terme de positionnement de l'entreprise sur un marché ou par la volonté d'améliorer les processus de production. Or, c'étaient les premiers projets qui recevaient le maximum de ressources en terme d'effectifs, à la fois de manière directe et de manière indirecte. De manière directe, car le directeur commercial ou le directeur de *business unit* avait souvent plus de poids que le directeur de la R&D quand il s'agissait de décider de la priorité des projets : l'un rapportait de l'argent directement, l'autre indirectement ; l'un était sans risque, l'autre nécessitait une prise de risque. A propos de ses rapports sur les évolutions technologiques présentées à la direction, le directeur de la R&D de Technik disait :

---

<sup>1</sup> Cette distinction générale renvoie à plusieurs autres distinctions : *Customer funded projects vs. Company-funded projects* ou *research vs. development projects* ou *short-term vs. long-term projects*

Hopefully they are interested. They always ask “what? is there a return on investment? What are the new markets?” I have to make a calculation. Sometimes it’s very driven by figures and we miss the inspiration. The future is not clear and we should try some new things. But you have to have a return on investment somewhere, especially in these hard times (entretien avec le directeur de la R&D de Technik 28/04/09).

Les directeurs de sociétés le reconnaissent volontiers : « *we have to serve our A customers* » ne cessait de répéter le directeur de Technik, qui considérait pourtant que cette logique pouvait entrer en contradiction avec la recherche de clients futurs.

You have some A customers, you want to serve them, but then you want to develop other customers. We usually are looking to... depending on the segments on sales, we try to allocate resources. There is a short-term resource allocation, that is more adjusting for needs. That is more day to day business in the sales area. Usually you are not totally free, you have to serve your A customers. [...] Then we look at the financial decision. When you are in crisis you have to cut down some projects and go to customer-funded projects. We have to make sure we have our return on investment (entretien avec le président de Technik, 05/11/09).

Cet état de fait était accentué par un contexte d’urgence (le client modifie ses demandes en cours de projet) et de forte rentabilité exigée (Technik, par exemple, devait réduire ses effectifs affectés aux projets de « *basic technology* »). De plus, il variait selon les unités, la situation la moins favorable pour le directeur de la R&D étant celle de l’unité singapourienne, où ses projets étaient à très longue échéance et facultatifs. Le président de TAUk avait pris conscience de ce problème et avait créé un système de comités à deux niveaux pour y remédier : un *steering committee* au niveau des cadres dirigeants et un *technology group* au niveau des cadres intermédiaires.

The technical group was set up because we did not have a strategy. We tend to wait before a contract to develop technology. This causes problems. So we try to improve. We set up this technical group. The core team is led by myself and we do team reports to the steering committee, it’s like the technical group at the management level. They check that technical development is matching the future business requirements and try to resolve some resource conflicts. But priority is always to company-funded contracts, it makes it difficult to develop technology... the steering committee is in place to improve that. One of the key issues is that a lot of development requires manufacture in the production facility and the production director targets are all based on delivering product every month. It’s difficult to fix the development around the monthly production. The job of the technical group is to identify what we need in the future and why we need them, so the steering committee can make the right decision (entretien avec le directeur de la R&D de TAUk, 23/04/09).

En l'absence d'un tel système, le directeur de la R&D devait convaincre les directeurs de la BU ou de la division correspondant à la technologie qu'il voulait développer, en lui démontrant précisément qu'il existait des débouchés pour celle-ci. C'était le cas par exemple en Allemagne.

The problem is also for basic technology is that the projects or that the issues we fight about in this roadmap are always behind a customer project. And so this beat of this project we're working on is not as much high as it should be. The resources are always more on the customer projects than the basic technology and the R&D roadmap is basic technology. Also the problem is to have the money for this basic technology, for this project, because some managers say "Ok I don't know, you are really sure that in two or three years this technology is important for us, you are really sure?". Then you can say "yes I think so too" but it's not clear where that should be or not and then sometimes they're just "ok I'm not convinced that's the right project" and we will do it or not do it in this amount that the R&D manager think it should be necessary.

Q: How do you do to convince the management?

To do a presentation, one presentation, to the second presentation, to the third [il rit]. Then there are some people that fight with you, for this project, and normally you have to go to the BD and say to the BD manager "ok we think that this basic technology is important" and to convince the BD manager that he will do some market analysis to see "ok the customer say that the next generation will work in this area, we need this technology". Then it's easier to convince the management that it's necessary... and normally the BD have to do a business plan and say "ok if we spend money for this project and I see that in one or two years we have some amount of... as project and customer, we will earn some money (entretien avec un directeur de division, Technik, 27/04/09).

Aux projets client étaient aussi affectés un maximum de ressources humaines de manière indirecte. Les chefs de projets (*program managers*) s'arrangeaient personnellement avec les ingénieurs pour qu'ils travaillent sur leurs projets en circonvenant le directeur de la R&D responsable des affectations. Cela nous amène au processus de l'allocation des ressources humaines dans les projets.

En effet il existait un processus d'*allocation des ressources* qui se faisait à plus court terme qu'en ce qui concerne la planification budgétaire. Il s'agissait d'ajuster les ressources aux fluctuations immédiates du marché. En général ce processus était déclenché par un changement de demande de la part du client. Tout d'un coup, tel projet devait trouver du temps et des ingénieurs supplémentaires pour faire face à cet aléa. Une possibilité était d'aller « piquer » des ingénieurs au projet voisin et par là court-circuiter le directeur de la R&D.

On a une question qui arrive par des *business developers*, il dit « j'ai une affaire ». Il l'envoie à un ingénieur d'affaire. Sa tâche c'est de dire « il y a un peu de technique, un peu de R&D etc. ». Il va demander à ce qu'on lui alloue des ressources. Théoriquement on est censé passer par [le directeur de la R&D], et [il] va donner une série de noms. De temps en temps on le court-circuite parce que l'ingénieur d'affaires a des affinités avec telle ou telle personne « est ce que tu prends ça sous ton aile ? ». De mon point de vue j'avertis toujours [le directeur de la R&D] (entretien avec un ingénieur de test, TASG, 10/05/09).

Ces pratiques étaient particulièrement tentantes dans les situations de sous-capacité comme c'était le cas à TAUK:

Q: In the course of your work, what type of problem do you face?

Lack of resources. We are fortunate in that we are very successful, but it requires lots of work and it takes long hours to achieve what we want. We don't have enough engineers. The biggest difficulties come from this. Most things can be overcome, like financial resource is not an issue. We need people with and with the right skills. If there are several programs, everyone tries to see who can have their resources.[...] There's a lot of negotiation if you want to borrow resources from other programs for example when there are more things to do because there is a lot of requirements. Sometimes we do it informally as well depending on the situation. [...] If you know a different program that may not actually be using this resource, it's possible they don't need it. It's often possible to share a resource in practice although on paper it's not (entretien avec un designer optique, TAUK, 22/04/09).

Ces pratiques provoquaient de nombreux conflits, puisque les chefs de projet pouvaient vouloir les mêmes « meilleurs » ingénieurs pour leurs projets. C'est ce qu'exprimait avec amusement ce chef de projet de Technik :

Let's have a look at this engineer who was responsible with the development of this measurement tool. He's got the task from me one and a half year ago, we had discussed the concept, also discussed with the customers and prepared a schedule for this and it was due June last year. [...] But especially in Autumn this year we had a problem that this Program Manager has also some unexpected tasks, for instance he was responsible for the improvement of a very important measurement tool. [...] It was necessary to improve this but this was always delayed because he was busy with other tasks *ja?* So at the end it was really necessary to improve this equipment. So I started asking him what is his new time schedule, maybe in October last year and he told me a date but a few days later another guy was concerned with this very old measurement tool which is important has other tasks discussed with him. And I told him it is very important and we have to do it now, we don't have time to wait. So due to this, my [il rit] task was postponed, let's say this way, and I haven't got the feedback quite fast that this task was postponed so I got the information several weeks later, when to check the status of the project. This is quite typical but many, many, let's say PM but other managers had access to people and tried to control them. During this time, this is important also we had the lack, in the company, the manager for this department, for the R&D department, was also involved in a project which

occupied most of his... most of all his resources, his own resources *ja?* So he could not act as a good manager for his department. So there was a certain time of interruption in activities. But this results of course in the problem that people go directly to the people that they would like to get for... to get to work for them (entretien avec un chef de projet, Technik, 30/04/09).

Les conflits de ressources pouvaient s'amplifier, car ils menaient à des interruptions de projets, ce qui mécontentait le client et rendait encore plus intense la chasse aux ressources humaines.

At the end you have to organize a meeting with the appropriate managers, and also with the work, before, "people we need to discuss that". But before we had several activities, [there are] several talks between...four eyes, or to persons *ja?* Separately. And each of these meetings, or small reviews, or talks result in a different decision [il rit]. So you have many decisions and at the end you have to say "stop" it's now the time we need to make a meeting, and to organize, and also, to make some prioritization: what's the first task, what's the second etc. (entretien avec un chef de projet, Technik, 30/04/09).

Ces conflits étaient résolus par un mécanisme d'escalade des priorités qui prenait la forme d'un zigzag entre les lignes hiérarchiques (tournées vers la technique) et fonctionnelles (tournées vers les clients). Il s'agit d'un processus semblable au mécanisme de régulation croisée mis en évidence par Jean-Claude Thoenig et Michel Crozier (Thoenig et Crozier, 1975). Or au cours de ce processus, c'était la ligne fonctionnelle qui prenait l'ascendant, pour éventuellement culminer dans une décision de priorité donnée par le président de la société. Les critères retenus pour dire quel projet était prioritaire étaient donc « commerciaux » ou « financiers » plus que technologiques. Ceci était vrai à la fois à TAUK et TASG alors que les deux entreprises faisaient face à des contextes économiques très différents.

There is a conflict between doing production which fits in the monthly sales figures and doing longer-term development which have no short-term production. Priority decision is on a manufacturing machine. We tend to deliver the production job because the customer is waiting for it rather than do the technical job. [...] The priority tends to be on the customer and not on technology. It's a very common problem in high-tech industry (entretien avec le directeur de la R&D de TAUK, 23/04/09).

Q: Does it sometimes happen that there is some conflict between the two types of projects?

Yes. And customer projects will win. Internal projects cost money. That's the problem because the resources are limited and can't be straightforward. We have to look out that there is not so much interrupt.



Q: How do you solve the problem?

There is no problem because the projects from customers always win. You have to reduce the basic technology: that's clear (entretien avec un directeur de BU, Technik, 28/04/09).

Alors que TAUK faisait le plein de commandes, Technik était en difficulté financière.

We get the demand from the BU: "I need Mr. X". That's normal. Then I have to decide. I have to ask the management what is the priority, it's not my task to decide priorities. For internal projects I can decide.

Q: And if there is a conflict between an internal project and a customer project?

Customer project would take the priority. I definitely would shift it. Especially in these hard times we should not lose a customer project. The R&D here is focused on future projects, basic research. At the moment we need customer projects. I have to shrink down the capacities on internal projects. In Munich there is 30% customer projects, 30% basic technology, and 30% support. Customer project need to go up to 50% and it's not enough. In Göttingen it's 70% customer, because in Göttingen we are close to the market. [...]

Q: What form do these conflicts take?

For example three persons asking for the same person because they need this specialist. Necessarily internal work can't be done. I have to spend capacities for customer projects instead of internal projects (entretien avec le directeur de la R&D de Technik 28/04/09).

Comme les priorités étaient la plupart du temps placées sur les projets client, les projets de recherche technologique étaient quasi-inexistants ou n'avançaient pas.

I find a solution by talking to the program managers. Maybe they can change their plan a little. If they can't then I have to decide which is the most important. Then I would ask the business managers because they are responsible for the customers. If they say both programs are important, we could try to find extra-resources: people work more time, add an extra supplier... Or if not possible we have to take a decision, we turn to the business director. [...] It always happens at small levels, but if we have a customer very important, if they want a new requirement it would be made high priority. If we do a R&D program, they would get pushed to the back because they can wait. But if it gets to the back always, we don't improve. So we have to find the right solution. The first part of my job is managing day to day and the second part is to make sure we improve. If you're busy, improvement may be hard to achieve (entretien avec le directeur des projets de TAUK, 23/04/09).

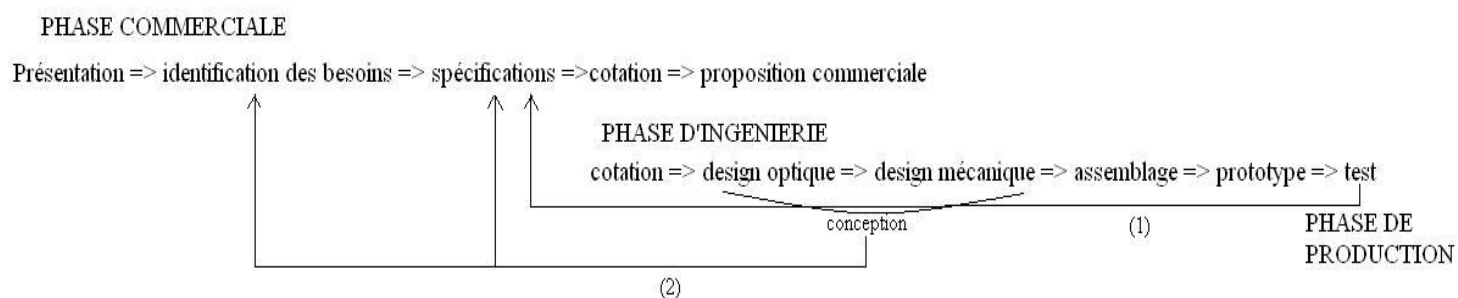
On voit donc qu'il existait une asymétrie entre la fonction commerciale et la fonction technique en ce qui concerne les processus de décision tels que la formation du budget et l'allocation des ressources. Mais cette asymétrie existait aussi au niveau des ingénieurs et

commerciaux à un moindre niveau dans la hiérarchie. On retrouvait cette symétrie dans le processus de production et en particulier la cotation et l'ajustement technique.

### b) La cotation et l'ajustement technique

Avant de voir que les relations de pouvoir étaient aussi déséquilibrées en ce qui concerne ces deux processus, il faut rappeler quelques données générales sur l'activité de chaque groupe professionnel. La Figure 46 présente le processus de production le plus générique dans les principales unités.

*Figure 46 : processus de production générique dans les unités principales de TechnologieAvancée*



Le travail de commercial, contrairement à d'autres entreprises, demandait une connaissance technique spécifique à TechnologieAvancée. Cette connaissance technique portait sur le client (savoir en quoi consistaient les applications qu'il développait) mais aussi sa propre entreprise (savoir quelles étaient les compétences et les technologies que les ingénieurs pouvaient mobiliser). Or, par définition – et bien que le commercial ait reçu dans la plupart des cas une formation d'ingénieur optique – la connaissance technique du commercial était moindre que celle de l'ingénieur. Ce différentiel de connaissance était amplifié par la distance organisationnelle entre le développeur d'affaires et les designers. De plus, on a vu que les exigences des clients étaient parfois imprécises. Plus particulièrement, les demandes des clients étaient très variables : elles pouvaient être très spécifiques, « placer deux lentilles à 110 mm l'une de l'autre », ou au contraire très générales, « faites-moi un système optique qui me permette de distinguer un animal d'un homme à 1 km de distance ».

Le client peut avoir des spécifications de différents ordres. Une spécification basique est un mécanisme de lentilles avec peut-être un plan, ou alors on le fournit nous-mêmes. Ou il arrive avec un design ou alors juste une idée. Dans les deux cas il faut des dessins techniques. Une fois que je les ai, si l'objectif doit faire 100 mm de long, je dois vérifier que la lentille fait bien 100 mm. Après il y a des aspects plus optiques. Le client dit « mon capteur va être à 50 cm en arrière de la lentille ». Il faut que je vérifie que c'est bien à 50 cm sinon c'est flou. Il y a énormément de tests qui dépendent de l'utilisation de la lentille et des clients, suivant qu'ils soient exigeants ou pas. Les clients militaires sont plus exigeants, ils veulent par exemple pouvoir distinguer un homme d'un arbre à 2 km à partir du point de visée (entretien avec un ingénieur de test, TASG, 10/05/09).

De plus, les commerciaux faisaient valoir que la plupart du temps, ils ne vendaient pas des produits mais des compétences ou des solutions.

99% of the time there is no product. There are two types of official products, which are made by Technik. But what I most deal with is OEM, meaning they come to us with designs or technical problems. It's a very long process. I have to define what the customer is asking in terms of our capabilities (entretien avec un développeur d'affaires pour l'Amérique du Nord, Technik, 09/04/09).

Cela emportait une conséquence majeure : il fallait clarifier les demandes et spécifier les solutions en termes de technologie. Or cela pouvait être fait à deux niveaux : celui des commerciaux et celui des ingénieurs. Enfin, si l'on part du schéma page 8, on constate que les deux groupes d'acteurs interagissaient à deux moments différents : au moment du point de recouvrement des deux phases (la cotation) et au moment des boucles de rétroaction (l'ajustement technique). Ceux-ci entraient en interaction peu fréquemment, mais pourtant, une bonne partie de leur travail respectif était déterminée par l'activité de chacun. Nous allons examiner successivement ces deux moments.

La cotation (*quotation*) est un processus par lequel on donne un prix à un produit non-standard (customisé ou sur-mesure). Si le produit est standard ou identique à une solution déjà réalisée, donner son prix est simple : il existait des fichiers avec des prix pour chaque article, ou bien on se fondait sur la cotation passée. Par contre, si le client demande quelque chose d'inédit, un problème se pose : quel prix de vente proposer ? Or dans le prix, il y a deux éléments : les coûts et la marge. Schématiquement, c'était aux ingénieurs à qui revenait l'évaluation des coûts, tandis que c'était aux commerciaux à qui revenait l'évaluation de la marge. En effet, les commerciaux n'avaient pas la connaissance technique suffisante pour pouvoir dire combien telle tâche allait coûter. Seuls les ingénieurs le pouvaient : ils évaluaient

donc le coût de production en termes de temps, de matériaux et d'outils nécessaires. Mais les ingénieurs ne pouvaient pas évaluer la marge car ils n'avaient pas de relation directe au client, seul le commercial, à partir de son appréciation de la situation, savait s'il était assez « en confiance » pour pouvoir pousser la marge le plus haut possible. La répartition de la somme entre coût et marge serait routinière si les deux groupes d'acteurs n'avaient pas des objectifs opposés. Les commerciaux, pour pouvoir réaliser la plus grande marge possible<sup>1</sup>, et avoir le plus de jeu possible pour réaliser un travail commercial (proposer des remises, des rabais ou autres), désiraient avoir les coûts les plus bas possibles. Mais les ingénieurs, à la limite, désiraient avoir les coûts les plus hauts possibles.

It's the responsibility of the S&M to compile all the cost and work out a price. But we need to provide costing for: how many hours for optical and mechanical design (plus test and assembly). Moreover, if we need to custom a design then we have a tooling cost. Of course other people provide quotes for raw material etc., we provide the technical input. Then the S&M will add the margins.

Q: Sometimes the sales are not happy with quotations?

Quite often. They always pressure for us to provide a solution at a lower cost, to review our first quotation.[...] Sometimes we would not charge fully the customer and cover the costs.[...] Mostly when we are in competition with somebody else [...] or with other customers if they're new. Once we have a relationship, we can work on a better price for us.

Q: On what activity do you cut costs?

On the design resources, how much time it will take. It's an internal cost. The salary is paid by us. Or if it's supplied by outsiders, there is a second line of cost cutting. But it's easier to reduce the cost on ourselves (entretien avec le directeur de la R&D de TASG, 03/06/09).

En effet, une fois qu'ils avaient fourni leur évaluation, ils étaient en quelque sorte tenus par elle : celle-ci constituait un budget qu'ils ne devaient pas dépasser. S'ils le dépassaient, ils étaient « mal vus » par la direction et par l'ingénieur d'affaires. Ils donnaient donc à leurs coûts une marge supplémentaire de protection.

Après les gars ils ont... Parce que de toutes façons, parce que le jour où tu dépases ton budget, ils te tombent dessus, les gens te tombent dessus et on te dit « voilà, t'avais demandé ça et maintenant tu nous coûte ça ». Alors ils vont pas non plus te virer parce que t'as dépensé, je sais pas, 5 000 \$ de plus que ce qui était prévu... mais voilà, c'est toujours... c'est pas toujours bien vu d'avoir, de sortir, d'être hors budget quoi. Ni par la direction... ni par l'ingénieur d'affaires ni par la direction. Tu coûte de

---

<sup>1</sup> En général, ils évaluent un prix qu'ils désirent atteindre (*target price*)

l'argent à la société. Donc voilà ce que tu fais, c'est quand l'ingénieur d'affaires il revient vers toi, il te dit « ouh la la, ton prix il est super cher ». Tu lui dis « attends, je vais refaire une petite correction, je vais voir ce que je peux réduire et puis là tu... ben tu réduis tes marges de sécurité de ton côté en fait. Et puis tu fournis un nouveau prix à l'ingénieur d'affaires, pour qu'il soit satisfait (entretien avec un ingénieur de test, TASG, 10/05/09).

S'engageait alors un processus de négociation entre les commerciaux et les ingénieurs. Les commerciaux demandaient aux ingénieurs de « recoter » (*requote*) leurs prestations à la baisse.

T'as un ingénieur d'affaires qui va faire une première étape. Lui, il voit le produit, il voit l'ensemble des spécifications, et dans sa tête, par expérience, il va associer une... un prix estimatif. D'accord ? Et puis après il va regarder les différents éléments un par un, et puis donc il va comparer ça donc à ce qu'il connaît, ce qu'il a déjà vu, et en fonction de ça... Si y'a un chiffre qui est aberrant... bon il va le dire tout de suite, il va dire « pourquoi ? pourquoi on a ce prix -là ici ? ». Là ce qu'il se passe c'est que ou alors l'ingénieur technique il a une raison solide de dire « oui, non là attends, on a besoin d'un *process* spécial » d'accord ? Et donc ça justifie complètement le prix, ou alors [il rit] le gars derrière, l'ingénieur technique, il a pris le parachute élégant, les moufles et tout ce qui va bien, il s'est mis en protection maximum pour pas que... pour que rien ne lui retombe dessus, qu'il ait le temps nécessaire et le budget nécessaire pour faire la pièce, là il a carrément surestimé le prix de sa pièce. Et alors là, on lui demande bien gentiment de... de rechiffrer le produit. Donc... là il y a déjà une première étape qui est je dirai, l'écémage des prix. Une fois que le chiffre paraît à peu près normal à l'ingénieur d'affaire, au *business*, il envoie ça au client. [...] Donc après il y a une question de... une question de compétitivité qui rentre en jeu. C'est-à-dire que par exemple l'ingénieur d'affaires, quand il a fait son chiffrage et qu'il l'a envoyé au client, il a bien sûr au déjà des prix qui lui ont été fournis il a rajouté les marges qui allaient bien, une de sécurité, d'accord ? Plus une marge de bénéfice, d'accord ? Voilà il a rajouté ces toutes petites marges et il dispose d'une petite manette d'ajustement sur la, sur les marges qu'il s'est permis de donner au client. D'accord ? Bon voilà, après si l'ingénieur d'affaires a tiré les prix au plus bas, à ce qui lui semble être le plus bas, d'accord ? Il va peut-être remettre la pression sur les gens qui lui ont fourni le chiffrage, « hey les gars, voilà... soit on veut ce *business* et va falloir qu'on fasse un effort, ou alors on le veut pas et on le laisse partir. Et euh, bon, compte tenu de la situation actuelle je te dis tout de suite, ça arrive pas ce deuxième cas [il rit]. « Les gars il faut que vous trouviez un moyen pour faire la pièce moins cher ». Donc voilà on remet un cycle de chiffrage (entretien avec un ingénieur de test, TASG, 10/05/09).

Le commercial pouvait se fonder sur son expérience passée, mais il devait toujours s'en remettre à l'expertise des ingénieurs. C'est pourquoi ce commercial allemand de TASG était particulièrement irrité des cotations de jeunes ingénieurs d'affaires qui n'avaient pas assez d'expérience pour pouvoir remettre en cause les coûts proposés par les ingénieurs techniques.

Just for an example, it's not an actual example it's from three or four months ago I got a request for an assembly, an eye piece, whatever. So therefore I pass it to Geen in this case so he wrote on the quote. Quantity was one thousand, pieces, and he came up with a quote... the unit price was ok, but tooling cost incredible high. I say, "How can you quote so much a tooling cost? Hm... it's much more". Yeah. "Please reconsider the tooling cost". Ok. And typically when we get a request the customer is also asking "when we can get a quote?" so there is some... depending on different projects there are also some deadlines. And typically we are always at the end of the deadline. So, then it's already painful when you ask for requote, or reconsidering on the costing. Ok then he came back "oh hm *ja?*", "Costing, tooling price is ok" I said. "You're miles away, from my point of view, for necessary tooling cost, what are the tooling costs? Let me get 'em. [...] I said "ok you are spending 22 euros more on costing, to have a cost deduction, as a part of 3 euros? Do you think that's very efficient?" So... it makes no sense. *Ja?* So therefore after I said "oh, we need to talk, before, what is the expectations on the manufacturing methods. So you should consider what is reasonable, what is a reasonable manufacturing methods. So, you won't produce tools for everything, that makes no sense, sometimes that makes no sense. [...] Sometimes they're considering wrong costing, and then this is always coming back to me, so because Geen or Wu they can't question mark, because they don't know. So you get a costing, or a spec, and that, you complain against the costing, then they need to investigate internally if it's good or not. They just question the engineer, "the costing you've done: can you recalculate again?" But then he's just recalculate what he's done before, only to see if there is some error inside. But that doesn't questionmark if the process he puts in it's ok. *Ja?* (entretien avec un KAM, TASG, 21/04/09).

Ce processus d' « écrémage des prix » est déjà révélateur d'un plus fort pouvoir des commerciaux. Deux autres éléments vont dans ce sens. (1) Lorsqu'il y avait un problème de prix non compétitif, c'étaient les ingénieurs qui devaient en priorité s'ajuster en baissant leurs coûts plutôt que les commerciaux en baissant leur prix-cible. Comme le disait le commercial précédent: *"If we talk about price, of course we can talk on margins, but not at the first stage. You need to have seduction in the future for the customer. We need to have the best possible costing"*. (2) Il arrivait que le commercial stoppe la négociation en corrigeant lui-même la cotation pour la transmettre au client. Cette démarche unilatérale provoquait l'irritation des ingénieurs qui n'avaient pas de visibilité sur la faisabilité de leur solution technique.

In terms of clarification of information. I do sometimes not receiving the feedback that I need. One of the reasons is maybe they think it's not valid. Also when you do quotation, a lot of time in terms of testing information specification it's not available. We do a budgetary quote but we have not gone into enough reviews. Maybe business side do their own quotation. Because of this, there is no revise of the RFQ. We don't have any view on the amount of money to buy products.[...] Most of the time the information, the specification, is no available. Whatever we feedback, it's like a guessing game. It's something quite big. A number of times, the order for the product was taken in and we didn't know the revised quotation. We don't know the amount of money to build fixtures (entretien avec un ingénieur d'assemblage, TASG, 09/05/09).

Il s'agissait au final, par ce processus important d'écrémage, d'être assez compétitif pour pouvoir dégager une marge suffisante à transférer à la direction, puis au siège et à l'actionnaire.

Le plus grand problème pour moi c'est les questions de délais, les livraisons, les coûts de production c'est naturel. La qualité [il bouge la tête] est bien, globalement. Après vous avez les coûts. Pour moi le plus critique ce sont les coûts pour optimiser la marge.

Q : Quel problème cela pose-t-il ?

Si ils ne sont pas compétitifs, vous risquez de perdre la commande ou recevoir une commande avec une faible marge. Le but est d'avoir une bonne EBITDA (c'est comme ça que l'on mesure la rentabilité, demandez [au directeur de la performance du Groupe] !). Pour arriver là on a besoin de coûts compétitifs. Vous ne pouvez pas du côté client car il y a de la concurrence. Même si vous avez une bonne relation, si le client est un *global player* et a un *supply-net*, vous êtes mis en concurrence avec un fournisseur global comme dans l'Est-Europe, en Chine... (entretien avec un développeur d'affaires, Technik, 12/05/09).

Pour comprendre l'autre processus, l'ajustement technique, il faut prendre en compte le fait que les commerciaux et les ingénieurs étaient mutuellement dépendants sur ce plan-là aussi. En effet, le commercial avait besoin de la coopération de l'ingénieur pour opérer son « *customer fit* ». En l'absence de connaissance technique suffisante, il ne pouvait pas vendre de solutions s'il ne savait pas exactement ce que demandait le client et ce que pouvaient faire les ingénieurs. Il lui fallait l'expertise de l'ingénieur.

We have an engineering manager and technology manager, they handle this. We start doing feedbacks. Then the engineers start talking to the customer.

Q: It's the engineers who talk to the customer and not the sales people?

There is not a clear dividing line. The engineers deal with technical questions and S&M with commercial issues (entretien avec un designer optique, Technics, 20/04/09).

C'était particulièrement marqué à Singapour en raison d'un gros différentiel de connaissances entre les commerciaux et les ingénieurs là-bas.

Because many customers are working with R&D, I am coming with a specification. It's difficult to discuss that with Geen and Wu. I need to go to the engineers.

Q: You go and say "is it feasible?"

Is it feasible? What is your feeling on this? Just to have a reference. That's good enough for the early stage. Whereas all process takes two weeks with 5% more accuracy. We are sharing general thinking. It don't disturb them in their work. I ask an engineer for 20 minutes, then it's gone! (entretien avec un KAM, TASG, 21/04/09).

De même, l'ingénieur avait besoin de la coopération du commercial. Ceci est moins évident et pour le comprendre, il est nécessaire de procéder par reconstruction. Le souci de l'ingénieur, entre autres choses, était de tenir les délais et de minimiser les problèmes techniques. Sa rémunération, sa carrière et même son travail en dépendaient.

Q: Does it happen that because of that you miss a milestone?

It always happen! It varies. There are some R&D projects that customers can pull out. Customers delivery can split, it ends up with a decrease in profit...It's difficult in terms of consequences. In the personal level the guy has a KPI [Key Performance Indicators] and he loses his bonus if he loses a customer, or he can lose his job. If the loss of a customer triggers a decrease in profit. Ultimately it's business. Manufacturing is quite tough, eventually the market will punish you. You have to keep the quality standard high.

Q: So it's the project engineer who is responsible for this?

We all work very hard to not miss a milestone. I haven't seen a missed target. People would work late in the night or through weekends. People work so that the customer is sufficiently happy...I have seen some very stressed people acting unprofessional (entretien avec un ingénieur de test, Technics, 20/04/09).

Cela le conduisait à essayer de préciser le plus possible les spécifications techniques du produit. Comme le disait un ingénieur français de TASG « il y a quelques clients qui se prennent pour je sais pas quoi et c'est la croix et la bannière pour fournir le produit ». Les extraits suivant illustrent l'attitude des ingénieurs dans ces cas-là :

We will receive requirements. Sometimes it's very detailed and clearly defined. Quite often the customers don't know exactly how to specify: I get involved there. I develop the requirements. I look out several designs and trade-offs: in terms of size, price, performance, heavy.[...] For example we got involved in a program for a weapon. I have been doing specifications for them in the past 4 or 5 months. When that started it was undefined requirements.[...] Customers are very bad at planning: they typically give us little time. Sometimes we are able to be very quick but it's not always the case.[...] Then we need to work with the customer because sometimes what they write is not what they want.[...] . The issues are that it leads to delicate conversations. You cannot be critical but you have to face the difficulties. We ask a lot of questions under those circumstances. [...] Sometimes there are issues whereby it's not possible to do it. We have to explain it to the customer "how is it done? It's not possible!". I raised it to a customer and the girl put me in contact with one engineer. It was an embarrassing discussion and it stopped. Nobody will thank you to put it that way



because it is a lot of work for nothing (entretien avec un designer optique, TAUK, 22/04/09).

Or ces spécifications, si elles venaient du client en dernier ressort, étaient transmises par le commercial. Le commercial, en essayant de vendre une solution, précisait les besoins du client mais pas au point d'éliminer toutes les sources d'ambiguïté. Du point de vue de l'ingénieur, le commercial accomplissait donc une fonction de *réduction du champ des possibles*. Or si cette réduction était très incomplète, l'ingénieur devait se mettre d'accord avec le client, engageant un processus de rétroaction qui passait par de nombreuses itérations (cf. Figure 1).

S'il a fait tous les tests et que la performance ne répond pas, là l'ingénieur de test réfléchit aux causes. S'il est capable de dire où est le problème, dans ce cas là il réfléchit et modifie. S'il n'est pas capable, c'est beaucoup plus grave car cela veut dire que le design n'est pas parfait. C'est beaucoup plus compliqué car cela fait intervenir le client et on doit expliquer « vous nous avez payé pour ça, mais on peut pas le faire ». Si c'est grave il y a le feu chez nous (entretien avec un ingénieur de test, TASG, 10/05/09).

En théorie, plus ces itérations sont nombreuses, plus l'ingénieur a de chances de considérer que le client « ne sait pas ce qu'il veut » (et logiquement plus le projet est lent et problématique). Consciemment ou non, les ingénieurs et les commerciaux avaient trouvé une solution à ce problème. Elle consistait non seulement à consulter les ingénieurs mais à les emmener chez le client et les placer dans la situation de vente. *De facto*, les ingénieurs accomplissaient un travail commercial. Cette solution était particulièrement visible à TASG dans laquelle le directeur de la R&D lui-même se déplaçait avec les commerciaux pour rencontrer les clients. Celui-ci décrivait son travail comme l'aurait fait un commercial:

I'm responsible to help our S&M in providing technical support. When they first engage in a relationship, I will provide information on our technical capabilities. I see if there is a match. Then, if it looks to be a good fit, I look into the details of it. Then I work with the team to work on a feasibility study. We would have the business manager to provide a basis for quotation. If the customer is agreeable then we get a Purchas Order. Then we start the design phase. We have to make sure what the customer wants, if we can do it and be able to manufacture it in house (entretien avec le directeur de la R&D de TASG, 03/06/09).

A cause de ces deux raisons (itérations et demande de support), les ingénieurs en général travaillaient dans l'urgence et ne pouvaient se concentrer sur les projets de R&D. Certains ingénieurs s'en plaignaient directement :

Q: What would make your work easier?

[réfléchit et rit]. One thing: if the people in this industry know more about the technology. We are always to give the support (entretien avec le directeur de la R&D de TASG, 03/06/09).

Q: What would make your work better?

[réfléchit longtemps]. I guess more to me to do... research. More time to do some research around, just reading even, reading literature and to explore ideas. That sounds a bit vague, but rather than being focused on problems. My job title is R&D engineer, it changed from project engineer to R&D engineer, but the work is the same. I would like to be more R&D. But that's the environment we're living. The customer requires priority. We don't always foresee the problems that arise.

Q: What's the difference of a project engineer and a R&D engineer?

A R&D engineer is supposed to be focused less on customer driven projects and more on longer term technology development rather than product development (ingénieur de test, Technics, 20/04/09).

On voit donc que dans les unités, le système d'interdépendance entre la direction, les commerciaux et les ingénieurs était déséquilibré en faveur des commerciaux. Ce déséquilibre était systématique dans le cas de deux processus de décision et deux processus de production clés. La direction utilisait son pouvoir d'arbitrage en accordant la plupart du temps la faveur à la fonction commerciale dans un contexte d'urgence, de compétition ou de crise. Le résultat était que les ingénieurs ne pouvaient se focaliser sur les projets de recherche technologique.

### **3) La formation d'un cercle vicieux de l'épuisement ?**

L'examen des systèmes d'interdépendances au niveau du Groupe et au niveau des unités nous conduit à examiner leurs interactions. Le Groupe était confronté à deux pressions contraires venant de l'actionnaire et de la direction générale : améliorer ses performances immédiates et s'engager dans des coopérations nouvelles. Le contexte d'incertitude dans lequel était placée TechnologieAvancée conduisait la direction des unités à privilégier le premier objectif sur le second. Or, l'atomisation du Groupe était renforcée par cette médiation stratégique qui agissait comme une force centrifuge : la pression sur les ventes renforçait la concurrence des commerciaux tandis que les ingénieurs, embrigadés par les clients, ne

pouvaient se focaliser sur les projets de recherche technologique entre unités ou bien avaient de bonnes raisons d'être « protectionnistes ». Ceci menait à la formation d'un cercle vicieux : la pression à la performance immédiate renforçait l'atomisation du groupe qui ne pouvait générer de « synergies » pour améliorer sa performance future. La stagnation conduisait l'actionnaire et la direction générale à vouloir y remédier en poussant à nouveau à la performance immédiate.

En effet, nous avons vu que la direction générale était dans une double contrainte provenant d'en haut (actionnaires) et d'en bas (unités). Les unités elles-mêmes étaient soumises à une sorte de double contrainte, qui était plus proche d'une dissonance cognitive provenant d'en haut<sup>1</sup>. Celles-ci avaient un double objectif stratégique qu'elles recevaient de la direction générale. D'une part, les unités devaient être mobilisées sur leurs performances immédiates. Par exemple Technik devait impérativement rétablir sa rentabilité. Mais TAUKE aussi devait se focaliser sur cet objectif en dépit de sa relative prospérité, puisque c'était elle qui alimentait le Groupe en résultat financier. D'autre part, les unités devaient coopérer pour générer des synergies qui devaient aussi améliorer la rentabilité du Groupe. Ces deux objectifs n'étaient pas totalement compatibles même s'ils contribuaient tous les deux à la performance. La dissonance cognitive provenait du fait que ces objectifs n'opéraient pas à la même échelle de temps : les synergies prennent du temps à advenir et à porter leur fruits et donc opèrent à plus long terme que la réduction des coûts ou l'accroissement des ventes.

Cette dissonance cognitive était à notre avis ressentie le plus fortement par la direction des unités, en particulier leurs puissants présidents. L'hypothèse la plus vraisemblable est que les présidents des unités avaient essayé de réduire cette dissonance en privilégiant un objectif sur l'autre : celui de l'accroissement des performances immédiates. Pourquoi cette préférence ? Selon nous cela est lié à leur motivation, qui est tout à la fois pécuniaire, stratégique voire politique. Premièrement, comme on l'a vu, les présidents d'unités étaient évalués en majeure partie à la performance en fonction de la rentabilité de leur unité, puis de leur division. Ils étaient donc incités à maximiser le profit de leur propre division (anglaise, allemande et singapourienne). Comme chez les commerciaux, ce mécanisme d'incitation était susceptible d'encourager des attitudes « individualistes ». Deuxièmement, il faut rappeler que le travail de ces cadres consiste à « faire de la stratégie ». Ici il s'agissait de raisonner sur des arbitrages

---

<sup>1</sup> Sur la dissonance cognitive, voir le livre de Festinger (Festinger, 1962).

entre le long terme (stratégie) et le court terme (tactique), et sur des interactions en termes d'amis (collaborateurs) et d'ennemis (concurrents). De plus, en tant que président d'une entreprise, ils pouvaient se sentir personnellement responsables envers le collectif qu'ils dirigeaient et redevables envers les lieutenants qu'ils devaient continuellement mobiliser<sup>1</sup>. Or quel était le contexte général pour ces cadres dirigeants et plus généralement pour les unités ? C'était un contexte de forte incertitude sur l'avenir. Comme on l'a vu, TechnologieAvancée avait opéré son revirement stratégique mais sa situation était devenue beaucoup plus incertaine en raison de l'attitude indéchiffrable de son actionnaire. Un directeur de BU de Technik souligne que cette incertitude est en général liée aux changements de propriétaire et qu'elle peut se propager vers le bas de la hiérarchie.

It's helpful if we're thinking more as a company to have a vision. The employee should have the feeling that he's working in a good company. He should know the company size so that they have a thinking how they can be successful. It's not really clear for them. From [l'ancienne entreprise] to Technik to TechnologieAvancée. They say "I don't know the name of the company", "I don't know tomorrow". That's not as much as it should be. Tomorrow the company could not be. Shareholders can separate Technik etc., we're now working from day to day and not so good in internal projects (entretien avec un directeur de BU, Technik, 28/04/09).

Le président de Technik exprimait une idée similaire :

We have an overlap. When the situation is unclear, the structure of sales and team make them wonder about the future. That's easy. You're dealing with individuals, they earn their money from the company. This is a normal human behaviour (entretien avec le président de Technik, 05/11/09).

Un directeur de BU du site allemand principal nous a confié que les cadres avaient peur que ce site soit fermé quand ils ont appris que Technik allait être racheté par Capital Investments. Quelle conséquence cette incertitude avait-elle ? L'incertitude sur l'issue de l'opération rétrécissait le cadre spatial et temporel à l'intérieur desquels la direction des unités raisonnait, en particulier en ce qui concerne l'opportunité de s'engager dans des coopérations. Si le Groupe était vendu séparément dans un futur proche, coopérer voulait dire partager des clients et des connaissances avec des futurs concurrents et donc leur donner un avantage comparatif.

---

<sup>1</sup> La question de savoir s'ils étaient sentimentalement attachés à leur propre entreprise ou à leur Nation est une question à laquelle difficile à répondre, mais elle entre dans le cadre de ces réflexions.

There is also a concern about giving away too much technical information even if it stays within the Group. For example ourselves TechnologieAvancée and Technik were previous competitors in some areas. There is some reluctance to share information. No one is sure that in a few years time we would be competing again. [...] People who have been involved in optics have seen many changes: several owners, many reorganizations. We are aware that we have an owner this year, that the group could be broken up and we could have different owners next year.

Q: This could happen?

Capital Investments business model is to buy companies and keep it during 3 to 5 years and sell them. When that happens there is no guarantee that the group will stay as it is now. I have experienced this many times in my career. [...] There is a concern. We're clearly divided into separate divisions. It's attractive to sell of different divisions to different owners (directeur de la R&D de TAUk, 23/04/09).

Le calcul qu'avaient opéré ces cadres dirigeants était semble-t-il similaire à ce que les théoriciens des jeux appellent l'« induction à rebours »: s'ils devaient choisir la non-coopération au temps  $t + n$  alors il fallait choisir la non-coopération au temps  $t$ . Cette attitude de protection était particulièrement prononcée pour la fonction R&D:

Each company is responsible for its profit and future. If you give away your technology maybe you weaken your position for the future, so that's difficult to give technical knowledge (entretien avec le directeur technique de TAUk, 23/04/09).

Q: What knowledge would be very secret?

High-end design. I would not imagine to publish. But some more general knowledge.

Q: What's the risk?

We see Technik *and* TechnologieAvancée. Let's take TASG for example. There are some overlap in capabilities. There is a good part of competition between Technik and TASG and also personal doubts: it is what makes me a specialist if I'm an optical designer (entretien avec le directeur de la R&D de Technik, 28/04/09).

L'Allemagne en particulier avait particulièrement peur de la concurrence asiatique. Ce directeur d'une petite unité disait faire très attention à quoi sous-traiter.

This is the worldwide competition. Chinese companies are rising, they are working more with subassemblies, they have more technology in the products. It's hard for the European companies. It's always important when you do a "make or buy" decision. You have to consider if it's ok to give the knowledge to a competitor. You have to act carefully. On one side we need the Chinese but on the other side it's dangerous. You have to find the right way in the middle.

Q: How do you find that line?

There is no line. It depends on the product. If it's new optical design, when it's a new technology you should never give them out. But if it's a mass product, if it's simple, a

lot of people can do that, then we try to purchase and to realize a margin out of that. It's a case by case decision (entretien avec un président d'unité, 16/04/09).

Finalement, en l'absence de garantie selon laquelle le collaborateur ne devienne pas un concurrent, l'attitude la plus prudente était le *protectionnisme*. Voilà pourquoi, nous semble-t-il, c'était l'objectif de performance immédiate qui était privilégié.

Or, cet objectif de performance immédiate venait renforcer l'atomisation du groupe, au contraire de ce que voulaient le siège et l'actionnaire. On peut même dire « au contraire de ce que voulaient les unités elles-mêmes » puisqu'elles déclaraient apprécier la « vision groupe » du PDG. Mais à propos de l'atomisation, le directeur de la R&D était désabusé :

Je pense pas qu'il y ait un sentiment d'appartenance à un groupe. Chez Technik ils disent « Technik et TechnologieAvancée », ils ont gardé leur présentation Technik. Lors du dernier salon, il y avait des cravates Technik et des cravates TechnologieAvancée. Ils ont le sentiment d'être l'autre moitié du Groupe (entretien avec le directeur de la R&D du Groupe, 01/07/09).

En ce qui concerne les commerciaux, la pression à la vente était de plus en plus forte étant donné la situation difficile du Groupe, en particulier Technik. Par exemple, un directeur de BU nous a confié qu'on lui demandait des objectifs exorbitants qu'il ne pourrait pas tenir.

We got in the beginning of the last planning time: 2009 and following. We have a quite strict forecast in terms of numbers. I would appreciate that we can do the forecast reasonable and plan +10%. The BU managers operate in very different markets. Defining a certain level of increase is not very motivating because if this target is defined as fixed, there is also a part of the income as an incentive. If it's impossible to reach I know that I will earn less money. It's not very motivating. It's relevant for all group members who have such a contract (entretien avec un directeur de BU, 28/04/09).

De fait, les commerciaux étaient incités à vendre pour leur unité. C'est ce que disait clairement le patron de Technik :

The Group philosophy is: "everybody can go into a customer and then we'll deal with the problems". This is difficult for the salespeople because they never know what they should say, not say. And that's not easy for me.

Q: Why?

The policy of flexibility doesn't give clear rules. The salespeople are required to generate sales for their own company (entretien avec le président de Technik, 05/11/09).

Même les KAM étaient en réalité incités (au moins économiquement) à vendre pour leur unité: il existait bien une prime s'ils passaient une affaire à une unité différente, mais cette prime était insuffisante. L'incitation au partage était inopérante. Un commercial disait qu'on lui donne « 200 balles ».

Q: But there is a bonus structure to balance...

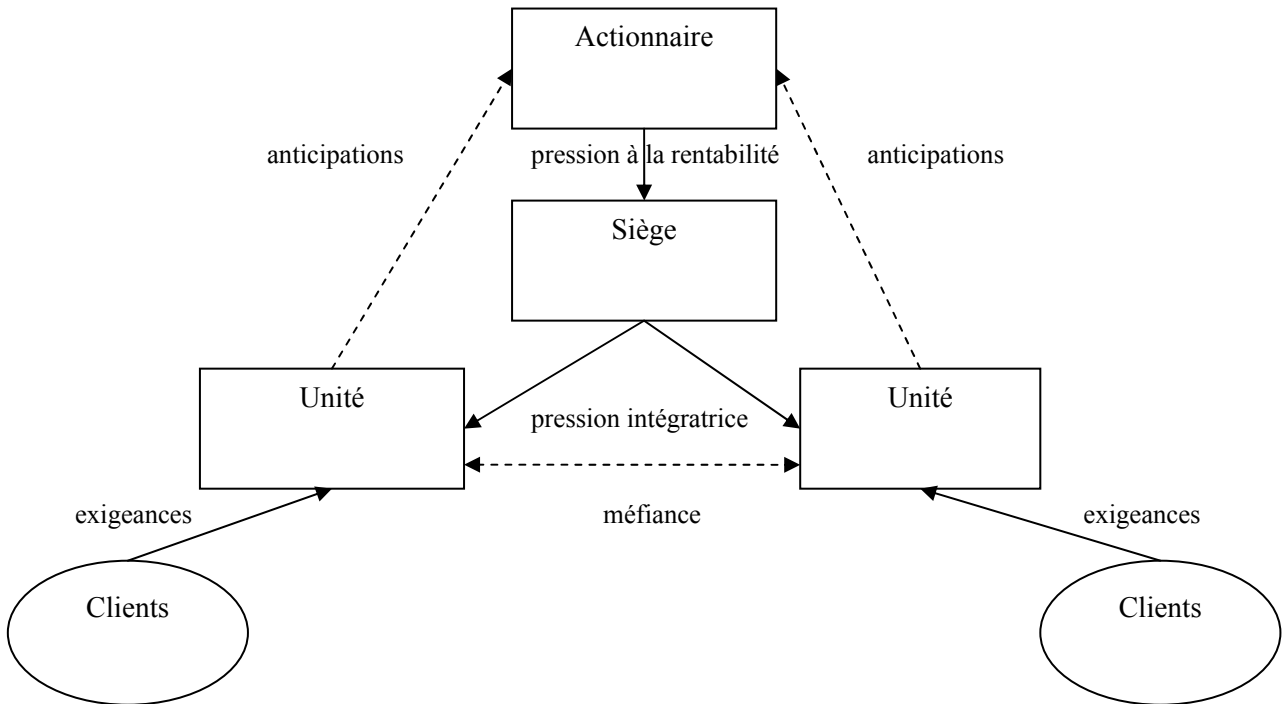
Yes but if you lose business, it's a moot point! [...] It's not going to motivate people. What motivates me? Say I have unlimited commission, and I would go crazy, but not 500\$ for [un client] (entretien avec un KAM du secteur civil, 09/04/09).

Au niveau des ingénieurs aussi, ce choix d'objectif avait tendance à renforcer l'atomisation du groupe. Comme on l'a vu, les ingénieurs étaient accaparés par les demandes des clients et ne pouvaient se concentrer sur les projets de plus long terme, en particulier les coopérations du Groupe. Même lorsqu'ils étaient plus ou moins forcés par la direction générale, ils pouvaient dire qu'ils étaient trop occupés, et ceci aussi bien à TAUK qu'à Technik<sup>1</sup>. La Figure 47 tente de résumer cette situation :

---

<sup>1</sup> Il y avait un autre élément pour justifier l'attitude protectionniste des unités, qui était les procédures liées à l'ITAR. Aussi bien les commerciaux que les ingénieurs disaient que cela les empêchait de partager des informations. La direction générale avait tendance à penser que c'était un prétexte.

Figure 47 : force centripète et forces centrifuges à TechnologieAvancée



La pression à la performance immédiate provenant à la fois des actionnaires et des clients appliquait une force centrifuge sur le Groupe, tandis que la pression aux synergies provenant de l'actionnaire et du siège appliquait une force centripète. Comme les cadres dirigeants des unités raisonnaient par induction à rebours et en fonction de leur expérience passée, ils privilégiaient l'objectif de la performance immédiate. A travers cette médiation stratégique, c'étaient donc les forces centrifuges qui l'emportaient sur la force centripète.

Ainsi il semble que l'entreprise s'engageait dans un type particulier de cercle vicieux, que l'on peut appeler le « cercle vicieux de l'épuisement » (Masuch, 1985). La pression à la performance immédiate avait tendance à renforcer l'atomisation du groupe. Incapable de générer des synergies pour améliorer sa performance future, le groupe stagnait. Devant cette stagnation, l'actionnaire et la direction générale avaient accru leur pression à la performance à court terme, ce qui a eu pour effet, semble-t-il, de diminuer encore les collaborations (comme



on le verra dans l'épilogue). Cette dynamique est celle d'un cercle vicieux qui – paradoxe – accroît la performance à court terme au détriment de la performance à long terme. Si elle n'est pas interrompue, cette dynamique peut mener au déclin organisationnel par négligence de préparer l'avenir.

### ***C - Epilogue : le sprint final***

Au cours de l'année 2009, TechnologieAvancée faisait donc face à une grande incertitude sur son avenir. Cette incertitude était maîtrisée par le fonds d'investissement et structurait les anticipations des cadres dirigeants des unités. Cet ordre social fondamentalement ambigu a éclaté au début 2010 à la suite de la démission du PDG du Groupe. L'actionnaire a nommé un nouveau PDG qui a instauré un nouvel ordre pour enclencher un nouveau cycle de mobilisation sociale en vue de la sortie du LBO. Après plusieurs tentatives avortées, Capital Investments a finalement vendu TechnologieAvancée en Octobre 2013.

Vers la fin 2009, les tensions que nous avons décrites plus haut commençaient à apparaître au grand jour. Par « tensions » il faut entendre à la fois la double contrainte de la direction générale et la dissonance cognitive des objectifs des unités. D'une part, les désaccords entre le PDG et l'actionnaire devenaient difficilement conciliables. Le PDG pensait que la meilleure stratégie était la croissance externe. Or Capital Investments était en difficulté et ne pouvait plus financer la croissance de TechnologieAvancée. Le PDG voulait donc que l'entreprise soit vendue à un autre fonds, mais Capital Investments pensait que ce n'était pas le bon moment pour cela. D'autre part, il devenait assez clair que les synergies sur lesquelles comptaient l'actionnaire et la direction générale étaient difficiles à extraire. En particulier, les managers du siège considéraient que les unités allemandes et singapouriennes avaient grandement intérêt à coopérer mais que c'était là où les réticences étaient les plus prononcées<sup>1</sup>. L'attitude contestataire du président de Technik commençait à irriter le PDG du Groupe. Celui-ci considérait que la structure organisationnelle était sous-optimale et que les avantages qu'il retirait du rachat par TechnologieAvancée étaient insuffisants. Dans une

---

<sup>1</sup> Dans le Groupe, ces réticences étaient expliquées par deux éléments : (1) les deux présidents ne se respectaient pas et (2) les ingénieurs, en particulier les designers avaient une haute opinion d'eux-mêmes et ne voulaient pas s'associer à d'autres ingénieurs qu'ils considéraient comme moins compétents.

réunion avec les actionnaires, organisée par une banque d'affaires pour envisager une vente, il avait fait savoir que les synergies étaient insuffisantes. Il s'agissait visiblement d'un désaveu de la stratégie du PDG. Ce dernier se demandait s'il ne devait pas le licencier. Selon le directeur de la performance, si Capital Investments refusait ce licenciement, le PDG l'aurait pris comme un manque de confiance dans sa personne et aurait démissionné. Nous ne savons pas ce qui s'est exactement passé mais le 1<sup>er</sup> Janvier 2010 le PDG a effectivement démissionné.

Q : Quelle a été la raison de départ [du PDG] ?

Il est parti à cause d'une divergence de vue avec nos actionnaires. Lui il disait, « on est dans un marché fragmenté, et la meilleure solution c'est de grossir par acquisitions ». Or Capital Investments ne peut pas, il voulait que Capital Investments nous vende à un autre actionnaire qui aurait pu nous financer les acquisitions. Capital Investments a dit « on est très content de la gestion, mais on n'a pas les moyens, donc il faut faire de la croissance interne ». En plus, nous on considère qu'il y a un potentiel de croissance qui n'est pas exploité. Donc ils ont convenu de leur divergence et ont convenu de se séparer. Ils ont nommé quelqu'un d'autre, qui a des opinions différentes (entretien avec le directeur de la performance du Groupe, 02/04/10).

L'actionnaire a donc nommé un nouveau PDG. Celui-ci était l'*operating partner* du fonds qui siégeait au conseil d'administration de TechnologieAvancée. C'était un Suédois qui avait été PDG d'une grande entreprise du secteur de l'automobile. Il s'est engagé dans une nouvelle réorganisation.

Ce nouveau PDG a, semble-t-il, été nommé par les actionnaires pour mettre en œuvre une stratégie de sortie du LBO pour maximiser la valeur de l'entreprise. En fait cela a consisté à casser le système de cooptation interne mis en place par son prédécesseur. Après avoir fait le tour des unités et des fonctions, le nouveau PDG a considéré que le fonctionnement de l'entreprise était trop « *push-down* » en ce qui concerne les synergies. Cette interprétation entérinait celle des unités occidentales<sup>1</sup>. Sa réorganisation a consisté à mettre en place ce que Freeland appelle une « *Forme-M de manuel* » (*textbook M-Form*) (Freeland, 2005). Une distinction plus nette a été mise en place entre la stratégie et les opérations: entre le conseil

---

<sup>1</sup> TAUK apparaît comme gagnante dans cette réorganisation : celle-ci a pu mettre la main sur l'activité de défense de Technik (de plus son président est devenu PDG du Groupe par la suite). TASG considérait qu'elle était perdante, puisque l'absence de coopérations au niveau du groupe entier empêchait celle-ci d'acquérir des connaissances et des nouveaux clients. Paradoxalement, la décentralisation opérationnelle était susceptible de renforcer l'inégalité dans la structure de pouvoir du Groupe.

d'administration et la direction générale d'une part et les divisions et les unités d'autre part. Comme l'explique Stinchcombe, la plupart des analystes se méprennent sur la nature réelle de la forme multidivisionnelle. Contrairement à ce qu'affirme Chandler, la structure par divisions consiste à la fois en une décentralisation et en une *centralisation* (Stinchcombe, 1990). Ce sont les décisions opérationnelles qui sont décentralisées (en particulier celles qui touchent les processus de production) tandis que ce sont les décisions stratégiques qui sont centralisées (en particulier celles qui touchent aux budgets). C'est effectivement ce qui s'est passé à TechnologieAvancée. Selon la lettre officielle du nouveau PDG, trois principes guidaient cette réorganisation: (1) clarifier l'organisation pour éliminer la compétition interne et la duplication des efforts pour utiliser les actifs physiques et humains de la manière la plus efficace possible ; (2) le développement des synergies, fondamental pour soutenir la croissance du Groupe, devait être opéré au niveau des divisions ; (3) la structure du Groupe devait être rationalisée de telle sorte que les fonctions stratégiques soient gardées au siège mais celles qui ne l'étaient pas soient déléguées aux divisions.

Notre nouveau CEO a une optique différente. Il souhaite que toutes les fonctions de synergie soient traitées dans les divisions. Dans le rôle des activités centrales, il souhaite qu'un certain nombre de fonctions soient [décentralisées ?]. Parmi les trois personnes, à part moi, qui reportaient au CEO, ils vont être intégrés dans les divisions. Du point de vue de ce changement, je ne suis pas sûr que ce soit la bonne voie.[...] Jusque-là, le siège pilotait les synergies à notre niveau. On animait des réunions etc. Là par exemple [le directeur commercial défense] va prendre un rôle au sein de la division défense auprès [du président de TAUK]. Et [le directeur commercial civil], son poste est à définir. Pour la R&D, on a dit que ce sont les différentes divisions qui devraient coopérer entre elles. [...]

Q : Quel va donc être le rôle du siège ?

Il sera plus léger. Il a réfléchi à toutes les fonctions. Il les a passées en revue. Tout ce qui est stratégique reste, les RH restent, la finance. Pour toutes les autres, il a dit « je suis pas sûr ». Aussi bien en R&D et en V&M il ne faut pas que ça soit au centre. La question que je me pose, c'est qu'on voit que les synergies mettent du temps. On joue pas sur les commandes de l'année, mais celles de l'année d'après. On a dit « arrêtons d'engager des nouvelles actions et essayons de tirer partie des choses mises en place ». Par exemple, [le directeur commercial civil] est arrivé en Juillet 2008, il est allé voir de nouveaux clients comme [deux grandes entreprises européennes]. Il a des contacts, mais on a pas de commandes immédiates, seulement des signes positifs. Après il faut que ça soit repris dans chaque société. Si [il] continue, ça nous coûte des ressources mais ça ne nous rapporte pas directement.

Q : Et la R&D ?

On m'a dit « t'as qu'à t'en occuper toi-même », mais j'ai déjà assez de travail, sachant que je n'aurai pas [le directeur de la R&D] pour m'aider (entretien avec le directeur de la performance du Groupe, 02/04/10).

Dans un vocabulaire plus sociologique, « gérer les synergies au niveau des divisions » est synonyme de créer des interdépendances au niveau des sous-ensembles de l'entreprise et non au niveau de l'entreprise en entier. On peut faire l'hypothèse qu'il s'agissait pour l'actionnaire d'accroître la séparabilité ou modularité de l'entreprise au cas où celui-ci voudrait vendre l'entreprise à plusieurs acheteurs (ou au cas où le prochain propriétaire voudrait mettre la main sur une partie seulement des actifs stratégiques de l'entreprise). Quoiqu'il en soit, le but de cette réorganisation était clair : celle-ci était subordonnée à un plan ambitieux de croissance organique. La lettre précisait : “*this new structure lays the foundation for an aggressive growth plan, with an emphasis on growing revenue*”. L'objectif de mobilisation générale était confirmé par le directeur de la performance du Groupe lors d'une réunion : “*We have changed our president. Now our teams are focused on growth and market opportunities. [the salespeople] are under some pressure – to be honest – to find growth areas in the next two years*”. Parallèlement à cette décentralisation des fonctions V&M et R&D, la fonction financière était encore plus centralisée.

Il faut savoir que [le nouveau PDG] vient envoyé par Capital Investments. Et ils veulent vendre dans deux ans. C'est des financiers, ils ne voient pas plus loin après la vente. Tenez, par exemple aujourd'hui ce qu'on a fait, habituellement on fait un plan stratégique à trois ans. Donc 2011-2013. On voit ce qu'on cherche à améliorer dans trois ans. L'année en cours, le budget est déjà défini, il a été fini l'année dernière. Là c'est de voir plus loin. Cette année, on lance cet exemple, mais il est clair que l'objectif c'est 2012 et pas 2013. Il faut augmenter notre prévision de résultat.

Q : Comment marche le budget ?

Chaque société présente un budget où ils prévoient leur montant de ventes et ce qu'ils gagnent. A partir de ça, on rassemble tout est on fait l'addition. On met aussi les frais du siège, car on ne gagne rien. On regarde si ça suffit et éventuellement on dit « non » aux sociétés. Il y a donc un processus itératif, on fait des plans soit pour vendre plus, soit pour réduire nos coûts. Nous on a un processus plutôt « *bottom-up* ». A l'inverse, pour 2012, on leur a dit « êtes-vous capables de tenir ça ? ». On leur a donné un objectif. Donc là c'est « *top-down* » (entretien avec le directeur de la performance du Groupe, 02/04/10).

Cette réorganisation mettait donc en place une nouvelle structure orientée vers la « mobilisation générale » en vue de la vente dans les deux ans.

En réalité, la vente ne s'est pas réalisée en 2012 mais plus d'un an après en Octobre 2013. Que s'est-il passé entre temps ? Le PDG démissionnaire a pu retrouver un emploi dans une grande entreprise française du secteur de l'énergie, tandis que le directeur de la performance a été promu au poste d'*Executive Vice-President*. Le directeur de la R&D du

siège a quitté la société. Pour créer de l'unité organisationnelle, les marques des diverses sociétés du Groupe ont été standardisées. Après un an passé à la direction du Groupe, le nouveau PDG a laissé la place au président de TAUK. En 2011, malgré de bons résultats, TechnologieAvancée s'est séparé de sa société de polymères. Mais la situation est devenue moins favorable à partir de cette année, puisque le profit de l'entreprise a commencé à diminuer. Ces difficultés ont été attribuées à un accroissement de la compétition internationale et à la régulation américaine sur l'armement. Entre 2010 et 2012 Capital Investments a été obligé de modifier sa valorisation de TechnologieAvancée à la baisse. Le fonds a essayé de vendre l'entreprise pendant toute cette période. Celui-ci faisait face à des difficultés telles qu'il avait décidé de liquider ses actifs à partir de Septembre 2010 pour retourner tout l'argent à ses investisseurs. Il est finalement parvenu à vendre TechnologieAvancée en Octobre 2013 pour un montant confidentiel. Le Groupe a été vendu à un concurrent, contrairement à ce que désirait la direction générale en 2009<sup>1</sup>. Ce concurrent a racheté TechnologieAvancée dans le cadre d'une politique de *build-up*. Il était lui-même détenu par un fonds d'investissement américain. Capital Investments a reçu 9,5 millions d'euros pour cette transaction. Le nombre d'employés s'élevait à 1900 en 2013 contre 2400 en 2008.

### ***Conclusion du Chapitre VIII***

Dans ce chapitre, nous avons examiné les effets locaux du LBO en prenant le cas de TechnologieAvancée au moment de la « grande récession ». Nous avons montré que le comportement du fonds avait généré une grande incertitude qui structurait les systèmes d'interdépendance dans le Groupe par le biais des anticipations des puissants présidents d'unités. Cette incertitude avait pour conséquence une tension systématique entre la volonté de mobilisation sur les synergies, portée par la direction générale, et la récalcitrance des unités qui se focalisaient sur leur performance immédiate. En effet, nous avons montré que le siège disposait d'objectifs ambitieux mais qu'il se heurtait à l'opposition des unités vis-à-vis la nouvelle stratégie. Puis nous avons montré que cette atomisation était renforcée par la dynamique interne aux unités : la performance immédiate était l'objectif privilégié des présidents d'unités, ce qui accroissait le déséquilibre de pouvoir entre commerciaux et

---

<sup>1</sup> C'est une entreprise qui a été créée en 2010 par l'externalisation d'un client de TechnologieAvancée.

ingénieurs qui ne pouvaient se focaliser sur les projets de plus long terme. Les deux systèmes d'interdépendance fonctionnaient ensemble de telle sorte qu'un cercle vicieux s'était enclenché. La pression en faveur de la performance à court terme appliquait une force centrifuge sur le Groupe qui ne pouvait se mobiliser de manière unifiée pour devenir plus performant à long terme. Nous n'avons pas les moyens de savoir si cette dynamique d'épuisement a été brisée ou si elle a perduré au-delà de 2010.

Nous pouvons désormais répondre aux questions posées dans le chapitre précédent. D'abord, quels changements organisationnels peut-on constater ? On a vu dans le précédent chapitre que le LBO sur Technologie Avancée avait mené à une rationalisation de l'entreprise. Maintenant, nous voyons que le LBO a eu des conséquences sur les relations de pouvoir à l'intérieur du Groupe. La politique de centralisation sans restructuration du PDG a mené à un rééquilibrage timide du pouvoir en faveur de l'unité singapourienne<sup>1</sup>. C'est sans doute pour cette raison que les unités occidentales freinaient la stratégie du siège. L'actionnaire, en la personne de son émissaire (le nouveau PDG), leur a semble-t-il donné raison par sa politique de décentralisation opérationnelle. On fera l'hypothèse que cette politique a rétabli l'asymétrie de pouvoir antérieure. D'une manière générale, on peut faire l'hypothèse que le désir de lisibilité des actionnaires va dans le sens d'un renforcement des hiérarchies établies, puisque pour se développer, une unité faible a besoin d'accéder aux compétences et aux marchés des unités fortes : les recouvrements « illisibles » sont donc dans son intérêt<sup>2</sup>. Dans les unités, on a vu que la « mise sous tension » de l'organisation préconisée par les fonds, et la mise en valeur des critères de rentabilité du capital en général, accroissait le déséquilibre de pouvoir existant entre les fonctions proches du marché, à l'encontre des fonctions proches de l'université qui maîtrisent un autre type d'incertitude. Au final, on décèle la formation d'une coalition hétéroclite d'acteurs dans cette entreprise sous LBO. Sans doute malgré eux, les présidents des unités et les cadres fonctionnels se rapprochaient de l'actionnaire pour dégager rapidement des résultats ; tandis que le siège et les cadres hiérarchiques se marginalisaient.

---

<sup>1</sup> La politique de centralisation avec restructuration posée par le fonds aurait quant à elle sensiblement dégradé la position de l'unité singapourienne en l'empêchant de monter dans la chaîne de valeur. Peut-être est-ce pour cette raison que Technik, très méfiant envers l'Asie, était paradoxalement favorable à cette option.

<sup>2</sup> On retrouve ici une tension entre spécialisation des tâches et égalisation des positions.

Ensuite, quels sont les mécanismes d'influence de l'actionnaire ? On a vu que son influence principale consistait à peser sur la définition de la stratégie en agissant sur la direction générale, par de nombreux procédés qui vont de la question jusqu'à la menace<sup>1</sup>. D'une manière générale, l'influence de l'actionnaire passe par trois rôles que l'on peut ordonner selon leur degré de personnalisation. Celui-ci peut circuler dans ces rôles en s'adaptant aux circonstances. Le rôle médian est celui d'« auditeur ». Dans ce rôle, l'actionnaire se contente de vérifier que les objectifs financiers issus des projections établies lors de l'acquisition sont bien remplis, en plus de « challenger » la stratégie de la direction générale par des questions et des suggestions. La nature de son influence sur les échelons inférieurs n'est donc pas l'influence par la fixation de règles (*top-down*), mais l'influence d'un contrôleur qui vérifie que l'entreprise ne s'écarte pas de la trajectoire prévue (*bottom-up*). Par contre, si l'entreprise s'écarte trop fortement de cette trajectoire, alors le gouvernement de « bas en haut » se transforme en gouvernement de « haut en bas ». Dans ce cas, l'actionnaire endosse le rôle de « despote ». Il s'implique personnellement ou par le biais d'un tiers, pas forcément dans la gestion au quotidien, mais au moins dans les décisions stratégiques en fixant les objectifs à suivre et les moyens d'y parvenir, attitude habituellement qualifiée de dirigisme. A TechnologieAvancée, Capital Investments est progressivement passé du rôle d'auditeur à celui de despote puis est revenu, semble-t-il, à celui d'auditeur.

Reste le troisième rôle. En réalité, l'actionnaire n'a pas forcément besoin de s'impliquer directement dans la stratégie pour éviter que l'entreprise ne dévie de sa trajectoire prévue. La raison en est qu'il dispose de l'« arme suprême du LBO ». Dans le Groupe, le directeur de la performance nous avait dit que les deux personnes à avoir le plus de pouvoir étaient le PDG et son directeur financier car ils disposaient tous les deux de l'« arme suprême » (selon son expression) qui était le *cash*. Ceci est juste mais il existait une autre arme suprême qui était le chiffre d'affaires et qui elle, était maîtrisée par les présidents d'unité. En réalité, la véritable arme suprême du LBO est plus abstraite : c'est *l'incertitude sur la survie de l'ensemble* juridiquement contrôlé. C'est l'actionnaire qui maîtrise cette incertitude à laquelle toutes les autres sont subordonnées. En effet, l'actionnaire présent ou futur peut décider de se séparer d'une division ou d'une unité qui n'est pas assez rentable. Ceci revient à faire exploser une « bombe atomique » dans l'entreprise. Deux paramètres de cette bombe atomique sont

---

<sup>1</sup> Voir aussi le Chapitre IV.

intéressants à analyser : le *périmètre* au sein duquel elle s'applique (plus ou moins inclusif) et le *seuil* à partir duquel elle se déclenche (le taux de rentabilité). Or dans un LBO, puisque le risque est très élevé, le niveau de rentabilité exigé est également très élevé (disons 25%). Ce risque est à son tour lié à l'effet de levier qui fait peser une menace de faillite de manière permanente sur l'entreprise. Comme toute bombe atomique, celle-ci est utile par sa force dissuasive. Dès les années 1970, Michel Crozier et Erhard Friedberg avaient bien vu que c'était là que résidait le secret du pouvoir « invisible » des directions générales des multinationales sur leurs cadres (Crozier et Friedberg, 1992). Ils écrivent :

« Le niveau *corporate* dispose de l'arme de dissuasion totale, le contrôle de la survie de l'ensemble, arme difficilement utilisable, même si la création d'unités bien distinctes permet d'en fractionner la puissance et donc la rendre plus facilement maniable. Mais c'est le contrôle des critères de rationalité qui permet une intervention plus opérationnelle, et non – insistons sur ce point – la prise de décision à la place des managers. *Il suffit d'élever ou d'abaisser la barre, de changer les taux d'actualisation utilisés pour le calcul de la rentabilité des investissements.* C'est en faisant peser sur leur managers cette épée de Damoclès, que constitue la sanction d'une "mauvaise gestion", que les dirigeants leur imposent une politique beaucoup plus rigoureuse et rationnelle que ne peuvent le faire leurs homologues européens » (p. 342-241)<sup>1</sup>.

Avec le mouvement de la valeur actionnariale, ce pouvoir singulier a simplement été transféré plus haut, au niveau des marchés financiers.

---

<sup>1</sup> Nous soulignons.





## Conclusion générale

---

Dans cette thèse, nous avons interrogé les transformations contemporaines du capitalisme français en prenant pour objet une technique d'acquisition de société nommée *Leveraged Buy-Out*. Après avoir résumé notre argumentation, nous apporterons une réponse à la question de recherche. Puis, nous tirerons les principales implications de notre étude pour la sociologie en général. Enfin, nous ouvrirons sur l'avenir du LBO.

### ***A - LBO et transformations du capitalisme français***

Résumons le cheminement de notre réflexion avant de répondre à la question de savoir quel rôle joue le LBO dans les transformations du capitalisme français.

#### **1) Résumé**

Nous avons globalement procédé en nous déplaçant du niveau macro-social pour aller vers le niveau microsocial en augmentant la résolution de l'analyse. Nous avons d'abord décrit le champ du LBO au sein du marché du contrôle d'entreprise, en montrant l'importance déterminante des banques qui le régulent en assurant un « contrôle écologique ». Les fonds d'investissement opèrent suivant deux modèles idéal-typiques que sont le modèle bancaire et le modèle actionnarial. Ces deux modèles correspondent à deux grandes orientations des fonds : suivant leur position dans leur champ organisationnel, ils n'ont ni les mêmes stratégies ni les mêmes pratiques. Ce sont les grands fonds internationaux qui sont les plus activistes, ils sont plus exigeants sur les critères de rentabilité du capital et prennent plus de risque. A partir de la fin des années 1990, les fonds français les plus établis ont fait face à la concurrence des fonds anglais et américains et ont adopté leurs pratiques comme la gestion pour compte de tiers, le *carve-out*, le *build-up*, les LBO secondaires, les recapitalisations, l'utilisation de divers types de dettes subordonnées, etc. Ces pratiques formaient un tout plus ou moins cohérent, elles permettaient de satisfaire à la fois les industriels, qui pouvaient s'engager dans des stratégies d'expansion, et les banquiers qui pouvaient fabriquer des produits structurés. Une fois la situation difficile du début des années 2000 débloquée par le recours à l'Etat, cette dynamique a débouché sur un processus de cavalerie auquel la chute du système financier a mis fin à partir de l'été 2007.

Ensuite, nous avons explicité la logique des investisseurs. Ceux-ci sont orientés vers la création de valeur actionnariale, c'est-à-dire vers l'augmentation de la rentabilité du capital (en particulier des fonds propres). Ils font le constat d'une situation sous-optimale des entreprises de ce point de vue et s'engagent dans le contrôle de l'entreprise qui doit déboucher sur une meilleure valorisation de leur capital. Dans ce but, ils essaient de solidariser les dirigeants, ils font appel à des tiers et déploient un « appareil de rationalisation ». Le processus de rationalisation actionnarial (i.e., la transformation de l'entreprise en une machine à rentabiliser les fonds propres) est amorti car celui-ci donne lieu à des échanges à la frontière, des tensions, et des conflits, avec les dirigeants d'entreprise voire avec le public. Pour désamorcer ces conflits les investisseurs essaient de se modérer et fabriquent un discours explicatif de leur activité, principalement en direction des dirigeants, des institutionnels et des pouvoirs publics. C'est à ce sujet que nous avons parlé du « LBO français ».

Enfin, nous avons pris la mesure des effets concrets du LBO sur les entreprises. Nous avons vu que ces effets étaient tout à fait contrastés selon un certain nombre de dimensions qui renvoient elles-mêmes à la structure et à la dynamique du champ d'action. Le cas de TechnologieAvancée est un cas typique de LBO des années 2000, puisque c'est une externalisation d'un grand groupe acheté par un fonds opérant suivant le modèle actionnarial et qui a dû s'affronter à la « grande récession ». A la suite de son rachat, la direction générale de cette entreprise, mise en face d'une double contrainte, a établi un compromis entre l'actionnaire et les unités sur la stratégie et la structure qui a débouché sur une restructuration légère. Mais ce compromis a été déstabilisé par l'onde de choc de la crise économique, ce qui a entraîné un revirement stratégique. A partir de là il existait un déphasage entre la direction générale, les unités et l'actionnaire. Celui-ci s'est traduit par une tension permanente entre mobilisation et récalcitrance, concurrence et coopération. Le comportement de l'actionnaire faisait peser une incertitude sur l'ensemble de l'entreprise qui structurait les anticipations des présidents d'unités. En l'absence de garantie sur le fait que le collaborateur présent ne devienne le futur compétiteur, le protectionnisme était l'attitude la plus prudente, en particulier pour les unités occidentales. Les unités se concentraient sur leurs résultats immédiats et freinaient les coopérations qui auraient pourtant pu améliorer la performance du groupe dans le futur ; un cercle vicieux de l'épuisement semblait s'être formé.

## 2) Réponses aux questions

Nous pouvons maintenant répondre au double problème que nous avons identifié en introduction ainsi qu'à notre question générale de recherche.

### a) Causes et conséquences

D'abord, *pourquoi et comment les LBO ont-ils explosé en France dans les années 2000?* Une réponse évidente consiste à dire que le LBO a explosé partout dans le monde, ce qui est vrai. Mais cela ne nous dit pas pourquoi il a explosé en particulier en France. Cela s'explique d'abord par le fait que France disposait d'un terreau favorable à cette explosion depuis la mise en place d'une infrastructure institutionnelle et d'une profession dédiée à l'investissement dans les entreprises non cotées depuis les années 1980. L'arrivée des théories de la valeur actionnariale et la concurrence des fonds anglais et américains ont stimulé les fonds français et ont relancé l'activité. Elles ont donné une nouvelle légitimité au LBO, elles ont offerts de nouvelles stratégies de profit aux fonds français et elles ont déclenché la mobilisation collective de la profession en interne et envers l'Etat. Une fois enrôlés les banques, les dirigeants et les institutionnels, les fonds ont eu accès à des ressources inégalées pour soutenir leur activité.

Ensuite, *qu'est ce que le LBO fait aux entreprises ?* Soulignons tout de suite le caractère trop général de cette question. En réalité, les effets du LBO sont distincts suivant la stratégie des fonds. Il semble que les fonds opérant suivant le modèle actionnarial exposent les entreprises à un risque plus élevé et s'engagent dans de grandes réorganisations, tandis que les fonds opérant suivant le modèle bancaire se contentent d'organiser la transmission de la propriété familiale et de fournir des capitaux aux entreprises en croissance. Un indicateur comme celui de la croissance de l'emploi semble suivre un tel schéma. Au final, cela ne doit pas nous surprendre étant donné la nature très différente des cibles : la plupart des grandes entreprises ont saturé leurs marchés respectifs et doivent trouver d'autres moyens de faire des profits ; les petites entreprises, une fois passé le test de la survie et une fois positionnées sur des marchés en expansion, ne peuvent que croître. Si l'on veut tenter de savoir quelle stratégie prime, il faut garder à l'esprit que les petites entreprises sont les plus nombreuses, mais que ce sont les grandes entreprises qui constituent la plus grande partie du marché en valeur. D'une manière générale, ce sont les *grandes entreprises* qui concentrent l'emploi et la valeur créée dans les économies.

Le cas de TechnologieAvancée permet de montrer que le LBO peut déboucher sur un « compromis sloanien », source de stabilité sociale au niveau le plus élevé de l'entreprise, comme cela s'est passé de 2006 à 2009<sup>1</sup>. Le rôle de la direction générale apparaît crucial pour accommoder les intérêts des actionnaires et des unités. Mais ce cas montre aussi combien ce compromis est fragile : tout choc exogène le fait voler en éclat et ouvre la voie à la factionnalisation du *top management* en raison de la pression à la performance, elle-même fonction de la contrainte systémique créée par l'endettement. Le cercle vertueux se transforme alors en cercle vicieux. On peut faire l'hypothèse que le LBO débouche sur une issue favorable si ce genre de compromis se met en place et lorsque la contrainte systémique est assez forte pour stimuler les cadres dirigeants et assez faible pour éviter la panique au sommet. Cette condition optimale apparaît finalement temporaire puisque le marché du LBO est foncièrement instable : il passe successivement de la crise à l'euphorie qui nourrit une nouvelle crise.

Ces deux interrogations sont liées. En y répondant, nous vérifions une fois de plus que la sphère financière est en relation avec la sphère réelle. Nous expliquons ainsi l'ampleur qu'ont pris des phénomènes comme les bulles spéculatives et les restructurations dans le capitalisme d'aujourd'hui. Cette ampleur est directement liée à l'importance acquise par les professions financières dans la direction de l'économie. Le mécanisme est simple : la concurrence entre professionnels conduit à des valorisations hyperboliques et à des promesses de rendement qui ne peuvent être soutenues qu'en recourant à l'endettement. L'endettement fragilise l'entreprise puisque toute difficulté opérationnelle non anticipée l'amène au bord du dépôt de bilan et la force à tailler massivement dans sa structure de coûts. Comme le suggèrent des auteurs comme Karen Ho, les restructurations ne sont donc pas uniquement des phénomènes exogènes dictés par les nouvelles conditions de la concurrence ; elles dépendent aussi des cycles ou de la volatilité du marché des capitaux, eux-mêmes créés par la dynamique endogène qui est à l'œuvre dans le champ des professionnels de l'investissement.

---

<sup>1</sup> Même si ce compromis sloanien peut se faire au détriment du compromis fordien comme on le verra.

## **b) Le rôle du LBO**

Cela nous amène à répondre à notre question de recherche. Quel rôle joue le LBO dans les transformations du capitalisme français ? A-t-il joué le même rôle qu'aux Etats-Unis dans les années 1980 ?

Pour répondre à cette question, il faut apprécier la nature et l'intensité du changement à l'œuvre. Si la thèse de la neutralité de la finance par rapport à l'économie sous-estime l'ampleur du changement, la thèse d'un changement du *type* de capitalisme sur le mode états-unien semble surestimer l'ampleur du changement. On peut dire que le changement est à la fois étendu et limité. L'étendue du changement peut se mesurer à la croissance spectaculaire de ces opérations et à l'engouement qu'elles ont suscité dans les milieux d'affaire des années 2000 jusqu'à créer une bulle spéculative. Le champ du LBO est étonnamment grand, il fait intervenir des acteurs très divers : des grandes et petites familles, des entreprises industrielles, des banques et des compagnies assurances, en passant par le ministère des finances et les organismes publics. Les opérations de LBO s'épanouissent à la fois dans un espace international et sont enracinées dans le tissu local. Elles produisent de la valeur à capter pour constituer des fortunes considérables pour les investisseurs et les dirigeants d'entreprise. Elles accélèrent le processus de destruction créatrice et le processus de rationalisation productive. En mettant en valeur les critères de rentabilité du capital, elles recomposent le pouvoir dans l'entreprise, en accroissant celui de l'actionnaire au détriment de la direction générale ; en renforçant les fonctions proches du marché au détriment de celles proches de la technique. Mais le changement comporte aussi des limites significatives. Le déploiement de l'arme organisationnelle a fait l'objet d'une traduction dans le langage du capitalisme français, en faisant appel à des notions comme celles de modernisation, de projet industriel et d'harmonie des intérêts. Elle a fait l'objet d'une appropriation par les banques, trop prudentes, et par les dirigeants, trop méfiants, en vue de leur enrôlement. Le LBO ne leur a pas été imposé par la force ou la ruse : ils y ont trouvé leur intérêt à la faveur des modifications de l'environnement économique et institutionnel. Le LBO s'est quelque sorte trouvé auto-limité : sa mécanique comporte une fragilité intrinsèque qui débouche quelquefois sur des faillites d'entreprise par le manque de liquidité et même sur des bulles de crédit. La radicalité de l'arme organisationnelle donne lieu à des résistances et des critiques de la part du public, ce qui inhibe les ardeurs des investisseurs. Enfin, les plans de création de valeur n'atteignent pas

forcément leur but car ils s'affrontent à la déstabilisation de l'ordre social d'entreprise due au changement de propriétaire et à l'incertitude sur son attitude future.

On peut esquisser une comparaison entre les LBO français des années 2000 et les LBO américains des années 1980. Disons d'emblée qu'il s'agit d'une présentation très stylisée. Ceux-ci étaient beaucoup plus fréquemment hostiles, utilisaient un plus fort effet de levier et la vente d'actifs, alors qu'en France ils étaient amicaux, avec un effet de levier moins important en vue de stratégies d'expansion. Aux Etats-Unis, leur justification principale était l'usurpation du pouvoir des actionnaires par les managers qui avaient construit des empires inefficaces, ce qui expliquait la perte de compétitivité des Etats-Unis face au Japon. En France, la faible compétitivité face à la Chine ou l'Allemagne était expliquée par un faible esprit d'entreprise et des PME de trop petite taille. Les entreprises étaient rationnées en capitaux et étouffées par la bureaucratie d'Etat. L'incarnation de l'intérêt général, qui garantit la prospérité pour tous, n'était pas la figure du petit porteur mais celle de l'entrepreneur.

*Tableau 52 : différences idéal-typiques entre les LBO américains des années 1980 et les LBO français des années 2000*

	<b>Etats-Unis dans les années 1980</b>	<b>France dans les années 2000</b>
<i>Attitude envers le management</i>	Hostile	Amical
<i>Prise de risque</i>	Forte	Faible
<i>Stratégie</i>	<i>Asset stripping</i>	<i>Build-up</i>
<i>Justification</i>	Marché libre	Entreprenariat

On peut donc constater que si le LBO libère les forces de la destruction créatrice, le LBO américain des années 1980 mettait plutôt l'accent sur le côté « destructeur » et le LBO français des années 2000 sur le côté « créateur ». On peut donc dire que si le LBO agit bien comme un agent de transformation du capitalisme, il n'agit pas de la même manière que pour les LBO américains. La forme du changement est différente : non pas un changement disruptif mais un changement graduel, non pas une succession mais une sédimentation : bref la « rupture tranquille ».

Cette forme de changement (littéralement une transformation) a pour conséquence le paradoxe suivant : le LBO est capable de faire bifurquer le capitalisme français loin du « compromis d'après-guerre » tout en préservant certaines de ses caractéristiques les plus traditionnelles. En effet, en enrôlant les cadres dirigeants dans un fragile « compromis sloanien », les investisseurs arrachent ceux-ci du « compromis fordien » avec les salariés

ordinaires : les gains de productivité ne semblent pas redistribués en augmentations de salaires mais en dividendes ; l'engagement dans le travail n'a pas pour corollaire les perspectives de carrières et la sécurité de l'emploi, du fait des réorganisations ou de la menace de faillite. Par contre, l'intérêt général continue à être défini par l'essentiel des acteurs comme consistant en « la croissance et l'emploi », l'industrie à être valorisée par rapport à la finance, l'impératif national à être la favorisation des « champions » (renommés leaders européens) et l'entreprise comme le lieu où se confondent les intérêts.

## ***B - Implications sociologiques***

Ce travail contient trois implications pour la sociologie en général. Celles-ci concernent les transformations de l'entreprise et du travail, l'évolution des rapports sociaux et la nature du capitalisme contemporain. Il s'agit bien d'implications qui nécessiteraient donc des vérifications empiriques. De ce fait, notre discussion sera pour l'essentiel de nature spéculative.

### **1) Finance et entreprise**

Cette thèse jette une lumière sur les relations entre le développement de la finance et les transformations de l'entreprise et du travail. Il s'agit d'un grand et difficile sujet que nous allons examiner selon l'angle des transformations des stratégies et des structures des entreprises.

Pour ce qui est des constats sur les stratégies et les structures des entreprises françaises il est utile de se fonder sur l'analyse synthétique de Pierre Veltz (2000). Selon Veltz, on peut dénoter trois changements principaux : une décomposition des entreprises en centres de profits (*business units*) ; l'externalisation des activités jugées périphériques et la multiplication des équipes autonomes. Ces changements sont guidés par trois principes que sont la décentralisation, la contractualisation et la polyvalence. Malgré leurs différences, un grand nombre d'auteurs convergent vers l'idée d'un mouvement de baisse de la centralisation et de diminution de la hiérarchie. Ces évolutions génèrent de nouvelles formes d'entreprise, comme l'entreprise-réseau (Mariotti, 2005) ou l'entreprise modulaire (Sturgeon, 2002). A la limite, l'entreprise n'est plus qu'une tête creuse dont la fonction est de concevoir des produits et de coordonner la production à l'échelle mondiale d'usines dont elle n'est pas propriétaire, selon le modèle de Dell ou Nike. L'histoire de l'entreprise au XX<sup>e</sup> siècle serait ainsi marquée par leur



constitution en grands ensembles puis leur « déverticalisation » progressive (Langlois, 2003 ; Tilly, 2003). Beaucoup d'auteurs mettent en avant les nouvelles conditions de la concurrence comme causes de cette transformation, mais cette explication est insuffisante car les marchés financiers tiennent un rôle tout aussi important dans les deux mouvements de centralisation et de décentralisation industrielle en orchestrant les fusions-acquisitions<sup>1</sup>. De plus, le constat est aussi incomplet puisque comme le souligne Coutrot, s'il y a décentralisation industrielle, celle-ci s'accompagne d'une formidable centralisation financière (Coutrot, 1998).

L'hypothèse que l'on peut avancer est que ces transformations dans les stratégies et structures des entreprises sont liées à la prise en compte croissante des contraintes auxquelles font face les investisseurs qui opèrent dans le marché du contrôle d'entreprise. Ceux-ci constituent une source nouvelle et importante d'incertitude que les directions générales essaient de maîtriser et qui les amène à se plier à certaines de leurs attentes. Dans le marché du contrôle, l'entreprise est un paquet d'actifs qui peuvent être achetés et vendus. L'incertitude marchande sur la valeur de ces actifs pousse les investisseurs à vouloir les codifier, à les normaliser en références aux biens connexes et à pouvoir les combiner selon le plus grand nombre de possibilités. Cela se traduit par la triple exigence selon laquelle l'entreprise doit être lisible, comparable et liquide. En effet, la stratégie et la structure de l'entreprise doit être facilement compréhensible pour l'évaluateur externe ; celle-ci doit pouvoir être comparée aux autres entreprises en termes de critères de performances standards ; ces diverses parties doivent être assez séparables pour être vendues si elles sont plus valorisables sur le marché. Toujours dans cette optique, la mise en valeur des unités et équipes autonomes découlent d'un mode de contrôle du travail qui est le « pilotage par les résultats » : on considère l'activité comme trop complexe pour être dirigée et on la constitue en une boîte noire que l'on contrôle de l'extérieur par des indicateurs synthétiques. Il s'agit d'indicateurs financiers qui mesurent l'efficacité de l'utilisation du capital et que l'on peut décliner du niveau stratégique jusqu'à un niveau assez opérationnel. Ce type d'indicateurs a été élaboré dans les firmes diversifiées pour gérer des lignes de produits de plus en plus nombreuses et pour gérer des activités lointaines dans les firmes multinationales, mais elles peuvent être reliées aux mesures de création de

---

<sup>1</sup> Pour la première vague aux Etats-Unis, voir les travaux de William Roy et de Harland Prechel (Prechel, 2000 ; Roy, 1999).

valeur. Dans cette optique le « pilotage par les résultats » peut-être facilement mobilisé dans un gouvernement à distance par les actionnaires.

Qu'en est-il dans notre cas ? On a en effet décrit le travail des investisseurs qui emploient le raisonnement analytique et analogique afin d'évaluer les entreprises. Les investisseurs ont acheté TechnologieAvancée à Systémix car ils la considéraient comme sous-valorisée. A TechnologieAvancée, les actionnaires ont poussé à la restructuration et à la réorganisation en partie sur des critères de lisibilité. La forme organisationnelle qui a été adoptée (multidivisionnelle) est probablement la forme la plus standard d'entreprise. Une fois l'émissaire du fonds d'investissement nommé, celui-ci a abandonné la création d'interdépendances au niveau du groupe pour les placer au niveau des divisions, probablement dans l'idée qu'elles puissent ensuite être vendues séparément. Par contre, les investisseurs n'ont pas « déverticalisé » l'entreprise mais l'ont au contraire structurée. La trajectoire de TechnologieAvancée s'apparente plutôt au mouvement de fusions du début du XX<sup>e</sup> siècle décrit par Chandler. Le pilotage par les résultats s'observe aussi dans notre cas, à un triple niveau. Au niveau des fonds et des entreprises, on a vu que le rôle principal des investisseurs était la vérification que l'entreprise « fait son plan ». A TechnologieAvancée, le fonds d'investissement agissait dans la plupart des cas en posant des questions et faisant des suggestions ou bien par personnes interposées. Au niveau du groupe, le PDG laissait une grande liberté aux présidents d'unités pour ne pas casser la dynamique interne de chacun des centres de profit. Comme le disait le directeur de la R&D, la contrainte est par les résultats financiers. Au niveau des unités, le contrôle était plus *top-down* mais elles opéraient toutes avec des *business units* et la gestion par projet. Les cadres dirigeants et intermédiaires étaient évalués sur des objectifs en grande partie financiers, comme l'EBITDA ou l'*Operating Cash-Flow*. Le pilotage par les résultats consiste en fait à organiser une hiérarchie d'évaluateurs qui comparent des indicateurs de plus en plus synthétiques à mesure que l'on remonte le long de celle-ci.

Ces transformations des entreprises, qu'on peut résumer en une décentralisation industrielle accompagnée d'une centralisation financière, ont un certain nombre de conséquences sur le travail. Comme le souligne Richard Sennett, ces conséquences ont pour point commun la difficulté à former du « capital social » dans l'entreprise (Sennett, 2006). Il est vrai que le développement des équipes autonomes requiert de nouvelles compétences que l'on peut appeler des « compétences sociales » et des « compétences psychologiques ». Mais

le capital social ainsi formé est attaché à un individu et, s'il est associé au groupe, il apparaît de faible portée à la fois dans l'espace et dans le temps. La concurrence entre équipes induite par la comparaison à de multiples niveaux et l'abaissement des perspectives de carrière ainsi que de la sécurité de l'emploi<sup>1</sup> sont aussi de nature à développer un capital social de nature fondamentalement local. De nombreux auteurs ont souligné le paradoxe qui résulte de cette situation : les salariés sont appelés à s'engager plus fortement dans leur travail sans percevoir les avantages qui y étaient traditionnellement associés et qui faisaient partie du compromis fordien (Coutrot, 1998 ; DiMaggio, 2009 ; Durand, 2012). On a pu voir ce type d'effets à TechnologieAvancée. La direction générale échouait à créer de la coopération entre les différentes unités. Celles-ci n'avaient pas cessé d'être concurrentes alors même qu'elles étaient entrées dans le même groupe. Le LBO avait un effet indirect mais observable sur la difficulté de créer des coopérations au niveau du groupe. L'instabilité de l'actionnariat et les restructurations du secteur en général créaient une incertitude sur le périmètre de la coopération : rien ne garantissait que le collaborateur ne devienne le concurrent. De ce fait le sentiment d'appartenance au groupe était faible et c'était l'unité qui restait le lieu de l'identification. La solidarité restait fondamentalement nationale, voire locale, mais pas mondiale. C'est pour remédier à ce problème que la direction générale avait unifié les marques du groupe : se donner le même nom était un signal envoyé aux salariés pour les rassurer<sup>2</sup>.

Enfin, le LBO nous permet de prendre conscience du lien qui existe entre contraintes économiques dues à la nécessité de valoriser le capital et certaines méthodes de gestion. Le capital est d'autant plus productif que sa vitesse de circulation dans le processus de production est grande. Une plus grande exigence de rentabilité du capital conduit à vouloir accélérer la circulation de cette quantité. Cela conduit les managers à vouloir se débarrasser des stocks et plus largement des ressources improductives (*slack*), comme dans le toyotisme et plus largement dans la « production maigre » (*lean manufacturing*). Une hypothèse est que les entreprises ont adopté des méthodes de *lean manufacturing* à partir des années 1980 pour rétablir la rentabilité du capital qu'elles avaient perdue dans les années 1970 avec l'épuisement

---

<sup>1</sup> L'abaissement des perspectives de carrières et de la sécurité de l'emploi sont elles-mêmes liées à l'ampleur et l'intensité des restructurations.

<sup>2</sup> C'était aussi un critère de lisibilité vis-à-vis des clients et des bailleurs de fonds.

du régime d'accumulation fordiste. Voilà pourquoi le LBO présente les mêmes effets pervers que la production maigre : l'entreprise fonctionne sans *slack* (« à son optimum »), puisque les poches de *cash* sont absorbées et remontées sous forme de dividendes pour rembourser la dette d'acquisition. Ceci rend l'entreprise plus fragile aux aléas de l'environnement (Pardi, 2005 ; Rot, 2002). On peut aussi rendre le capital plus productif d'une manière plus fruste qui consiste simplement à réduire la base d'actifs, ce qui expliquerait la popularité des stratégies de sous-traitance et d'externalisation (Aglietta et Rebérioux, 2004).

## 2) Finance et structure sociale

Cette thèse jette une lumière sur les transformations de l'entreprise depuis les années 1970 mais aussi plus largement sur l'évolution des rapports sociaux sur la même période. Le LBO permettrait la reprise en main de l'économie par les actionnaires qui essaient de résoudre le problème de la « séparation de la propriété et du contrôle », en même temps qu'il serait un outil performant de capture de valeur qui ajoute sa contribution à la « polarisation » de certaines sociétés occidentales.

D'une part, comme on l'a vu, les actionnaires peuvent s'attacher les dirigeants d'entreprise en les arrachant au compromis fordien avec les salariés ordinaires. D'une manière plus générale, le mouvement de la valeur actionnariale a comme objectif de mettre fin au problème de la « séparation de la propriété et du contrôle » de l'entreprise. Le constat de la perte de pouvoir des propriétaires au profit des gestionnaires a été identifié par Adolf Berle et Gardiner Means dans les années 1930 et a donné lieu à de nombreux débats sur sa véracité (Berle et Means, 1991 [1932]). En effet cette interrogation est une source de controverses entre différents courants des sciences sociales, notamment ceux issus du libéralisme et du marxisme. La controverse s'est développée aux Etats-Unis et a ensuite été importée en France. A titre d'exemple on pourra se reporter aux travaux de John Kenneth Galbraith et Daniel Bell pour le premier groupe (Bell, 2008 [1973] ; Galbraith, 2007 [1967]) et C. Wright Mills, G. William Domhoff et Maurice Zeitlin pour le second groupe (Domhoff, 2006 ; Mills, 1999 [1956] ; Zeitlin, 1974). Sans prendre parti dans cette controverse, on peut tout de même noter que le LBO donne fondamentalement l'avantage aux propriétaires sur les gestionnaires. Evidemment, les dirigeants ne sont pas dépourvus d'atouts comme on a pu le voir au Chapitre III et VIII, car aucune relation de pouvoir n'est unilatérale. Mais, si l'on se reporte aux *facteurs structurels* de pouvoir au sein des conseils d'administration mis au jour par Mayer

Zald (cf. Tableau 50 Chapitre VII), il faut bien admettre que cette relation est déséquilibrée en faveur des actionnaires. C'est pourquoi le LBO est une « arme organisationnelle » que peuvent mobiliser les actionnaires professionnels pour reprendre la main sur les entreprises. Grâce à celle-ci, ils peuvent jouer sur un effet de levier social envers les cadres dirigeants qui maîtrisent l'incertitude de la création de valeur. D'une manière générale il ne semble pas permis de dire que les clivages de classes perdent de leur pertinence dans les sociétés occidentales.

Ce point de vue ne semble pas pertinent non plus si l'on examine l'évolution des rapports sociaux, non pas du point de vue du pouvoir, mais du point de vue de la distribution des ressources économiques (revenu et patrimoine). Il est désormais connu que les inégalités de revenu se sont considérablement accrues aux Etats-Unis depuis les années 1970 (Piketty et Saez, 2003). Dans un ouvrage récent, Thomas Piketty montre aussi que les inégalités de patrimoine, qui sont traditionnellement beaucoup plus concentrées, se sont aussi accrues (Piketty, 2013). Kaplan et Rauh montrent que parmi les bénéficiaires de cette montée des inégalités figurent les personnes travaillant dans le secteur financier, et en particulier les investisseurs du secteur de la gestion alternative, dont font partie les investisseurs de PE (Kaplan et Rauh, 2010). Les constats concernant la France étaient plus flous jusqu'au travail récent d'Olivier Godechot qui montre que les inégalités de revenu ont bien augmenté à partir du milieu des années 1990, tirées par le haut de la distribution (Godechot, 2012). Cet auteur montre que le secteur financier explique une grande partie de cette hausse. Il a pu dégager un mécanisme microsocial qui explique en partie le décrochage des plus hauts revenus au niveau macro-social et qu'il appelle le « *hold-up* » (Godechot, 2007). Il existe d'autres mécanismes microsociaux qui peuvent expliquer la plus grande asymétrie de la distribution des ressources et qui sont liés à l'adoption des stratégies de création de valeur actionnariale par les entreprises (Goldstein, 2012 ; Sakamoto et Kim, 2010 ; Shin, 2014 ; Tomaskovic-Devey et Lin, 2013). Fligstein et Shin vont même jusqu'à dire que les stratégies de la valeur actionnariale sont une forme renouvelée de lutte des classes (Fligstein et Shin, 2007). De ce point de vue, on pourrait, avec Froud et Williams, analyser le LBO comme étant une arme organisationnelle non seulement qui arrache les dirigeants du « compromis fordien », mais aussi comme étant une arme organisationnelle qui accroît et redistribue la valeur créée par l'entreprise vers les coalitions de banquiers, d'investisseurs et de dirigeants d'entreprise (auxquels on pourrait ajouter l'écologie de professionnels des affaires qui gravitent autour du

LBO) (Froud et Williams, 2007)<sup>1</sup>. En effet, la plupart des études montrent que les LBO se traduisent par une pression à la baisse sur les salaires, alors même que les investisseurs et les dirigeants peuvent tirer partie de ces opérations en accumulant des richesses grâce aux systèmes d'intéressement (à condition que la conjoncture soit porteuse). De ce point de vue, le LBO est une technologie sociale proche d'une pompe et contribue par ce biais à la polarisation mise en évidence par Piketty ou Godechot.

### 3) La signification sociale de la dette

La thèse jette enfin une lumière sur la nature singulière du capitalisme contemporain. Celui-ci semble caractérisé par la centralité de l'endettement dans l'économie. Endettement des ménages, endettement des Etats et endettement des entreprises. Cette centralité de l'endettement remet au devant de la scène le rôle des banques par rapport aux multinationales et même par rapport aux « marchés » (Vitali, Glattfelder et Battiston, 2011). Il semble pertinent de qualifier le capitalisme contemporain de « capitalisme financier » si l'on retient la définition originelle de Rudolf Hilferding comme « fusion du capital bancaire et du capital industriel » (Hilferding, 1970 [1910]). Le LBO entre parfaitement dans le cadre de cette définition, mais il ajoute un nouvel acteur appelé « investisseur ». Cet acteur est-il fondamentalement nouveau ? On a vu que pour une grande partie, non : beaucoup de fonds appartiennent à des banques ou sont des externalisation des banques. Les fonds d'investissement doivent donc être considérés comme faisant partie du *shadow banking system*, et de fait, c'est ainsi qu'ils sont considérés par les régulateurs.

Ce rôle central des banques nous amène à nous interroger plus fondamentalement sur la nature anthropologique de la dette. De Marcel Mauss jusqu'à David Graeber, la dette est conceptualisée comme une relation sociale « totale », puisque c'est à la fois un lien moral et une relation de pouvoir (Graeber, 2012 ; Mauss, 2012 [1925]). En effet, d'une part le débiteur est lié à son créancier par la *promesse* de rembourser ce qui lui est dû ; cet attachement est la juste contrepartie de la *confiance* que le second a accordée au premier. D'autre part, l'asymétrie dans la distribution de l'argent fait que le créancier et le débiteur n'appartiennent bien souvent pas au même groupe social, et que cette situation peut se perpétuer de

---

<sup>1</sup> Voir aussi les travaux de Shleifer et Summers et Appelbaum et Batt (Appelbaum et Batt, 2014 ; Shleifer et Summers, 1988).

génération en génération. Les relations de crédateurs à débiteurs forment donc de longues chaînes de dépendances qui ne sont pas sans rappeler, sous une autre forme, celles de la société d'Ancien Régime. Même si la dénonciation des « féodalités financières » est un thème privilégié du populisme, il est difficile d'échapper à cette conclusion. Cela étant dit, il faut se garder de penser que le jeu social de la dette est fermé. En effet, si le crédateur a le malheur d'avoir concentré ses prêts sur un débiteur, ou bien si les débiteurs se réunissent pour ne former plus qu'un, c'est le premier qui est dépendant du second. Il suffit alors d'une prise de conscience du ou des débiteurs, pour que le rapport social s'inverse complètement.

### ***C - Repousser le mur de la dette***

Nous proposons de finir cette conclusion sur les évolutions actuelles du LBO. Pour cela nous allons résumer de manière cursive les événements qui se sont déroulés depuis 2009, voir qu'un nouveau cycle d'organisation collective a été enclenché et que les fonds d'investissement ont pu profiter de la politique monétaire accommodante des banques centrales, à une échelle jusque-là inégalée.

Comme on l'a vu, l'année 2009 est sombre pour les fonds de LBO puisque leurs entreprises connaissent des difficultés, leurs investisseurs ne veulent plus leur donner d'argent et ils font face aux attaques des régulateurs. Cependant, la baisse radicale des taux d'intérêt de la part de la Fed et de la BCE ont permis aux fonds d'investissement d'entamer le refinancement de leurs entreprises pour qu'elles échappent au dépôt de bilan. Ceux-ci disposent toujours de l'argent qu'ils ont levé en 2006 et 2007 et dont ils se servent notamment pour opérer des consolidations industrielles. En 2010, un timide rebond de l'activité se produit mais est stoppé par la crise de la dette européenne en 2011. En 2012, les fonds français résistent victorieusement aux attaques du gouvernement de François Hollande, notamment en organisant le mouvement des « pigeons » conjointement avec des organisations proches d'eux comme Croissance Plus. Ils développent leur communication de manière beaucoup plus large qu'auparavant auprès des médias, en particulier BFM business. Ils demandent aussi de nouveaux avantages pour sortir la France de la crise et retrouver la croissance (l'AFIC s'est d'ailleurs renommée Association Française des Investisseurs pour la Croissance). Les Etats-Unis restent le premier marché du LBO. Là-bas, la politique d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) de la Fed encourage les banques à prêter aux fonds d'investissement comme jamais : à partir de 2012 les marchés des *leveraged loans* et des *high-yield bonds*

explosent. Les banques s'en servent pour fabriquer des produits structurés tandis que les fonds refinancent leurs entreprises à tour de bras et essaient de les vendre à la bourse. Ces comportements sont imités par les fonds européens. Pratiquement tous les régulateurs voient ces évolutions d'un mauvais œil.

On voit donc que les fonds, d'abord aux Etats-Unis puis en Europe, ont enclenché un nouveau cycle. Par rapport au précédent, ce cycle est marqué par le refinancement des entreprises sous LBO : celles-ci contractent de nouveaux prêts à des taux plus avantageux pour repousser toujours plus loin le « mur de la dette ».





## Bibliographie

---

- ABBOTT A., 2001, *Chaos of Disciplines*, University of Chicago Press.
- AGLIETTA M., REBERIOUX A., 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel.
- ALBERT M., 1991, *Capitalisme contre Capitalisme*, Paris, Seuil.
- ALBOUY M., 2003, *Décisions financières et création de valeur*, Paris, Économica.
- ALCHIAN A.A., DEMSETZ H., 1972, « Production, Information Costs, and Economic Organization », *The American Economic Review*, 62, 5, p. 777–795.
- AMABLE B., 2005, *Les cinq capitalismes: Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*, Paris, Seuil.
- AMESS K., BROWN S., THOMPSON S., 2007, « Management Buyouts, Supervision and Employee Discretion », *Scottish Journal of Political Economy*, 54, 4, p. 447–474.
- AMESS K., WRIGHT M., 2007, « The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK », *International Journal of the Economics of Business*, 14, 2, p. 179–195.
- ANDERS G., 1992, « The “barbarians” in the boardroom », *Harvard Business Review*, 70, 4, p. 79–87.
- APPELBAUM E., BATT R., 2014, *Private Equity at Work: When Wall Street Manages Main Street*, New York, Russell Sage Foundation Publications.
- AXELSON U., JENKINSON T., STRÖMBERG P.J., WEISBACH M., 2012, « Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts », CEPR Discussion Paper, 8914.
- AYRES R.U., 1998, *Turning point: an end to the growth paradigm*, London, Earthscan Publications.
- BACON N., WRIGHT M., SCHOLES L., MEULEMAN M., 2010, « Assessing the impact of private equity on industrial relations in Europe », *Human Relations*, 63, 9, p. 1343–1370.
- BACON N., WRIGHT M., DEMINA N., BRUINING H., BOSELIE P., 2008, « The effects of private equity and buy-outs on HRM in the UK and the Netherlands », *Human Relations*, 61, 10, p. 1399–1433.
- BATESON G., 2008, *Vers une écologie de l'esprit : Tome 2*, Paris, Seuil.
- BEDU N., MONTALBAN M., 2014, « Analysing the uneven development of private equity in Europe: legal origins and diversity of capitalism », *Socio-Economic Review*, 12, 1, p. 33-70.
- BEDU N., PALARD J.-E., 2014, « L’impact des LBO sur la défaillance des entreprisesLe cas des cibles françaises (2000-2010) », *Finance Contrôle Stratégie*, 17-2.
- BELL D., 2008, *The Coming Of Post-industrial Society*, New York, Basic Books.
- BENDIX R., 1956, *Work and Authority in Industry: Managerial Ideologies in the Course of Industrialization*, New Brunswick, Transaction Publishers.

- BERGER S., 2006, *Made in monde : Les nouvelles frontières de l'économie mondiale*, Paris, Seuil.
- BERLE A., MEANS G., 1991, *The Modern Corporation and Private Property*, New Brunswick, Transaction Publishers.
- BERNSTEIN P.L., 2000, *Des idées capitales*, Paris, Presses Universitaires de France.
- BEUNZA D., STARK D., 2004, « Tools of the trade: the socio-technology of arbitrage in a Wall Street trading room », *Industrial and Corporate Change*, 13, 2, p. 369-400.
- BLAU P.M., 1963, *The dynamics of bureaucracy: a study of interpersonal relations in two Government agencies*, Chicago, University of Chicago Press.
- BLAU P.M., 1977, *Inequality and Heterogeneity: A Primitive Theory of Social Structure*, Londres, Macmillan Company.
- BOLTANSKI L., 1981, « America, America... [Le Plan Marshall et l'importation du "management"] », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, 38, 38, p. 19-41.
- BOLTANSKI L., CHIAPELLO E., 2011, *Le nouvel esprit du capitalisme*, Gallimard.
- BOUCLY Q., SRAER D., THESMAR D., 2011, « Growth LBOs », *Journal of Financial Economics*, 102, 2, p. 432-453.
- BOUSSARD V., 2008, *Sociologie de la gestion : Les faiseurs de performance*, Paris, Belin.
- BOUSSARD V., 2013, « Qui crée la création de valeur? », *La nouvelle revue du travail*, 3.
- BOUSSARD V., DUJARIER M.-A., 2014, « Les représentations professionnelles en question. Le cas des intermédiaires dans les fusions-acquisitions », *Sociologie du Travail*, 56, 2, p. 182-203.
- BOUSSARD V., MAUGERI S., 2003, *Du politique dans les organisations: sociologies des dispositifs de gestion*, Paris, L'Harmattan.
- BREIGER R.L., 1974, « The Duality of Persons and Groups », *Social Forces*, 53, 2, p. 181-190.
- BURAWOY M., 1979, *Manufacturing Consent: Changes in the Labor Process Under Monopoly Capitalism*, Chicago, University of Chicago Press.
- BURROUGH B., HELYAR J., 2003, *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*, New York, HarperCollins.
- BURT R., 1995, *Structural Holes: The Social Structure of Competition*, Cambridge, Harvard University Press.
- CALDER L., 2001, *Financing the American Dream: A Cultural History of Consumer Credit*, Princeton, Princeton University Press.
- CALLON M., 1998, *The laws of the markets*, Oxford; Malden, Blackwell Publishers/Sociological Review.
- CALLON M., MUNIESA F., 2003, « Les marchés économiques comme dispositifs collectifs de calcul », *Réseaux*, n° 122, 6, p. 189-233.
- CHAMPENOIS C., 2011, « Stabilité et transformation des règles », dans FRANÇOIS P. (dir.), *Vie et mort des institutions marchandes*, Presses de Sciences-Po, Paris, p. 109-138.

- CHARREAUX G., 2002, « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue française de gestion*, n° 141, 5, p. 77-107.
- CHASE I.D., 1980, « Social Process and Hierarchy Formation in Small Groups: A Comparative Perspective », *American Sociological Review*, 45, 6, p. 905-924.
- CHAUVIN P.-M., 2011, « Architecture des prix et morphologie sociale du marché », *Revue française de sociologie*, Vol. 52, 2, p. 277-309.
- CHAZEL F., 1983, « Pouvoir, structure et domination », *Revue française de sociologie*, 24, 3, p. 369-393.
- CHENU A., 2008, « Des sentiers de la gloire aux boulevards de la célébrité », *Revue française de sociologie*, 49, 1, p. 3- 52.
- CHESNAIS F., 1994, *La mondialisation du capital*, Paris, Syros.
- CHEVALIER M., LANGLOIS D., 2010, *Private equity et management de l'entreprise*, Paris, Economica.
- CHOUDHRY M., JOANNAS D., PEREIRA R., PIENAAR R., 2010, *Capital Market Instruments: Analysis and Valuation*, Harlow, Palgrave Macmillan.
- COHEN M.D., MARCH J.G., OLSEN J.P., 1972, « A Garbage Can Model of Organizational Choice », *Administrative Science Quarterly*, 17, 1, p. 1-25.
- COLLA P., IPPOLITO F., WAGNER H.F., 2012, « Leverage and pricing of debt in LBOs », *Journal of Corporate Finance*, 18, 1, p. 124-137.
- COMET C., 2011, « Anatomy of a Fraud: Trust and Social Networks », *Bulletin of Sociological Methodology/Bulletin de Méthodologie Sociologique*, 110, 1, p. 45-57.
- CONSEIL D'ANALYSE ECONOMIQUE, 2008, « Private Equity et capitalisme français ».
- CORIAT B., 2008, « L'installation de la Finance en France. », *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, 3/4.
- COUTROT T., 1998, *L'entreprise néo-libérale: nouvelle utopie capitaliste?*, La Découverte, Paris.
- CROZIER M., 1971, *Le phénomène bureaucratique*, Paris, Seuil.
- CROZIER M., FRIEDBERG E., 1992, *L'acteur et le système: Les contraintes de l'action collective*, Paris, Seuil.
- CULPEPPER P.D., 2010, *Quiet Politics and Business Power: Corporate Control in Europe and Japan*, New York, Cambridge University Press.
- CULPEPPER P.D., PALIER B., HALL P.A., 2008, *Changing France: The Politics that Markets Make*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- DALTON M., 1959, *Men who manage: fusions of feeling and theory in administration*, Hoboken, Wiley.
- DAVIS G.F., 2009a, *Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America*, Oxford, Oxford University Press.
- DAVIS G.F., DIEKMANN K.A., TINSLEY C.H., 1994, « The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The Deinstitutionalization of an Organizational

- Form », *American Sociological Review*, 59, 4, p. 547–570.
- DAVIS G.F., STOUT S.K., 1992, « Organization Theory and the Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets, 1980-1990 », *Administrative Science Quarterly*, 37, 4, p. 605–633.
- DAVIS G.F., THOMPSON T.A., 1994, « A Social Movement Perspective on Corporate Control », *Administrative Science Quarterly*, 39, 1, p. 141–173.
- DAVIS S.J., HALTIWANGER J.C., HANDLEY K., JARMIN R.S., LERNER J., MIRANDA J., 2013, « Private Equity, Jobs, and Productivity », Working Paper, n° 19458, National Bureau of Economic Research.
- DELFOSSÉ A., 1988, *Holdings et reprise d'entreprise*, Paris, Les éditions d'organisation.
- DEMIROGLU C., JAMES C.M., 2010, « The role of private equity group reputation in LBO financing », *Journal of Financial Economics*, 96, 2, p. 306–330.
- DENORD F., 2007, *Néo-libéralisme version française : Histoire d'une idéologie politique*, Paris, Demopolis.
- DENORD F., LAGNEAU-YMONET P., THINE S., 2011, « Le champ du pouvoir en France », *Actes de la recherche en sciences sociales*, n° 190, 5, p. 24–57.
- DESBRIERES P., BROYE G., 2000, « Les critères d'évaluation des investisseurs en capital: le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, 3, 3, p. 5–43.
- DESBRIERES P., SCHATT A., 2002, « L'incidence des LBO sur la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes acquises: le cas français », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 5, 4, p. 79–106.
- DIETRICH P., LOISON M., ROUPNEL M., 2010, « Articuler les approches quantitatives et qualitative », dans PAUGAM S. (dir.), *L'enquête sociologique*, Paris, Presses Universitaires de France.
- DIMAGGIO P., 2009, *The Twenty-First-Century Firm: Changing Economic Organization in International Perspective*, Princeton, Princeton University Press.
- DIMAGGIO P.J., POWELL W.W., 1983, « The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields », *American Sociological Review*, 48, 2, p. 147–160.
- DIPRETE T.A., EIRICH G.M., 2006, « Cumulative Advantage as a Mechanism for Inequality: A Review of Theoretical and Empirical Developments », *Annual Review of Sociology*, 32, 1, p. 271–297.
- DJELIC M.-L., ZARLOWSKI P., 2005, « Entreprises et gouvernance en France : perspectives historiques et évolutions récentes », *Sociologie du travail*, 47, 4, p. 451–469.
- DOBBIN F., JUNG J., 2010, « The misapplication of Mr Michael Jensen: how agency theory brought down the economy and why it might again », dans LOUNSBURY M., HIRSCH P.M. (dirs.), *Markets on trial: the economic sociology of the U.S. financial crisis*, Emerald Group Publishing, Bingley, p. 29–64.
- DOBBIN F., ZORN D., 2005, « Corporate malfeasance and the myth of shareholder value », dans DAVIS D.E. (dir.), *Political Power and Social Theory*, Emerald Group Publishing,

- Bingley, p. 179–198.
- DOGANOVA L., 2014, « Décompter le futur », *Sociétés contemporaines*, 93, 1, p. 67–87.
- DOMHOFF G.W., 2006, *Who rules America? Power and politics, and social change*, New York, McGraw-Hill.
- DUPUY F., 2011, *Lost in management : La vie quotidienne des entreprises au XXIe siècle*, Paris, Seuil.
- DURAND J.-P., 2012, *La Chaîne invisible. Travailler aujourd'hui : flux tendu et servitude volontaire*, Paris, Seuil.
- DURKHEIM E., 2003, *Les formes élémentaires de la vie religieuse: le système totémique en Australie*, Paris, Presses Universitaires de France.
- ESCANDE P., GODELUCK S., 2008, *Les pirates du capitalisme: comment les fonds d'investissement bousculent les marchés*, Paris, Albin Michel.
- EYMARD-DUVERNAY F., 2006, « L'économie des conventions, méthodes et résultats : Tome 1 », Paris, La Découverte.
- FAMA E.F., JENSEN M.C., 1983a, « Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics*, 26, 2, p. 327–349.
- FAMA E.F., JENSEN M.C., 1983b, « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, 26, 2, p. 301–325.
- FESTINGER L., 1962, *A Theory of Cognitive Dissonance*, Stanford, Stanford University Press.
- FLIGSTEIN N., 1993, *The Transformation of Corporate Control*, Cambridge, Harvard University Press.
- FLIGSTEIN N., 2002, *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*, Princeton, Princeton University Press.
- FLIGSTEIN N., MCADAM D., 2012, *A Theory of Fields*, New York, Oxford University Press.
- FLIGSTEIN N., SHIN T., 2007, « Shareholder Value and the Transformation of the U.S. Economy, 1984–2001 », *Sociological Forum*, 22, 4, p. 399–424.
- FOUREAULT F., 2011a, « The rise and fall of French Leveraged Buy-Out in the 2000's: a descriptive analysis of collective effervescence. ».
- FOUREAULT F., 2011b, « Structure et développement des Leveraged Buy-Outs en France, 2000-2009 ».
- FOX J., 2008, *Applied Regression Analysis and Generalized Linear Models*, Thousand Oaks, SAGE Publications.
- FOX J., 2011, *The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*, New York, HarperBusiness.
- FRANÇOIS P., 2008, *Sociologie des marchés*, Paris, Armand Colin.
- FREELAND R.F., 2005, *The Struggle for Control of the Modern Corporation: Organizational Change at General Motors, 1924-1970*, Cambridge, Cambridge University Press.
- FRIEDBERG E., 1997, *Le pouvoir et la règle*, Paris, Seuil.

- FROUD J., WILLIAMS K., 2007, « Private Equity and the Culture of Value Extraction », *New Political Economy*, 12, 3, p. 405–420.
- GALBRAITH J.K., 2007, *The New Industrial State*, Princeton, Princeton University Press.
- GARGIULO M., 1993, « Two-Step Leverage: Managing Constraint in Organizational Politics », *Administrative Science Quarterly*, 38, 1, p. 1–19.
- GASPAR J.-M., 2012, « The Performance of French LBO Firms: New data and new results », *Finance*, Vol. 33, 2, p. 7- 60.
- GEERTZ C., 1973, *The Interpretation of Cultures: Selected Essays*, New York, Basic Books.
- GILLIGAN J., WRIGHT M., 2010, « Private Equity demystified: an explanatory guide », Center For Management Buy-Out Research.
- GLASER B.G., STRAUSS A., 2010, *La découverte de la théorie ancrée: Stratégies pour la recherche qualitative*, Paris, Armand Colin.
- GODECHOT O., 2000, « Le bazar de la rationalité. Vers une sociologie des formes concrètes de raisonnement », *Politix*, 13, 52, p. 17–56.
- GODECHOT O., 2005, *Les traders : Essai de sociologie des marchés financiers*, Paris, La Découverte.
- GODECHOT O., 2007, *Working rich : Salaires, bonus et appropriation du profit dans l'industrie financière*, Paris, La Découverte.
- GODECHOT O., 2009, « Concurrence et coopération sur les marchés financiers : les apports des études sociales de la finance », dans STEINER P., VATIN F. (dirs.), *Traité de sociologie économique*, Presses Universitaires de France, Paris.
- GODECHOT O., 2012, « Is finance responsible for the rise in wage inequality in France? », *Socio-Economic Review*, 10, 3, p. 447–470.
- GOFFMAN E., 1974, *Les rites d'interaction*, Paris, Editions de Minuit.
- GOLDSTEIN A., 2012, « Revenge of the Managers Labor Cost-Cutting and the Paradoxical Resurgence of Managerialism in the Shareholder Value Era, 1984 to 2001 », *American Sociological Review*, 77, 2, p. 268–294.
- GOULDNER A.W., 1964, *Patterns of industrial bureaucracy*, New York, Free Press.
- GRAEBER D., 2012, *Debt: The First 5,000 Years*, New York, Melville House.
- GRAFMEYER Y., JOSEPH I., 2009, *L'école de Chicago: naissance de l'écologie urbaine*, Paris, Flammarion.
- GRANICK D., 1979, *The Red Executive*, New York, Ayer Co Publications.
- GRANOVETTER M., 1985, « Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness », *American Journal of Sociology*, 91, 3, p. 481–510.
- GUERY-STEVENOT A., 2006, « Conflits entre investisseurs et dirigeants », *Revue française de gestion*, n° 164, 5, p. 157–180.
- GURKAYNAK R., 2005, « Econometric Tests of Asset Price Bubbles: Taking Stock », Federal Reserve Working Papers, Finance, n°0504008.

- HALL, P.A., SOSKICE, D. (dirs.), 2001, *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford, Oxford University Press.
- HANNAN M.T., FREEMAN J., 1977, « The Population Ecology of Organizations », *American Journal of Sociology*, 82, 5, p. 929–964.
- HARRIS R.S., JENKINSON T., KAPLAN S.N., STUCKE R., 2014, « Has Persistence Persisted in Private Equity? Evidence from Buyout and Venture Capital Funds », SSRN Scholarly Paper, n° 2304808, Rochester, Social Science Research Network.
- HAVEMAN H., KEISTER L., 2004, « The effects of domain overlap and non-overlap on organizational performance, growth and survival », dans DOBBIN F. (dir.) *The sociology of the economy*, New York, Russel Sage Foundation.
- HECHT G., 2009, *The Radiance of France: Nuclear Power and National Identity after World War II*, New Baskerville, MIT Press.
- HILFERDING R., 1970, *Le capital Financier : étude sur le développement du capitalisme*, Paris, Editions de Minuit.
- HIRSCH P.M., 1986, « From Ambushes to Golden Parachutes: Corporate Takeovers as an Instance of Cultural Framing and Institutional Integration », *American Journal of Sociology*, 91, 4, p. 800–837.
- HO K., 2009, *Liquidated: An Ethnography of Wall Street*, Durham and London, Duke University Press.
- JACKALL R., 1989, *Moral Mazes: The World of Corporate Managers*, Oxford, Oxford University Press.
- JACQUILLAT B., 2008, « Les rémunérations des dirigeants dans le capital-investissement », *Revue d'économie financière*, 93, 3, p. 155–166.
- JACQUILLAT B., SOLNICK B., 2009, *Marchés financiers gestion de portefeuille et des risques*, Paris, Dunod.
- JELIC R., WRIGHT M., 2011, « Exits, Performance, and Late Stage Private Equity: the Case of UK Management Buy-outs », *European Financial Management*, 17, 3, p. 560–593.
- JENSEN M.C., 1984, « Takeovers: folklore and science », *Harvard Business Review*, 62, 6, p. 109–121.
- JENSEN M.C., 1986, « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *The American Economic Review*, 76, 2, p. 323–329.
- JENSEN M.C., 1988, « Takeovers: Their Causes and Consequences », *The Journal of Economic Perspectives*, 2, 1, p. 21–48.
- JENSEN M.C., 1989, « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, 67, 5, p. 61–74.
- JENSEN M.C., 2010, « Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy », *Journal of Applied Corporate Finance*, 22, 1, p. 77–85.
- JENSEN M.C., MECKLING W.H., 1976, « Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 3, 4, p. 305–360.



- JENSEN M.C., RUBACK R.S., 1983, « The market for corporate control: The scientific evidence », *Journal of Financial Economics*, 11, 1–4, p. 5–50.
- JOLIVET F., 2003, *Manager l'entreprise par projets : Les Métarègles du management par projet*, Colombelles, Management et Société.
- JORION P., 2007a, *Vers la crise du capitalisme américain*, Paris, La Découverte.
- JORION P., 2007b, « Prix, vérité et socialité », *Revue du MAUSS*, 30, 2, p. 117–137.
- JORION P., 2009, *Comment la vérité et la réalité furent inventées*, Paris, Gallimard.
- KADUSHIN C., 1995, « Friendship Among the French Financial Elite », *American Sociological Review*, 60, 2, p. 202–221.
- KAPLAN S., 1989, « Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value », *The Journal of Finance*, 44, 3, p. 611–632.
- KAPLAN S.N., RAUH J., 2010, « Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes? », *Review of Financial Studies*, 23, 3, p. 1004–1050.
- KAPLAN S.N., SCHOAR A., 2005, « Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows », *The Journal of Finance*, 60, 4, p. 1791–1823.
- KAPLAN S.N., STEIN J.C., 1993, « The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s », *The Quarterly Journal of Economics*, 108, 2, p. 313–357.
- KAPLAN S.N., STRÖMBERG P., 2009, « Leveraged Buyouts and Private Equity », *The Journal of Economic Perspectives*, 23, 1, p. 121–146.
- KARPIK L., 2007, *L'économie des singularités*, Paris, Gallimard.
- KAUFMAN A., ENGLANDER E.J., 1993, « Kohlberg Kravis Roberts & Co. and the Restructuring of American Capitalism », *The Business History Review*, 67, 1, p. 52–97.
- KESTER W.C., LUEHRMAN T.A., 1995, « Rehabilitating the Leveraged Buyout », *Harvard Business Review*, 73, 3, p. 119–130.
- KNORR-CETINA K., 2011, « Financial analysis: epistemic profile of an evaluative science », dans CAMIC C., GROSS N., LAMONT M. (dirs.), *Social knowledge in the making*, University of Chicago Press, Chicago, p. 405–441.
- KRIPPNER G.R., 2011, *Capitalizing on crisis: the political origins of the rise of finance*, Cambridge, Harvard University Press.
- KUISEL R.F., 2012, *The French Way: How France Embraced and Rejected American Values and Power*, Princeton, Princeton University Press.
- LAGNEAU-YMONET P., RIVA A., 2012, *Histoire de la Bourse*, Paris, La Découverte.
- LANGLOIS R.N., 2003, « The vanishing hand: the changing dynamics of industrial capitalism », *Industrial and Corporate Change*, 12, 2, p. 351–385.
- LAUMANN E.O., KNOKE D., 1987, *The Organizational State: Social Choice in National Policy Domains*, Madison, University of Wisconsin Press.
- LAZEGA E., 1994, « Analyse de réseaux et sociologie des organisations », *Revue française de sociologie*, 35, 2, p. 293–320.

- LAZEGA E., 2001, *The Collegial Phenomenon: The Social Mechanisms of Cooperation Among Peers in a Corporate Law Partnership*, Oxford, Oxford University Press.
- LAZEGA E., 2007, *Réseaux sociaux et structures relationnelles*, Paris, Presses Universitaires de France.
- LEBEAUX M.-O., LAZEGA E., 1995, « Capital social et contrainte latérale », *Revue française de sociologie*, 36, 4, p. 759–777.
- LEMERCIER C., OLLIVIER C., ZALC C., 2013, « Articuler les approches qualitatives et quantitatives: plaidoyer pour un bricolage raisonné », dans HUNSMANN M., KAPP, S. (dirs), *Devenir chercheur : écrire une thèse en sciences sociales*, Editions de l'EHESS, Paris, p. 125–143.
- LÉPINAY V.A., 2011, *Codes of Finance: Engineering Derivatives in a Global Bank*, Princeton, Princeton University Press.
- LEVI-STRAUSS C., 2002, *Les structures élémentaires de la parenté*, Berlin, Walter de Gruyter.
- LICHTENBERG F.R., SIEGEL D., 1990, « The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior », *Journal of Financial Economics*, 27, 1, p. 165–194.
- LORDON F., 2000, « «La création de valeur comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale» », *L'Année de la régulation*, 4, p. 117–167.
- LOWENSTEIN L., 1985, « Management Buyouts », *Columbia Law Review*, 85, 4, p. 730–784.
- MACKENZIE D., 2011, « The Credit Crisis as a Problem in the Sociology of Knowledge », *American Journal of Sociology*, 116, 6, p. 1778–1841.
- MACKENZIE D.A., 2008, *An engine, not a camera: how financial models shape markets*, Cambridge, MIT Press.
- MACKENZIE D., MILLO Y., 2003, « Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange », *American Journal of Sociology*, 109, 1, p. 107–145.
- MANDELBROT B., 2009, *Fractales, hasard et finance*, Paris, Flammarion.
- MANNE H.G., 1965, « Mergers and the Market for Corporate Control », *Journal of Political Economy*, 73, 2, p. 110–120.
- MARIOTTI F., 2005, *Qui gouverne l'entreprises en réseau ?*, Paris, Les Presses de Sciences Po.
- MARTIN J.L., 2003, « What Is Field Theory? », *American Journal of Sociology*, 109, 1, p. 1–49.
- MARTIN M.D.S., BOURDIEU P., 1978, « Le patronat », *Actes de la recherche en sciences sociales*, 20, 1, p. 3–82.
- MASUCH M., 1985, « Vicious Circles in Organizations », *Administrative Science Quarterly*, 30, 1, p. 14–33.
- MAUSS M., 2012, *Essai sur le don*, Paris, Presses Universitaires de France.
- McFARLAND D.A., 2006, « Curricular Flows: Trajectories, Turning Points, and Assignment

- Criteria in High School Math Careers », *Sociology of Education*, 79, 3, p. 177–205.
- MCPHERSON M., 1983, « An Ecology of Affiliation », *American Sociological Review*, 48, 4, p. 519–532.
- MEDEF, 2008, « LBO: Quel apport pour les entreprises ? ».
- MERTON R.K., 1940, « Bureaucratic Structure and Personality », *Social Forces*, 18, 4, p. 560–568.
- MERTON R.K., 1997, *Éléments de théorie et de méthode sociologique*, Paris, Armand Colin.
- MEULEMAN M., WRIGHT M., « Industry concentration, syndication networks, and competition in the UK private equity market for management buy-outs », dans CUMMING D. (dir.) *The Oxford Handbook of Private Equity*, Oxford University Press, New York.
- MILLS C.W., 1999, *The Power Elite*, Oxford, Oxford University Press.
- MINTZ B.A., SCHWARTZ M., 1987, *The Power Structure of American Business*, Chicago, University of Chicago Press.
- MIZRUCHI M.S., 2013, *The Fracturing of the American Corporate Elite*, Cambridge, Harvard University Press.
- MOINET P.-H., JULIEN D., 2007, *Petites histoires extraordinaires d'entrepreneurs*, Paris, Presses Universitaires de France.
- MORIN F., 1998, « Le modèle français de détention et de gestion du capital. Analyse, prospective et comparaisons internationales. », *Editions de Bercy*, Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie.
- MORRILL C., 1995, *The Executive Way: Conflict Management in Corporations*, Chicago, University Of Chicago Press.
- NADANT A. LE, PERDREAU F., 2006, « Financial profile of leveraged buy-out targets: some French evidence », *Review of Accounting and Finance*, 5, 4, p. 370–392.
- NEWMAN M.E.J., 2004, « Power laws, Pareto distributions and Zipf's law », *arXiv:cond-mat/0412004*.
- NUNG B., 2000, *Le LBO est-il une forme organisationnelle viable à long-terme ou est-ce seulement une structure transitionnelle?*, Mémoire de DESS, finance d'entreprise et marchés internationaux de capitaux, Paris, Institut d'Etude Politiques de Paris.
- ORLEAN A., 1999, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.
- ORTIZ H., 2011, « Marchés efficients, investisseurs libres et États garants: trames du politique dans les pratiques financières professionnelles », *Politix*, n° 95, 3, p. 155–180.
- PADGETT J.F., 1980, « Managing Garbage Can Hierarchies », *Administrative Science Quarterly*, 25, 4, p. 583–604.
- PADGETT J.F., 1981, « Hierarchy and Ecological Control in Federal Budgetary Decision Making », *American Journal of Sociology*, 87, 1, p. 75–129.
- PADGETT J.F., 2012, « Matrimonio y estructura de la élite en la Florencia Renacentista, 1282-1500 », *REDES-Revista hispana para el Análisis de redes sociales*, 21, 0.
- PADGETT J.F., ANSELL C.K., 1993, « Robust Action and the Rise of the Medici, 1400-1434 », 458 Fabien Fourcault – « Remodeler le capitalisme » – Thèse IEP de Paris – 2014

- American Journal of Sociology*, 98, 6, p. 1259–1319.
- PALARD J.-E., BARREDY C., BEDU N., 2013, « LBO, structure de propriété familiale et fonds d'investissement Quel impact sur l'évaluation et la performance des cibles post-LBO ? », *Finance Contrôle Stratégie*, 16-3.
- PAPACHRISTOS A.V., 2009, « Murder by Structure: Dominance Relations and the Social Structure of Gang Homicide », *American Journal of Sociology*, 115, 1, p. 74–128.
- PARDI T., 2005, « Crise, effets de trajectoire et dynamiques sociales dans l'évolution de Toyota Motor Manufacturing UK », *Sociologie du Travail*, 47, 2, p. 188–204.
- PHALIPPOU L., GOTTSCHALG O., 2009, « The Performance of Private Equity Funds », *Review of Financial Studies*, 22, 4, p. 1747–1776.
- PHAN P.H., HILL C.W.L., 1995, « Organizational Restructuring And Economic Performance In Leveraged Buyouts: An Ex Post Study », *Academy of Management Journal*, 38, 3, p. 704–739.
- PIKETTY T., 2013, *Le capital au XX<sup>e</sup> siècle*, Paris, Seuil.
- PIKETTY T., SAEZ E., 2003, « Income Inequality in the United States, 1913–1998 », *The Quarterly Journal of Economics*, 118, 1, p. 1–41.
- PLIHON D., 2009, *Le nouveau capitalisme*, Paris, La Découverte.
- PLOIX H., 2003, *Le Dirigeant et le Gouvernement d'entreprise*, Paris, Village Mondial.
- POLANYI K., 2001, *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*, Boston, Beacon Press.
- PORTER T.M., 1996, *Trust in numbers: the pursuit of objectivity in science and public life*, Princeton, Princeton University Press.
- POWELL W.W., DIMAGGIO P.J., 1991, *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, Chicago, University of Chicago Press.
- POWER M., 1999, *The audit society: rituals of verification*, Oxford, Oxford University Press.
- PRECHEL H., 2000, *Big Business and the State: Historical Transitions and Corporate Transformations, 1880s-1990s*, Albany, SUNY Press.
- RADCLIFFE-BROWN A.R., 1940, « On Social Structure », *The Journal of the Royal Anthropological Institute of Great Britain and Ireland*, 70, 1, p. 1–12.
- RAPPAPORT A., 1990, « The staying power of the public corporation », *Harvard Business Review*, 68, 1, p. 96–104.
- RAPPAPORT A., 1986, *Creating shareholder value: the new standard for business performance*, New York, Free Press.
- REDFIELD R., LINTON R., HERSKOVITS M.J., 1936, « Memorandum for the Study of Acculturation », *American Anthropologist*, 38, 1, p. 149–152.
- REVEL J., 1998, *Jeux d'échelles. La micro-analyse à l'expérience*, Paris, Seuil.
- REYNAUD J.-D., 1997, *Les Règles du jeu: l'action collective et la régulation sociale*, Paris, Armand Colin.

- RIBEROLLES R. DE, 1995, *Les facteurs de création de richesse dans les opérations à effet de levier*, Mémoire de DESS, finance d'entreprise et marchés internationaux de capitaux, Paris, Institut d'Etude Politiques de Paris.
- ROBE J.-P., 2009, « À qui appartiennent les entreprises ? », *Le Débat*, 155, 3, p. 32–36.
- ROETHLISBERGER F.J., DICKSON W.J., COMPANY W.E., 1939, *Management and the worker: an account of a research program conducted by the Western Electric Company, Hawthorne Works, Chicago*, Cambridge, Harvard University Press.
- ROGERS P., HOLLAND T., HAAS D., 2002, « Value Acceleration: Lessons from Private-Equity Masters », *Harvard Business Review*, 80, 6, p. 94–101.
- ROT G., 2002, « Fluidité industrielle, fragilité organisationnelle », *Revue française de sociologie*, 43, 4, p. 711–737.
- ROY D., 2006, *Un sociologue à l'usine: textes essentiels pour la sociologie du travail*, Paris, La Découverte.
- ROY W.G., 1999, *Socializing Capital: The Rise of the Large Industrial Corporation in America*, Princeton, Princeton University Press.
- SAKAMOTO A., KIM C., 2010, « Is Rising Earnings Inequality Associated with Increased Exploitation? Evidence for U.S. Manufacturing Industries, 1971–1996 », *Sociological Perspectives*, 53, 1, p. 19–44.
- SCOTT W.R., DAVIS G.F., 2006, *Organizations and Organizing: Rational, Natural and Open Systems Perspectives*, Upper Saddle River, Pearson Prentice-Hall.
- SEGRESTIN D., 1996, *Sociologie de l'entreprise*, Paris, Armand Colin.
- SEGRESTIN D., 2004, *Les chantiers du manager*, Paris, Armand Colin.
- SELZNICK P., 1949, *TVA and the Grass Roots: A Study in the Sociology of Formal Organization*, Berkeley, University of California Press.
- SELZNICK P., 1960, *The organizational weapon: a study of Bolshevik strategy and tactics*, New York, Free Press.
- SELZNICK P., 1984, *Leadership in Administration: A Sociological Interpretation*, Berkeley, University of California Press.
- SENNETT R., 2006, *The Culture of the New Capitalism*, New Haven, Yale University Press.
- SHILLER R.J., 2009, *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press.
- SHIN T., 2014, « Explaining Pay Disparities between Top Executives and Nonexecutive Employees: A Relative Bargaining Power Approach », *Social Forces*, 93, 1, p. 1339–1372.
- SHIVDASANI A., WANG Y., 2011, « Did Structured Credit Fuel the LBO Boom? », *The Journal of Finance*, 66, 4, p. 1291–1328.
- SHLEIFER A., SUMMERS L.H., 1988, « Breach of trust in hostile takeovers », dans AUBERBACH A. (dir.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago, The University of Chicago Press.
- SIMMEL G., 2010, *Sociologie. Études sur les formes de la socialisation*, Paris, Presses

Universitaires de France.

- SIMON H.A., 1997, *Administrative Behavior, 4th Edition*, New York, Free Press.
- SKALITZ A., 2002, « Au-delà des entreprises: les groupes », *INSEE Première*, 836.
- SMALL M.L., 2010, *Unanticipated Gains: Origins of Network Inequality in Everyday Life*, New York, Oxford University Press.
- SMELSER N.J., SWEDBERG R., 1994, *The Handbook of Economic Sociology*, Princeton, Princeton University Press.
- SORNETTE D., 2009, *Why Stock Markets Crash: Critical Events in Complex Financial Systems*, Princeton, Princeton University Press.
- STEARNS L.B., ALLAN K.D., 1996, « economic behavior and institutionnal environments: the corporate merger wave of the 1980s », *American Sociological Review*, 61, 4, p. 699-718.
- STEINER P., 2011, *La sociologie économique*, Paris, La Découverte.
- STEWART G.B., 1991, *The quest for value: a guide for senior managers*, New York, HarperBusiness.
- STINCHCOMBE A.L., 1990, *Information and Organizations*, Berkeley, University of California Press.
- STRÖMBERG P., 2007, « The new demography of private equity ».
- STURGEON T.J., 2002, « Modular production networks: a new American model of industrial organization », *Industrial and Corporate Change*, 11, 3, p. 451-496.
- SUTTLES G.D., 1970, *The Social Order of the Slum: Ethnicity and Territory in the Inner City*, Chicago, University Of Chicago Press.
- SWIDLER A., 1986, « Culture in Action: Symbols and Strategies », *American Sociological Review*, 51, 2, p. 273-286.
- TAG J., 2012, « The real effects of private equity bouyouts », dans CUMMING, D. (dir.) *The Oxford Handbook of Private Equity*, Oxford University Press, New York.
- THOENIG J.-C., CROZIER M., 1975, « La régulation des systèmes organisés complexes. Le cas du système de décision politico-administratif local en France », *Revue française de sociologie*, 16, 1, p. 3-32.
- THOMAS P., 2012, *LBO : Montages à effet de levier - Private Equity*, Paris, La Revue Banque.
- THORNTON P.H., OCASIO W., 2008, « Institutional logics », dans GREENWOOD R., OLIVER C., SUDDABY R., SAHLIN K. (dirs.), *The SAGE Handbook of Organizational Institutionalism*, London, Sage, p. 99-129.
- THOUMIEUX X., 1999, *Le LBO : Acquérir une entreprise par effet de levier*, Paris, Economica.
- TIBERGHIEEN Y., 2007, *Entrepreneurial States: Reforming Corporate Governance in France, Japan, and Korea*, Ithaca, Cornell University Press.
- TILLY C., 2003, « Welcome to the seventeenth century », dans DIMAGGIO P. (dir.), *The twenty-first century firm*, Princeton University Press, Princeton.
- TOMASKOVIC-DEVEY D., LIN K.-H., 2013, « Financialization: Causes, Inequality

- Consequences, and Policy Implications », *North Carolina Banking Institute*, 18, p. 167-194.
- TURCO C.J., 2010, « Cultural Foundations of Tokenism Evidence from the Leveraged Buyout Industry », *American Sociological Review*, 75, 6, p. 894-913.
- TURCO C., ZUCKERMAN E., 2014, « So You Think You Can Dance? Lessons from the US Private Equity Bubble », *Sociological Science*, 1, p. 81-101.
- UGHETTO E., 2010, « Buyouts in western European countries: the impact on company growth and innovation », dans CUMMING D. (dirs.) *The Oxford Handbook of Private Equity*, Oxford University Press, New York.
- USEEM M., 1993, *Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization*, Harvard University Press.
- USEEM M., 1999, *Investor Capitalism*, New York, Basic Books.
- VATIN F., 2009, *Évaluer et valoriser: une sociologie économique de la mesure*, Toulouse, Presses universitaires du Mirail.
- VATIN F., STEINER P., 2009, *Traité de sociologie économique*, Paris, Presses Universitaires de France.
- VELTZ P., 2000, *Le nouveau monde industriel*, Paris, Editions Gallimard.
- VINCK D., 1997, *Sociologie des sciences*, Paris, Armand Colin.
- VITALI S., GLATTFELDER J.B., BATTISTON S., 2011, « The Network of Global Corporate Control », *PLoS ONE*, 6, 10, p. e25995.
- WALLERSTEIN I., 2011, *Le capitalisme historique*, Paris, La Découverte.
- WALTER C., 1996, « Une histoire du concept d'efficacité sur les marchés financiers », *Annales. Histoire, Sciences Sociales*, 51, 4, p. 873-905.
- WANG Y., 2012, « Secondary buyouts: Why buy and at what price? », *Journal of Corporate Finance*, 18, 5, p. 1306-1325.
- WASSERMAN S., FAUST K., 1994, *Social Network Analysis: Methods and Applications*, Cambridge, Cambridge University Press.
- WEBER M., 2003a, *Économie et société : Tome 1*, Paris, Pocket.
- WEBER M., 2003b, *Economie et société: Tome 2*, Paris, Pocket.
- WEBER M., 2007, *L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme suivi de Les sectes protestantes et l'esprit du capitalisme*, Paris, Pocket.
- WHITE H.C., 2008, *Identity and Control: How Social Formations Emerge*, Princeton, Princeton University Press.
- WHITE H.C., BOORMAN S.A., BREIGER R.L., 1976, « Social Structure from Multiple Networks. I. Blockmodels of Roles and Positions », *American Journal of Sociology*, 81, 4, p. 730-780.
- WINDOLF P., 1999, « L'évolution du capitalisme moderne. La France dans une perspective comparative », *Revue française de sociologie*, 40, 3, p. 501-529.

- WORLD ECONOMIC FORUM, 2008, « The Global Economic Impact of Private Equity ».
- WRIGHT M., 1984, « Management buyouts and trade unions: dispelling the myths », *Industrial Relations Journal*, 15, 3, p. 45–52.
- ZAJAC E.J., WESTPHAL J.D., 2004, « The Social Construction of Market Value: Institutionalization and Learning Perspectives on Stock Market Reactions », *American Sociological Review*, 69, 3, p. 433–457.
- ZALD M.N., 1969, « The Power and Functions of Boards of Directors: A Theoretical Synthesis », *American Journal of Sociology*, 75, 1, p. 97–111.
- ZALD M.N., 1970, *Power in organizations*, Nashville, Vanderbilt University Press.
- ZEITLIN M., 1974, « Corporate Ownership and Control: The Large Corporation and the Capitalist Class », *American Journal of Sociology*, 79, 5, p. 1073–1119.
- ZORN D.M., 2004, « Here a Chief, There a Chief: The Rise of the CFO in the American Firm », *American Sociological Review*, 69, 3, p. 345–364.
- ZUCKERMAN E.W., 1999, « The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy Discount », *American Journal of Sociology*, 104, 5, p. 1398–1438.
- ZUCKERMAN E.W., 2000, « Focusing the Corporate Product: Securities Analysts and De-Diversification », *Administrative Science Quarterly*, 45, 3, p. 591–619.
- ZWAN N. VAN DER, 2014, « Making sense of financialization », *Socio-Economic Review*, 12, 1, p. 99–129.





## **Annexes**

---

## ***Annexe A : l'effet de levier financier***

L'effet de levier financier est un phénomène économique que les agents utilisent pour démultiplier la rentabilité de leurs placements grâce à l'endettement. Le recours à l'endettement est favorable au gain tant que la rentabilité d'un actif est supérieure au taux d'intérêt de la dette contractée pour acheter cet actif. Nous proposons une dérivation de la formule de l'effet de levier puis un exemple numérique à partir de la compilation de plusieurs sources (Aglietta et Rebérioux, 2004 ; Thomas, 2012 ; Thoumieux, 1999). Thoumieux propose la dérivation suivante.

Soit une entreprise qui dégage un certain résultat d'exploitation  $RE$  et paye des frais financiers  $FF$ .

$$RE = r.A, \text{ avec } r \text{ la rentabilité de l'actif } A$$

$$FF = i.D, \text{ avec } i \text{ l'intérêt de la dette } D$$

Donc le résultat avant impôts est :

$$RI = rA - iD$$

Or l'actif de l'entreprise est constitué du montant des capitaux propres  $K$  et de sa dette  $D$  :

$$A = K + D$$

Donc si on substitue  $A$  dans l'expression précédente :

$$RI = rK + (r - i) D$$

Or le taux de rentabilité du capital est :

$$R_k = RI/K$$

C'est-à-dire si l'on substitue  $RI$  par son expression précédente :

$$R_k = r + (r - i) D/K$$

La rentabilité du capital varie donc selon la rentabilité de l'actif sous-jacent, mais aussi en fonction du taux d'intérêt et de la proportion de dette par rapport au capital en propre. La condition essentielle est que le taux d'intérêt doit être *inférieur* à la rentabilité de l'actif pour que le deuxième terme soit positif. L'expression  $D/K$  agit sur cette petite différence, dans un

sens positif si le montant de la dette est supérieur à celui des fonds propres, négatif dans le cas contraire. Si  $r > i$  alors on parle d'effet de levier mais si  $r < i$  alors on parle d'effet massue.

Selon Thomas cette dérivation est simpliste car elle se fonde sur une mesure fruste de la rentabilité du capital, un simple ratio, qui ne tient pas compte du risque. Or le BA-ba de la théorie financière moderne énonce que la rentabilité est liée au risque. De plus ce ratio ne permet pas la comparaison avec d'autres actifs. Selon le MEDAF, la rentabilité d'un actif est le surplus de rémunération attendue par les investisseurs par rapport à un investissement sans risque.

Si l'on définit le coût moyen pondéré du capital comme la proportion de fonds propres et de dettes dans l'actif total :

$$Cm_{pc} = rK/A + iD/A, \text{ où } r \text{ est calculé selon le MEDAF.}$$

Avec Aglietta et Rebérioux on peut montrer que :

$$Cm_{pc} = r - (r - i) D/A$$

Il s'agit ici de minimiser le coût moyen pondéré du capital. Si  $r > i$  alors il est possible de minimiser  $Cm_{pc}$  en augmentant la proportion de dette dans l'actif total  $D/A$ . Par contre si  $r < i$  alors le coût du capital est majoré dans la même proportion.

Voici un exemple numérique qui montre l'effet mécanique du levier. Adapté du guide pratique du LBO de l'AFIC. Soit une entreprise achetée pour 8 millions d'euros et valorisée 8 fois son résultat.

*Tableau 53 : exemples d'effet de levier*

	<b>N</b>	<b>N+5 avec un levier de 1</b>	<b>N+5 avec un levier de 2</b>
Chiffre d'affaires	10	10	10
Résultat	1	1	1
Multiple du résultat	8	8	8
Valeur de la cible	8	8	8
Emprunts de la holding	4	0	0
Valeur de la holding	4	8	8
Multiple de l'opération		2	3

Dans un premier cas, l'acquisition est financée par un montage avec un levier de 1, c'est-à-dire 50% de fonds propres et 50% de dettes (4 millions d'euros). Au bout de 5 ans

l'entreprise n'a pas amélioré son résultat mais sa valeur a été multipliée par deux car elle n'a plus de dettes. Le multiple de l'opération est 2 fois la mise. Dans un second cas, le montage est plus « agressif » puisque le levier est de 2 points de dette pour 1 point de fonds propres, soit un montage deux tiers un tiers: à peu près 5,3 millions d'euros de dettes pour 2,7 millions d'euros de fonds propres. La situation reste inchangée mais le multiple de l'opération est à peu près de 3 fois la mise.

## ***Annexe B : la base de données***

Le travail quantitatif de cette thèse s'appuie sur une base de données originale construite à partir de publications professionnelles, notamment la lettre professionnelle *Capital Finance* (CF) et le guide professionnel appelé *Guide des sociétés de capital-investissement* (GSCI). CF a été créée en 1988 pour diffuser l'information au sein de la communauté du capital-investissement français. A partir début des années 2000 elle a été rachetée par le groupe *Les Echos*. Elle est publiée chaque semaine. Nous l'avons dépouillée extensivement de Janvier 2000 à Décembre 2010. Le GSCI est édité par les éditions du management qui publie d'autres guides professionnels, comme les guides des cabinets de conseil ou d'avocats d'affaires. Il existe depuis 1990 et est publié tous les deux ans. Nous avons retenu la même période : 2000 à 2010.

Nous avons d'abord identifié les acteurs pertinents (en particulier les fonds d'investissement) grâce aux comptes-rendus de CF, puis nous avons recherché des informations sur ceux-ci à l'aide du GSCI. Des informations complémentaires ont été recherchées à l'aide d'une autre publication professionnelle, *Private Equity Magazine* (PEM), de la base de données d'entreprise Kompass et des sites internet des fonds d'investissement et des entreprises-cibles. La méthode d'échantillonnage est donc celle d'une « auto-sélection ». Cette méthode d'échantillonnage est traditionnellement utilisée dans les études qui traitent des mouvements sociaux : les chercheurs recensent les individus sur la base de leur participation à des événements comme des manifestations, des révoltes ou des révolutions. Par rapport à d'autres méthodes d'échantillonnage comme celles qui se fondent sur les listes d'appartenance (à des associations professionnelles par exemple), elle a un avantage et un inconvénient. L'avantage est que l'on ne spécifie pas *a priori* les frontières du groupe cible. L'inconvénient est qu'elle déplace le problème des frontières du groupe à celles des frontières du phénomène, puisqu'on n'échantillonne pas des individus mais des événements. Il faut donc avoir une définition de l'évènement « opération de LBO ». *Nous avons défini une opération de LBO comme tout achat d'une société, dont le siège ou une usine est située en France, par une personne ou par une organisation, grâce à l'endettement.* Ces opérations sont en général indiquées comme « LBO » dans CF, mais nous avons été amenés à reclassifier certaines

opérations qui n'étaient pas définies par la publication comme « LBO » (en général des petites opérations)<sup>1</sup>.

La Figure 48 présente la manière dont les comptes-rendus de CF sont construits en prenant l'exemple d'une opération. A partir de ces comptes rendus, nous pouvons extraire de l'information sur les acteurs participants à l'opération, les caractéristiques de cette opération ainsi que de l'entreprise-cible. L'extraction et le codage de ces informations a été réalisé à la main.

Figure 48 : un compte rendu de Capital Finance

## ► LBO | AtriA embarque dans Altéad

**A**triA CP entre dans Altéad, aux côtés des trois fonds régionaux IPO, Ouest Croissance et Synergie Finance. Depuis 2006, ce trio épaulé le leader français du transport spécialisé, de la manutention et du transfert industriel (cf. n° 817). Le montage inclut une ligne de capex de 30 M€, et une mezzanine de 15 M€ logée dans une topco, où AtriA injecte 30 M€. Au total, les financiers apportent 65 M€, dont plus de 15 M€ par augmentation de capital. En réinvestissant 85 % des titres, le président-fondateur Jean-Pierre Torrès et son dg Jean-Baptiste Fédide s'adjugent la majorité, contre 47 % auparavant. « Notre volonté de passer majoritaire figurait dans le projet de reprise, qui a attiré de nombreux fonds de LBO », expose le fondateur de la PME nantaise de 2 000 salariés. Celle-ci poursuivra les build-up, comme celui sur Le Gai Matelot, en avril dernier (cf. n° 884), et vise 230 M€ de revenus en 2008. ■ L.B.

**AtriA** : Patrick Bertiaux, Edouard Thomazeau • **Conseils investisseurs** : due diligences : financière : Grant Thornton (Thierry Dardus, Cyril Doukhan), juridique : CMS BFL (Pierre Leroux), assurances : Gras Savoye (Elisabeth Constantin) ; **juridiques** : Ayache Salama (Olivier Tordjman, Nathalie Nègre), LB Avocats (Youna Le Bour) • **Conseils management** : financier : Sodica (Thierry Bex, Pascal Renault) ; juridique : CAAMO (Gérard Cohen, Karine Fitau) • **Dettes** : capex : CIO (Hervé de Talancé), LCL (Olivier Blot) ; **mezzanine** : Euromezzanine (Bruno Froideval, Ajit Jayaratnam)

CF est considéré comme offrant un bon recensement des opérations par les acteurs du champ. Cette publication a notamment été utilisée par le passé dans les mémoires de Raphaël de Riberolles et Bertrand Nung (Nung, 2000 ; de Riberolles, 1995). Cependant, cette source sous-estime vraisemblablement les petites opérations. Les informations que l'on peut recueillir pour ces petites opérations sont aussi moins détaillées. Il existe donc un biais de sélection envers les opérations de taille moyenne et grande. Cependant ce biais de sélection apparaît moins sévère que pour les sources les plus couramment utilisées, que sont les bases de données commerciales Capital IQ et Thomson Financial One Banker (voir par exemple notre

---

<sup>1</sup> Une autre difficulté avec ce mode d'échantillonnage est qu'il est difficile d'offrir une réponse statistique à la question « pourquoi participe-t-on au LBO ? », ou bien dans le cas des entreprises, « pourquoi devient-on une cible ? ». On se trouve dans ce cas avoir échantillonné la variable dépendante. Une manière de s'en sortir est d'utiliser un groupe de contrôle et de comparer les fonds, les banques, les entreprises, etc. suivant qu'elles ont participé ou non au LBO.

comparaison des échantillons dans le prologue). Seules les banques disposent des données les plus extensives, mais celles-ci sont inaccessibles.

La Figure 49 présente la manière dont les profils de fonds d'investissement sont construits à partir d'un exemple du GSCI. Nous avons extrait de l'information de la même manière (mis à part le fait que nous n'avons pas extrait d'information du corps du texte).

*Figure 49 : un profil du Guide des Sociétés de Capital-Investissement*

### Bridgepoint

37-39, rue de la Bienfaisance  
75008 Paris  
Tél. : 01 44 29 21 00  
Fax : 01 44 29 21 10  
www.bridgepoint.eu

**Création** : 1990 County NatWest Venture, 1995 NatWest Equity Partners, fin 1999 Bridgepoint, Bridgepoint Development Capital janvier 2010

**Actionnariat** : salariés 100 %

**Effectif** : 10 professionnels en France (groupe 75)

**Fonds gérés** : 11 Md€ : Bridgepoint Europe II 2 Md€, Bridgepoint Europe III 2,5 Md€, Bridgepoint Europe IV 4,8 Md€ ; Bridgepoint Development Capital I 300 M€

**Participations** : actuelles : 4 en France, total investi 500 M€  
depuis la création : 35 en France pour 900 M€

AFIC, EVCA

**Capital-transmission 95 %**

**Autres (retournement) 5 %**

#### Investissements

Nombre d'opérations chaque année : France 1-3

Participations majoritaires, administrateur

Investissement unitaire compris entre 100 et 450 M€ ; Bridgepoint Development Capital entre 15 et 50 M€

Valeur des entreprises recherchées : entre 150-200 et 1 000 M€ ; Bridgepoint Development Capital entre 30 et 150-200 M€

#### Notre opinion

La grande nouveauté chez Bridgepoint, c'est le lancement début 2010 d'une activité small et mid-cap, ce que certains appellent le « smid-cap ». Soit des valeurs d'entreprises entre 30 et 200 M€, cette limite haute étant celle à partir de laquelle intervient le Bridgepoint historique. Une façon d'étendre son spectre d'activité, à l'heure où le haut du marché est pratiquement gelé, sachant que la société ne s'interdit pas de faire du minoritaire, si l'occasion se présente.

Au plan pratique, une équipe dédiée a été mise sur pied. En France elle est menée par Pierre Colasson, un homme de la maison (il est depuis huit ans chez Bridgepoint Paris puis Francfort). Une société de gestion filiale de Bridgepoint a été constituée, Bridgepoint Development Capital. Les fonds proviennent d'Hermès, le gestionnaire des postes et télécoms britanniques. En fait, Bridgepoint a repris son activité d'investissement direct, l'organisme - qui est un des souscripteurs des fonds de

La base de données est schématiquement divisée en deux grandes parties : l'une concerne les variables sur les opérations, l'autre concerne des variables sur les fonds d'investissement. Le Tableau 54 et 55 présentent les variables utilisées dans ce travail de thèse et leur codage.

*Tableau 54 : variables concernant les opérations*

Nom de la variable	Type de variable	Mesure	Source	Commentaire
Type d'opération	Qualitative	Type d'opération de LBO	CF	5 modalités : LBO, MBO, OBO, MBI, BIBMO
Montant	Quantitative	Montant de la transaction	CF	Si non spécifié, Montant = Dette + Fonds Propres
Fonds propres	Quantitative	Montant des fonds propres dans la transaction	CF	Si non spécifié, Fonds Propres = Montant - Dette
Dette	Quantitative	Montant de la dette senior + dette	CF	Crédit revolving inclus sauf si



		mezzanine dans le montage		mentionné « non tiré au closing »
Effet de levier	Quantitative	Dette/Fonds Propres et/ou Dette/Résultat opérationnel	CF	
Multiple	Quantitative	Montant/Résultat Opérationnel et Montant/Chiffre d'affaires	CF	
Part du management	Quantitative	Pourcentage du capital détenu par le management	CF	Si non spécifié = 100 - % du fond
Secteur	Qualitative	Classification NAF 2008	Kompass	Classification du siège social, sinon majorité des filiales
Localisation	Qualitative	Code postal du siège social de l'entreprise-cible	Kompass/site internet	Localisation du siège social
Date de création	Quantitative	Date de création de l'entreprise-cible	CF/Kompass/site internet	Si Kompass, date de création du siège social
Source	Qualitative	Actionnariat précédent l'opération de LBO	CF	5 modalités : externalisation, institutionnel, familial, autre
Chiffre d'affaires	Quantitative	Chiffre d'affaire de l'entreprise	CF	
Résultat Opérationnel	Quantitative	EBIT, EBITDA ou RN	CF	
Effectifs	Quantitative	Nombre d'employés de l'entreprise	CF/Kompass	
Marge Opérationnelle	Quantitative	Résultat Opérationnel/Chiffre d'Affaires	CF	
Productivité	Quantitative	Résultat Opérationnels/Effectifs	CF	

Tableau 55 : variables concernant les fonds d'investissement

Nom de la variable	Type de variable	Mesure	Source	Commentaire
Date de création	Quantitative	Date de création du fond d'investissement	GSCI/site internet	Si deux dates possibles, la plus ancienne est retenue
Localisation	Qualitative	Code postal du bureau principal	GSCI/site internet	Si plusieurs possibilités, bureau principal = capitale ; Si étranger, bureau parisien
Nationalité	Qualitative	Nationalité imputée du fond d'investissement	GSCI/site internet	Pays où est situé le bureau principal
Echelle	Qualitative	Aire géographique imputée du fond d'investissement	GSCI/site internet	4 modalités : régionale, nationale, européenne, mondiale. Codé suivant la localisation des bureaux
Propriétaire	Qualitative	Type de propriétaire du fond	GSCI	5 modalités : indépendant, banque, assurance, famille, industrie, Etat
Spécialisation sectorielle	Quantitative	Pourcentage investi dans un type de segment au sein du capital investissement	GSCI	Segments : Capital-risque, Capital-développement, Capital-transmission, Capital-retournement
Association professionnelle	Qualitative	Appartenance aux associations professionnelles	GSCI/site internet	5 modalités : UNICER, AFIC, EVCA, PEGCC, Aucune
Activisme	Qualitative	Siège au CA+ participations majoritaires = Fort ; ne siège pas au CA + participations minoritaires = Faible; un des deux critères = Moyen	GSCI/site internet	3 modalités: Faible, Moyen, Fort

Statut	Quantitative	Nombre de prix décernés par les publications professionnelles	CF/PEM	
Effectifs	Quantitative	Nombre d'employés du fond	GSCI	Si fond étranger, nombre d'employés du bureau de Paris
Actifs nets	Quantitative	Montant des fonds gérés	GSCI	
Nombre de participations	Quantitative	Nombre d'entreprises en portefeuille	GSCI	
Focalisation	Quantitative	Effectifs/Nombre de participations	GSCI	
Nombre d'opérations	Quantitative	Moyenne entre le nombre maximum et le nombre minimum d'opérations par an et/ou nombre de <i>deals</i> dans CF	GSCI/CF	
Segment	Quantitative	Segment de marché auquel appartient l'opération	CF/PEM	Critère de valeur d'entreprise donnée dans PEM
Partage	Quantitative	Nombre de partenaires/Nombre d'opérations	GSCI/CF	

Une mise en garde du lecteur pour l'interprétation des résultats est nécessaire. Les données sont d'une nature particulière et leur précision est fort variable. Les données quantitatives sont issues des rapports de journalistes. Un certain nombre d'informations sont partielles, approximatives voire subjectives. Pourtant, nous avons procédé à une saisie « extensive ». Ainsi, les données sur les leviers ne sont pas renseignés systématiquement, loin s'en faut. On peut dans certains cas le deviner en faisant des calculs. Lorsqu'une approximation était donnée, nous l'avons notée telle quelle. Par exemple s'il était marqué que l'entreprise dégageait un chiffre d'affaire aux alentours de 30 millions d'euros, nous avons noté 30 millions. Si une fourchette était donnée, nous avons noté la moyenne. S'il était marqué « supérieur à » ou « inférieur à », nous avons noté la valeur en question. S'il était marqué que le management était « majoritaire », nous avons noté 51%... Il fallait donc compenser ces approximations et neutraliser les biais éventuels par un grand nombre de cas.

Plus problématique est l'identification des acteurs. En particulier en ce qui concerne les organisations. En tout début de période, un certain nombre de noms sont manquants, spécialement pour les banques. De plus, un nombre relativement important d'organisations changent de nom, ou bien sont des filiales les unes des autres, ce qui introduit une grande complexité. Ce problème est relativement sévère dans le cas des banques. Ainsi, BNP est un groupe « intégré », il est toujours marqué comme « BNP ». Par contre, le Crédit Agricole ou bien la Banque Populaire ne le sont pas : les renseignements « Banques Populaires » côtoient « Banque Populaire Loire et Lyonnais », la Banque de Vizille est une filiale du CIC (elle-même filiale du Crédit Mutuel), etc. Nous avons décidé de standardiser les noms pour rétablir

une symétrie au niveau de la « taille » des acteurs. En règle générale, c'est l'entité la plus « grosse » possible qui a été retenue comme étant l'acteur efficient. Ainsi la « Banque Populaire Loire et Lyonnais » est devenu la « Banque populaire » pour la faire coïncider avec la BNP. Le niveau « groupe », CM-CIC par exemple, n'a pas été considéré comme un acteur efficient. Ces biais peuvent être neutralisés en travaillant au niveau individuel en plus du niveau organisationnel. Un travail préalable sur des données non standardisées met en évidence des constats relativement similaires aux données standardisées (Foureault, 2011b).

Comme on peut le voir dans les comptes-rendus de CF, certains acteurs peuvent être à la fois mis dans le rôle de banquier et dans le rôle d'investisseur suivant les opérations (en particulier les fonds mezzanine que nous avons considérés comme étant plus proches du rôle de banquier). Nous avons catégorisé ces acteurs dans un rôle particulier (banque, entreprise, fond) si la majorité des opérations qu'il réalise sont dans ce rôle. Voici la classification qui en résulte pour les acteurs hybrides:

*Tableau 56 : classification des acteurs hybrides*

<b>Nom</b>	<b>Affiliation Principale</b>
123 Venture	Fond
Axa PE	Fond
BNP Développement	Fond
Burelle Participations	Fond
Caisse de Dépôts et de Placements du Quebec	Fond
Capzanine	Banque
Crédit du Nord	Banque
Electra Partners	Fond
Euromezzanine	Banque
European Capital	Banque
Financière Armen	Fond
Five Arrows Managers	Fond
Gimv	Fond
ICG	Banque
Idia Participations	Fond
Indigo Capital	Banque
IPO	Fond
Neuflize OBC	Fond
Ofi PE	Fond
Paris Orléans	Banque
Royal Bank PE	Fond
Sade	Fond
Tikehau Investment Management	Fond
Unigrains	Fond

### ***Annexe C : Positionnement Multi-Dimensionnel sur les distances géodésiques du réseau de coparticipation***

Depuis l'anthropologue britannique Radcliffe-Brown, la structure sociale est souvent conceptualisée comme étant constituée de relations d'association entre des unités de population (Radcliffe-Brown, 1940). Cette vision a donné naissance à des travaux de recherche se focalisant sur l'analyse de réseaux sociaux, ceux-ci étant définis à partir de la théorie mathématique des graphes, comme un ensemble de nœuds et un ensemble de liens. Mais quels peuvent être les liens dans le cas présent ? Il s'agit spécifiquement de liens de *participation* à des *deals*. Selon cette spécification, nous pouvons construire un réseau qui lie des acteurs à des événements (et inversement). Un tel réseau est appelé un réseau bipartite, un réseau de mode-2 ou bien un réseau d'affiliation (Wasserman et Faust, 1994). La dernière appellation est préférable en sociologie car elle implique l'idée de relations « verticales » d'*appartenance*, par différence avec des relations « horizontales » d'échange.

Ronald Breiger est le sociologue qui nous permet de comprendre la logique des réseaux d'affiliation de la manière la plus claire grâce à un formalisme simple (Breiger, 1974). A partir d'une recension de la participation d'acteurs à des événements, nous pouvons facilement aboutir à des liens entre les acteurs ou entre les événements. De notre point de vue, les premiers liens sont des liens de co-participation, et les seconds liens sont des liens de co-occurrence. Dans une perspective dualiste, les liens originels sont des liens de co-constitution. *Les liens de co-participation sont simplement les liens qui unissent au moins deux acteurs du fait de leur participation à un même événement.*

On commence avec une matrice rectangulaire  $\mathbf{A}$  où  $n$  acteurs participent à  $m$  événements<sup>1</sup>. Dans notre cas, 1717 acteurs ont participé à 943 opérations de LBO sur la période 2001-2007. On aboutit à une matrice  $\mathbf{X}^n$  de coparticipation aux événements en post-multipliant la matrice rectangulaire par sa transposée, pour aboutir à une matrice carrée de taille  $n \times n$  :

$$\mathbf{X}^n = \mathbf{A}\mathbf{A}'$$

---

<sup>1</sup> La présentation ci-dessous se fonde sur le manuel de Stanley Wasserman et Katherine Faust.

Les cellules de cette matrice  $\mathbf{X}^n$  comptent le nombre d'opération auxquelles ont participé conjointement chaque paire d'acteurs. En l'espèce, les 1717 acteurs ont générés 6701 liens de coparticipation (en comptant les boucles). Ce réseau n'est pas connexe, nous nous concentrons donc sur son composant principal auquel appartiennent 1184 individus qui sont liés par 5502 relations (en excluant les boucles).

Nous pouvons alors calculer les distances géodésiques entre chaque paire d'acteurs. Pour comprendre le concept de distance géodésique il faut comprendre celui de chemin et de pas. Un chemin est une séquence de nœuds et de liens. Un pas est une séquence de nœuds et de liens tels que chaque nœud et liens sont différents. La distance géodésique entre un acteur  $i$  et un acteur  $j$  est simplement le plus petit nombre de pas. Dans notre réseau de coparticipation, la distance moyenne entre tous les acteurs était de 2,8 pas, c'est-à-dire que n'importe quel acteur pouvait communiquer avec n'importe quel autre à travers 2 ou 3 intermédiaires.

Pour représenter cette matrice de distances dans un espace à deux dimensions, nous utilisons la technique du Positionnement Multi-Dimensionnel. Le Positionnement Multi-Dimensionnel (PMD) est appelé en anglais *Multi-Dimensional Scaling* (MDS). Le principe de cette technique est similaire à celui de l'Analyse en Composantes Principales dans le sens où le but est de représenter un espace pluridimensionnel dans un espace à dimensions réduites. Cet espace est celui des proximités entre acteurs. Plus spécifiquement, il s'agit de trouver une représentation qui approche le plus une matrice de distances euclidiennes  $d_{ij}$  à partir d'une matrice de dissimilarités  $\delta_{ij}$ . L'algorithme minimise la somme des écarts entre les deux :

$$\text{Min } \Sigma (d_{ij} - \delta_{ij})^2$$

## ***Annexe D : distribution écologique des fonds d'investissement***

Le type de procédure qui suit est relativement peu développé et mélange des intuitions issues de l'analyse des réseaux sociaux et de l'écologie des populations. On s'inspire en particulier des travaux de Miller McPherson (McPherson, 1983) ainsi que de Ezra Zuckerman (Zuckerman, 1999), Heather Haveman (Haveman et Keister, 2004), Daniel McFarland (McFarland, 2006) et Andrew Papachristos (Papachristos 2009).

Comme pour les réseaux d'affiliation, on commence avec une matrice  $\mathbf{A}$  qui distribue  $n$  organisations au sein de  $m$  segments. Dans chaque cellule on a le nombre ou la proportion d'opérations qu'un fond a réalisées dans tel ou tel segment (pour une période donnée). Si l'on dichotomise cette matrice et qu'on la pré-multiplie par sa transposée, on aboutit à une nouvelle matrice  $\mathbf{X}^m$  :

$$\mathbf{X}^m = \mathbf{A}'\mathbf{A}$$

Chaque cellule de la matrice  $\mathbf{X}^m$  compte le nombre de fonds qui sont présents dans chaque paire de segment. Ainsi dans la diagonale principale nous avons le nombre total de fonds dans un segment, et dans les autres cellules nous avons le nombre de fond que chaque segment « partage » avec les autres segments. Cette matrice quantifie le degré de recouvrement des segments de marché.

Si l'on procède de la manière inverse et que l'on *post-multiplie*  $\mathbf{A}$  binaire par sa transposée  $\mathbf{A}'$  on aboutit à une matrice  $\mathbf{X}^n$  qui compte le nombre de « rencontres » entre chaque paire de fonds (en faisant l'hypothèse que tous les fonds opérant sur le même segment se connaissent et interagissent, ce qui n'est pas déraisonnable).

Pour obtenir le recouvrement de territoire entre les fonds d'investissement, on procède de la manière suivante. On part de la matrice  $\mathbf{A}$  avec dans chaque cellule la proportion  $p$  d'opérations qu'a réalisé le  $n$  -ième fond dans le  $m$  -ième segment. Puis on calcule l'indicateur suivant :

$$\Sigma |p_{ij} - p_{ik}| / \Sigma p_{ij} + p_{ik}$$

Appelé l'indicateur de Bray (c'est en tous cas son nom dans le package « vegan » de R). Où  $p_{ij}$  est la proportion d'opérations de l'acteur  $i$  dans le segment  $j$  et  $p_{ik}$  la proportion d'opérations de l'acteur  $i$  dans le segment  $k$ . L'indicateur quantifie la mesure dans laquelle

deux fonds ont fait des opérations dans les mêmes segments. On aboutit à une matrice de  $n \times n$  acteurs que l'on peut projeter en deux dimensions avec la technique du PMD expliqué dans l'Annexe C.

## ***Annexe E : Analyse des Correspondances Multiples des attributs des fonds d'investissement***

L'analyse porte sur 221 fonds sur 355 pour lesquelles ont dispose des données complètes, soit environ 60%. Le codage a été réalisé de telle manière à ce que les effectifs soient, dans la mesure du possible, plus ou moins égaux dans chaque catégorie pour éviter des effets de « surpoids » de certaines d'entre elles.

On a distingué plusieurs attributs. D'abord la *localisation du bureau français* du fond : en province, dans le 8<sup>ème</sup> arrondissement de Paris, dans les arrondissements du 1er, 2<sup>ème</sup>, 16<sup>ème</sup>, 17<sup>ème</sup> (« Paris Centre ») ou bien dans les autres arrondissements ou aux alentours de Paris (« Paris »), sinon à l'étranger. On a codé la *nationalité* du fond selon le lieu où était localisé son bureau principal : les fonds peuvent être de nationalité française, anglaise, américaine ou « autres » (allemande, suédoise luxembourgeoise, saoudienne...). On a tenté de coder *l'association de référence* du fond d'investissement : l'UNICER, l'AFIC, l'EVCA ou bien le PEGCC. Si les fonds sont membres de plusieurs associations, alors la plus inclusive est codée (par exemple l'EVCA). On a aussi codé le *propriétaire principal du fond* d'investissement. Celui-ci peut être détenu par ses associés (« indépendant »), par des banques, par des institutions financières (assurances, autres fonds), ou bien par des institutions du capitalisme français « traditionnel » (conseil régional, CDC, industrie...). On a déterminé si le fond était *spécialisé uniquement dans le LBO* ou bien dans d'autres segments du capital-investissement. On a déterminé s'il était *spécialisé dans un secteur industriel* particulier. On a déterminé quel était le *statut social* des fonds d'investissement dans le LBO français en répertoriant s'ils avaient reçus un prix donné par CF ou PEM (« Statut2 » si oui). Enfin, on a codé la *date de sa création* : avant la loi de modernisation économique de 1984, création durant la première vague du LBO (1984-1995) puis les vagues suivantes (1995-2010).

Les cinq premiers axes résument un peu moins de la moitié de la variance totale (46%). La première dimension résume 13% de la variance, la seconde 10%, la troisième et la quatrième 8% et la cinquième 7%. Le tableau qui suit présente le codage des modalités, la proportion de chaque attribut et leur contribution à la construction des cinq premiers axes. Les diagrammes et l'interprétation sont donnés dans le texte.



Tableau 57 : contributions des cinq premières dimensions à l'ACM des fonds d'investissement

Nom de la variable	N	%	Dim 1	Dim 2	Dim 3	Dim 4	Dim 5
Localisation du bureau français							
Etranger	24	10,86	5,33	15,09	10,76	2,61	1,46
Paris	29	13,12	0,25	4,93	1,91	9,20	1,58
Paris_Centre	38	17,19	3,45	2,62	2,84	0,41	0,64
Paris_8	83	37,56	0,23	0,28	1,95	1,20	0,17
Province	47	21,27	17,29	2,54	0,00	2,91	0,33
Nationalité							
Americaine	15	6,79	2,42	10,43	5,10	5,05	8,85
Anglaise	28	12,67	8,83	0,01	1,02	11,41	1,71
Autre	14	6,33	2,53	7,41	22,09	0,07	0,76
Française	164	74,21	4,68	3,30	0,07	0,41	0,01
Association de référence							
AFIC	86	38,91	1,00	3,81	5,93	3,07	2,98
Aucune	61	45,19	0,68	9,94	2,38	3,80	0,00
EVCA	61	46,92	7,46	2,82	4,18	7,38	0,01
UNICER	9	8,91	2,47	4,05	10,55	0,03	5,59
PEGCC	4	2,02	8,53	0,73	0,12	12,53	12,79
Principal propriétaire							
Banque	56	25,34	2,57	0,80	0,36	1,01	24,20
Finance	32	19,39	0,04	4,57	6,09	3,24	4,21
Indep	106	37,06	7,24	0,04	2,80	0,42	0,49
Tradi	27	10,89	10,46	2,09	0,06	4,53	12,05
Spécialisation dans le LBO							
SpeLBO_Non	153	69,23	4,32	0,00	0,17	0,10	0,08
SpeLBO_Oui	68	30,77	9,72	0,01	0,39	0,22	0,17
Spécialisation dans un secteur							
SpeSecteur_Non	176	72,13	0,01	0,70	0,01	2,28	2,23
SpeSecteur_Oui	68	27,87	0,04	2,75	0,05	8,93	8,72
Statut social							
Statut1	190	85,97	0,06	2,23	0,56	0,40	0,52
Statut2	31	14,03	0,34	13,64	3,41	2,44	3,21
Date de Création							
1984-1994	88	39,82	0,03	1,83	9,92	0,60	1,67
1995-2010	85	38,46	0,03	3,12	2,38	3,42	4,46
Avant1984	48	21,72	0,00	0,27	4,90	12,32	1,13

## ***Annexe F : modèle de régression linéaire à effets fixes sur les pratiques des fonds d'investissement***

Pour analyser si les pratiques des fonds en matière d'évaluation, de prise de risque et d'attitude envers le management, sont liées à leurs caractéristiques propres ou bien seulement à celles des entreprises, nous employons un modèle de régression linéaire à effets fixes. Ces modèles sont appelés de cette manière dans la littérature économétrique, mais en science politique américaine on appelle de tels modèles *Least Squares Dummy Variable Regression*. Dans le manuel de John Fox, dont nous nous inspirons, on trouve l'appellation « *dummy-variable regression* » (Fox, 2008). L'idée est d'incorporer des variables dichotomiques pour contrôler les effets du secteur et de l'année en choisissant des valeurs de référence. La description et le codage des variables est dans l'Annexe B sur la base de donnée. Par contre nous avons regroupé la classification NAF en 10 grands secteurs, dont un secteur « autres », pour éviter de gaspiller des degrés de liberté<sup>1</sup>.

Nous avons choisi une spécification log-linéaire pour la plupart des modèles (sauf celui avec le pourcentage du capital au management). La raison en est que la variable expliquée est asymétrique. Comme nous avons relativement peu d'observations complètes, nous avons préféré opérer une transformation logarithmique sur ces variables plutôt que de supprimer les valeurs extrêmes (qui ne sont sans doute pas des erreurs). Nous avons tout de même supprimé une variable qui nous a semblé totalement aberrante<sup>2</sup>. La forme fonctionnelle du modèle est la suivante :

$$\text{Log}(Y_i) = \alpha + \beta_1 \log(\text{ACTIFS}_i) + \beta_2 \log(\text{CA}_i) + \sum_t \gamma_t \text{ANNEES}_{it} + \sum_j \delta_j \text{SECTEURS}_{ij} + \varepsilon_i$$

Où  $Y$  est la variable d'intérêt sur l'opération  $i$ . Log est ici le logarithme base 10 qui est plus aisé à interpréter pour donner des ordres de grandeur. Il est utile de dire comment interpréter précisément les coefficients car l'équation est un peu compliquée. Les coefficients

---

<sup>1</sup> Ce recodage ne modifie pas sensiblement les résultats.

<sup>2</sup> Il s'agit de l'opération sur l'entreprise Petit Boy réalisé par Banque de Vizille en 2003, valorisée 86 fois son résultat opérationnel. Cela est peut-être du à une erreur de saisie des données.

$\beta_1$  et  $\beta_2$  nous disent de combien varie la variable dépendante si la variable indépendante augmente d'un point. Une formulation alternative est : lorsque l'on multiplie la variable indépendante par un facteur de 10, à quelle puissance de 10 faut-il élever la variable dépendante ? Les coefficients  $\gamma_t$  et  $\delta_j$  quantifient le changement d'ordonnée à l'origine lorsque l'année ou le secteur passe de l'année 0 à  $t$  et du secteur 0 à  $j$  respectivement, c'est-à-dire concrètement 10 élevé à la puissance  $\alpha + \gamma_t$  et 10 élevé à la puissance  $\alpha + \delta_j$ . Des exemples d'interprétation numériques sont donnés dans le texte. Le Tableau 58 donne l'estimation des paramètres du modèle avec les MCO.

Pour ce qui est des effets fixes, on a reporté uniquement les coefficients statistiquement significatifs au seuil de 10%. Retenir un seuil de significativité plus élevé que la norme des 5% se justifie par le fait que nous avons beaucoup de paramètres et peu d'observations.

Tableau 58 : modèles de régression linéaire à effets fixes sur les pratiques des fonds d'investissement (complet).

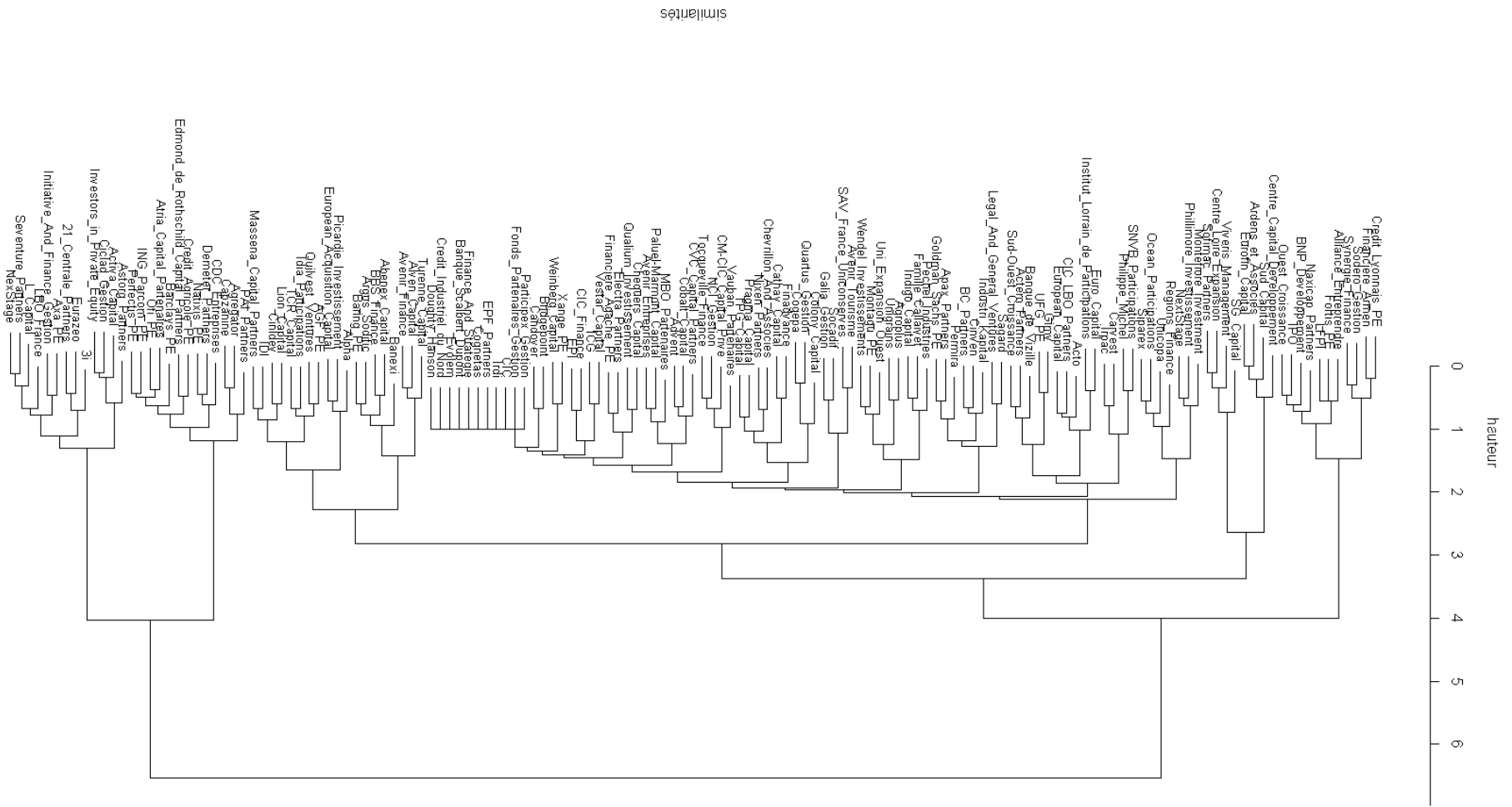
	Multiple CA (log)	Multiple Resultat (log)	Dettes/FP (log)	Dettes/Résultat (log)	% Capital (log)
Ordonnée à l'origine	0,59 [0,41]	0,82 [0,21]	0,02 [0,27]	-0,18 [0,52]	69,9 [12,40]
Actifs (log)	-0,23 [0,07]	0,07 [0,02]	0,03 [0,03]	0,15 [0,06]	-5,71 [2,79]
Chiffre d'affaires (log)	0,11 [0,06]	-0,03 [0,02]	0,18 [0,03]	0,07 [0,02]	-7,98 [2,82]
Marge opérationnelle	0,53 [0,38]	-0,67 [0,13]	0,14 [0,17]	-0,23 [0,32]	-31,21 [18,38]
Année 2001	ref	ref	ref	ref	ref
Année 2002	NS	NS	NS	NS	NS
Année 2003	NS	-0,12 [0,07]	NS	NS	24,24 [6,83]
Année 2004	NS	NS	NS	NS	NS
Année 2005	NS	NS	0,14 [0,08]	NS	12,65 [6,72]
Année 2006	NS	NS	0,17 [0,08]	NS	NS
Année 2007	NS	NS	NS	NS	16,77 [11,01]
Secteur autre	ref	ref	ref	ref	ref
Secteur construction	-0,64 [0,37]	NS	-0,59 [0,26]	NS	NA
Secteur distribution	NS	NS	NS	NS	-14,31 [7,58]
Secteur finance et assurances	-0,62 [0,33]	NS	NS	NS	NS
Secteur hébergement et restauration	NA	NS	-0,67 [0,28]	NS	NS
Secteur industrie	NS	NS	NS	NS	-21,41 [7,71]
Secteur infrastructures		NS	-0,5 [0,25]	NS	NS
Secteur santé	-0,65 [0,34]	NS	NS	NS	NS
Secteur services	-0,62 [0,31]	NS	-0,42 [0,25]	NS	-16,97 [9,58]
Secteur technologies	NS	NS	NS	NS	-14,14 [8,03]
N <sup>2</sup>	63	157	184	187	97
R	0,47	0,39	0,4	0,27	0,43
F	3,35	5,61	6,87	3,9	4,41
p	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001

## ***Annexe G : blockmodel sur les réseaux d'échange multiplexe des fonds d'investissement***

Le réseau est composé des fonds qui ont au moins deux relations avec les autres, pour capturer les acteurs significatifs tout en gardant une taille suffisante. Son composant principal (« faible ») contient 147 fonds qui entretiennent 762 relations d'échange. Le but est de regrouper les acteurs dans des classes d'équivalence structurale selon leur profil relationnel, puis d'offrir une représentation des relations entre ces classes.

Comme mesure de l'équivalence structurale nous choisissons la corrélation de Pearson, qui l'approche mieux que celle de la distance euclidienne. Nous aboutissons à une matrice de corrélation qui nous dit dans quelle mesure chaque paire de fonds a un profil similaire. Pour dégager des classes nous appliquons un algorithme de Classification Ascendante Hiérarchique, ici l'algorithme standard de Ward. Nous aboutissons au dendrogramme suivant. On constate que le réseau est composé d'un centre et d'une périphérie (première partition). Le centre est composé de deux moitiés et la périphérie de petits blocks ainsi que d'un grand groupe indifférencié (deuxième et troisième partition). Il nous semble qu'une partition à la hauteur de trois permet bien de capturer cette structure. Nous aboutissons à une partition en 5 blocks.

*Figure 50 : dendrogramme de la matrice de corrélation*



Pour chaque type de relation, nous pouvons calculer la densité relationnelle à l'intérieur du block et entre les blocks. La densité est le nombre de liens observés divisé par le nombre de liens possibles. Nous obtenons alors une matrice de densité. Pour obtenir une représentation simplifiée, nous réduisons ces matrices de densité à des matrices binaires dites « matrices image », selon le critère  $k$  suivant : si la densité de chaque cellule est supérieure à la moyenne alors nous considérons qu'il y a une relation. Voici la matrice de densité pour l'échange de prix :

*Tableau 59 : matrice de densité pour l'échange de prix*

Matrice de densité échange de prix

	<b>Block 1</b>	<b>Block 2</b>	<b>Block 3</b>	<b>Block 4</b>	<b>Block 5</b>
<b>Block 1</b>	0,333	0,728	0,000	0,000	0,000
<b>Block 2</b>	0,036	0,051	0,000	0,000	0,000
<b>Block 3</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Block 4</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Block 5</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Seuls les blocks 1 et 2 s'échangent des prix. La moyenne de la densité à l'intérieur et entre les blocks est de 0,04. Nous choisissons donc cette valeur pour simplifier la matrice en une matrice binaire :

*Tableau 60 : matrice image pour l'échange de prix*

Matrice image échange de prix ( $k < 0,04$ )

	<b>Block 1</b>	<b>Block 2</b>	<b>Block 3</b>	<b>Block 4</b>	<b>Block 5</b>
<b>Block 1</b>	1	1	0	0	0
<b>Block 2</b>	0	1	0	0	0
<b>Block 3</b>	0	0	0	0	0
<b>Block 4</b>	0	0	0	0	0
<b>Block 5</b>	0	0	0	0	0

Nous adoptons la même procédure pour la matrice qui concerne la mobilité professionnelle :

Tableau 61 : matrice de densité et matrice image pour la mobilité professionnelle

Matrice de densité mobilité professionnelle

	<b>Block 1</b>	<b>Block 2</b>	<b>Block 3</b>	<b>Block 4</b>	<b>Block 5</b>
<b>Block 1</b>	0,013	0,012	0,003	0,000	0,007
<b>Block 2</b>	0,018	0,006	0,006	0,000	0,007
<b>Block 3</b>	0,008	0,002	0,004	0,004	0,004
<b>Block 4</b>	0,010	0,000	0,001	0,018	0,011
<b>Block 5</b>	0,014	0,007	0,005	0,000	0,036

Matrice image mobilité professionnelle ( $k < 0,008$ )

	<b>Block 1</b>	<b>Block 2</b>	<b>Block 3</b>	<b>Block 4</b>	<b>Block 5</b>
<b>Block 1</b>	1	1	0	0	0
<b>Block 2</b>	1	0	0	0	0
<b>Block 3</b>	0	0	0	0	0
<b>Block 4</b>	1	0	0	1	1
<b>Block 5</b>	1	0	0	0	1

Et en ce qui concerne les LBO secondaires :

Tableau 62 : matrice de densité et matrice image pour les LBO secondaires

Matrice de densité LBO secondaires

	<b>Block 1</b>	<b>Block 2</b>	<b>Block 3</b>	<b>Block 4</b>	<b>Block 5</b>
<b>Block 1</b>	0,058	0,077	0,026	0,010	0,035
<b>Block 2</b>	0,041	0,045	0,035	0,010	0,070
<b>Block 3</b>	0,027	0,015	0,011	0,002	0,024
<b>Block 4</b>	0,010	0,010	0,004	0,339	0,000
<b>Block 5</b>	0,091	0,042	0,019	0,011	0,509

Matrice image LBO secondaires ( $k < 0,06$ )

	<b>Block 1</b>	<b>Block 2</b>	<b>Block 3</b>	<b>Block 4</b>	<b>Block 5</b>
<b>Block 1</b>	0	1	0	0	0
<b>Block 2</b>	0	0	0	0	1
<b>Block 3</b>	0	0	0	0	0
<b>Block 4</b>	0	0	0	1	0
<b>Block 5</b>	1	0	0	0	1

On peut aboutir à une représentation graphique en collant les matrices images. Nous avons là une modélisation du système d'échange multiplexe en termes de relations entre classes d'équivalence (voir le corps du texte).



## ***Annexe H : évolution des segments de marché, 2000-2010***

L'Annexe D a expliqué comment analyser la distribution écologique des fonds d'investissements au sein des segments du marché. On peut pousser l'analyse un peu plus loin et en tirer des implications pour évaluer l'intensité de la concurrence dans et entre les segments ainsi que son évolution.

On part de la matrice  $X^m$  qui compte le nombre de fond que partage chaque paire de segment (voir aussi le Tableau 15 du Chapitre II). Le degré de peuplement des segments ainsi que le degré de leur recouvrement ne nous donne pas une image parfaite de l'intensité concurrentielle. En effet, un segment peut être très peuplé et faiblement concurrentiel s'il existe de nombreuses opportunités pour faire des opérations. En règle générale ce qui compte c'est le rapport entre la population et l'abondance de la ressource au sein d'un territoire. Autrement dit, ce qui compte c'est *l'abondance relative de la ressource*. Comment évaluer les « opportunités pour faire des opérations » ? Il faudrait pouvoir savoir quel est le nombre d'entreprises éligibles au LBO dans chaque segment, ce qui est pratiquement impossible. Une manière de s'en rapprocher est de regarder quel est le nombre d'opérations réalisées dans chaque segment sur plus long-terme. C'est ce que nous avons décidé de faire.

On part de la matrice  $X^m$  sur la période 2001-2007 et on la divise par le nombre d'opération qui s'est réalisé dans chaque segment sur la période 2000-2010. On aboutit à une nouvelle matrice où chaque cellule présente la proportion de fonds par rapport aux nombre d'opérations sur plus long-terme, ce que nous pouvons appeler un « coefficient de compétition ». Voici le tableau qui en résulte :

*Tableau 63 : coefficients de compétition des segments de marché, 2001-2007*

	<b>SC</b>	<b>LMC</b>	<b>MC</b>	<b>UMC</b>	<b>LC</b>	<b>Moyenne</b>
<b>SC</b>	0,21	0,06	0,05	0,02	0,02	0,13
<b>LMC</b>	0,19	0,36	0,18	0,08	0,06	0,15
<b>MC</b>	0,12	0,14	0,35	0,12	0,09	0,19
<b>UMC</b>	0,07	0,11	0,21	0,4	0,16	0,15
<b>LC</b>	0,06	0,08	0,15	0,16	0,3	0,13

Si le rapport est supérieur à un alors il y a plus de fonds que d'opportunités et la concurrence est extrême. Le segment qui se rapproche le plus de cette situation est le segment UMC avec un coefficient de 0,4. Il s'agit de la compétition interne au segment. La

compétition moyenne du segment est calculée en additionnant ses différents coefficients de compétition et en divisant par cinq. On peut faire cette procédure pour chaque année et regarder comment ont évolué ces différents coefficients de compétition moyens (Chapitre III Tableau 38).

On constate qu'en moyenne c'est le segment MC qui est le plus compétitif car il est « coincé » entre tous les autres segments.

Il faut mettre cela en rapport avec l'évolution des grandeurs économiques. Voici comment ont évolué les leviers par segment.

*Tableau 64 : évolution de l'effet de levier suivant les segments, 2000-2010*

<b>Ratio dette/FP</b>	<b>LC</b>	<b>UMC</b>	<b>MC</b>	<b>LMC</b>	<b>SC</b>
2000	1,85	1,48	NA	1,72	1,10
2001	1,83	1,81	0,91	1,00	1,69
2002	2,13	2,63	2,08	0,84	1,42
2003	2,58	1,66	1,97	1,33	1,60
2004	2,18	2,55	2,06	1,74	1,27
2005	3,70	2,80	1,87	1,51	1,64
2006	2,56	2,02	1,99	2,88	1,44
2007	2,04	1,58	1,75	1,35	1,30
2008	1,68	1,19	1,01	1,06	1,30
2009	NA	1,20	0,71	1,12	1,13
2010	1,04	1,00	0,63	0,56	1,26
Moyenne 2001-2007	2,27	2,27	1,93	1,16	1,55

Voici comment ont évolué les valorisations :

Tableau 65 : évolution des valorisations suivant les segments, 2000-2010

Multiple du résultat	LC	UMC	MC	LMC	SC
2000	12,32	22,06	NA	11,38	12,26
2001	11,22	5,32	13,18	15,79	7,84
2002	7,52	NA	5,43	NA	7,46
2003	6,50	7,89	6,78	4,74	4,73
2004	8,80	9,20	10,67	12,98	7,40
2005	10,68	8,02	8,16	10,50	10,77
2006	12,07	8,25	11,72	4,60	8,37
2007	11,52	10,81	9,45	8,26	7,81
2008	12,18	10,56	10,00	10,00	3,76
2009	NA	5,40	5,86	7,84	7,75
2010	10,01	8,44	7,69	7,11	6,30
Moyenne 2001-2007	9,2	11,23	7,75	3,5	6,9

On constate que la relation entre compétition et grandeurs économique est imparfaite : le segment LC offre des leviers et des valorisations plus importantes que si elles étaient « expliquées » uniquement par la compétition. De même le segment LMC offre des leviers et valorisations moins élevés que si ces grandeurs étaient liées à la seule compétition. Deux explications peuvent être fournies pour cette faible association. (1) Une explication formelle : dans certains cas les moyennes peuvent être tirées à la hausse ou à la baisse du fait de faibles effectifs, et notre mesure des « opportunités de LBO » est pour le moins approximative ; (2) une explication substantielle : les segments ont un accès inégal aux financements bancaires, le segment LC tirant grandement partie de la titrisation.

## ***Annexe I : l'enquête sur les fonds d'investissement***

L'enquête sur les fonds d'investissement consiste en des entretiens semi-directifs avec des investisseurs et d'autres personnes appartenant au champ du LBO. Elle est composée de 25 entretiens avec 22 acteurs. Les entretiens ont été réalisés à Paris, dans les salles de réunion de leurs organisations (dans la quasi-totalité) de Juillet 2010 à Juin 2011. Parmi ces 23 acteurs nous avons rencontré 15 investisseurs, mais aussi deux avocats conseils, deux institutionnels, deux cadres dirigeants et un banquier.

Nous avons procédé par boule de neige pour trouver des informateurs, à partir de trois points de contact dont un seul a vraiment marché. De ce fait, nous nous sommes retrouvés pris dans une sorte de « clique ». Fort heureusement, cette clique correspond au groupe le plus « important » que nous avons mis au jour dans le Chapitre II (celui qui est situé dans le secteur de la légitimité). Les investisseurs que nous avons rencontrés sont donc peu divers et reflètent les fonds opérant selon le modèle actionnarial. Voici comment se répartissent nos informateurs selon leur rang hiérarchique et la nationalité de leur fond :

*Tableau 66 : investisseurs interviewés*

	<b>Français</b>	<b>Anglo-saxons</b>
<b>Associé</b>	1	1
<b>Directeur participation</b>	6	5
<b>Analyste/chargé d'affaires</b>	2	0

Nous avons rencontré surtout des directeurs de participations de fonds français et anglais. C'étaient surtout des fonds opérant à l'échelle nationale et européenne situés dans les secteurs Large Cap et Upper Mid Cap. Du fait de cette limite significative, nous nous sommes appuyés sur deux autres sources principales : l'article d'Anne Guéry-Stévenot et surtout le livre *Private Equity et Management des Entreprises* (abrégé : PEME) des consultants Michel Chevalier et Dominique Langlois (Chevalier et Langlois, 2010 ; Guéry-Stévenot, 2006). Celui-ci s'appuie sur des entretiens que nous avons été amenés à citer. Nous nous sommes aussi appuyés sur les enquêtes de Valérie Boussard et Marie-Anne Dujarier ainsi que sur les sources écrites (Boussard, 2013 ; Boussard et Dujarier, 2014).

Les entretiens étaient volontairement focalisés sur l'activité concrète des investisseurs : leur travail, les relations qu'ils entretiennent (en particulier avec les dirigeants) et les problèmes qu'ils rencontrent. Ils ont duré environ 1h15. Voici la grille d'entretien originale :

## **I- TRAVAIL**

### 1) Contenu général

- Comment s'organise le processus de vente ?
- Quel est le rôle du comité d'investissement ? qui y siège ?
- Comment s'organise le travail au sein du fond ?
- Comment trouvez-vous les sociétés ?
- A qui vendez-vous les sociétés ?

### 2) Gestion des participations

- Vous considérez-vous comme un investisseur actif ? (hands-on/hands-off)
- Qu'est-ce que créer de la valeur ? Comment ?
- Comment évaluez-vous les sociétés ? le rôle du multiple
- Comment transformer l'entreprise ?
- Qu'est ce que la mise sous tension ?
- Qu'est ce que la culture du cash ? Comment la diffuser ?

## **II- RELATIONS**

### 1) Les managers

- Comment évaluez-vous les managers ?
- Qu'est-ce qu'un bon manager ?
- Pourquoi le changer ?
- Comment se fait la négociation du management package ?
- Comment se conclut le business plan ?
- Comment prennent-ils les interventions extérieures ?

→ Evénements-clés : succession, acquisitions, présentation des résultats, les 100 premiers jours

### 2) Les autres fonds

- Dans quels cas achetez-vous des sociétés ensemble ?
- Comment se passe la gestion à plusieurs ?

### 3) Les banques

- Comment déterminez-vous l'effet de levier ?
- Les banquiers ont-ils des attitudes différentes sur la dette ?

### **III- PROBLEMES ET FUTUR**

- Quels principaux problèmes rencontrez-vous au cours de votre travail ?
- Qu'est ce qui vous plaît/déplaît le plus dans votre travail ?
- Comment voyez-vous l'avenir du marché du LBO ?

## Annexe J : le vocabulaire des fonds d'investissement

Les données sur lesquelles se fonde l'analyse sont issues des guides des fonds d'investissement publiés par PEM au pic de l'activité en 2006, 2007 et 2008. Dans ce guide, le fond doit dire quelles sont ses valeurs sous forme de mots-clés. Selon toute vraisemblance, le public visé par ces guides sont les dirigeants d'entreprises ou les actionnaires qui veulent vendre une de leurs entreprises (et peut être les autres investisseurs). C'est à notre avis un bon site pour analyser les stratégies de présentation de soi des investisseurs. Voici l'exemple du fond Naxicap :

Figure 51 : exemple de mots-clés cités par les fonds



# Naxicap Partners

**DATE DE CRÉATION : 1988**

5-7, rue de Montessuy - 75340 Paris Cedex 07  
Tél. : 01 58 19 22 20 - Fax : 01 58 19 22 30  
Web : [www.naxicap.fr](http://www.naxicap.fr) - Email : [prenom.nom@naxicap.fr](mailto:prenom.nom@naxicap.fr)

<p><b>&gt; POLITIQUE D'INVESTISSEMENT :</b> Filiale de Natixis, Naxicap Partners est organisée en 5 équipes régionales (Paris, Lyon, Toulouse, Strasbourg, Nantes) regroupant 35 professionnels de l'investissement. Elle gère 825 M€ de capitaux et intervient sur des opérations de capital développement, réorganisation du capital, diversification du patrimoine des dirigeants, financement de la transmission, capital création.</p>	<p><b>&gt; MONTANT DES INVESTISSEMENTS :</b> De 1 à 30 M€.</p> <p><b>&gt; LES SECTEURS DE PRÉDILECTION :</b> Tous secteurs.</p>	<p><b>&gt; CE QUE NOUS RECHERCHONS DANS UNE ENTREPRISE :</b> Naxicap veut bâtir avec des dirigeants d'entreprise financièrement engagés et porteurs de projets ambitieux une association durable, fondée sur la confiance et le respect mutuel, dans le cadre d'une vraie communauté d'intérêts. Les projets financés doivent être cohérents avec les capacités de l'entreprise et son positionnement marché.</p>
---	---	---

**VALEURS** **PROXIMITÉ** **REACTIVITE** **RELATIONS HUMAINES** **ENGAGEMENT** **PARTENARIAT**



ÉRIC AVEILLAN. Président du Directoire.



LUC BERTHOLAT. Directeur bureau Nantes.

Les valeurs mises en avant par Naxicap (entourées) sont la « proximité », la « réactivité », les « relations humaines », l'« engagement » et le « partenariat ».

Nous avons codé ces valeurs à la main. Nous avons été amenés à standardiser un certain nombre d'expressions pour qu'elles soient comparables tout en essayant de minimiser cette standardisation. Nous obtenons une liste de 100 mots cités par 69 fonds. Puis nous avons attribué à chaque mot un domaine sémantique. Nous avons repéré 10 domaines sémantiques

différents. Même si procédure est quelque peu subjective, nous ne donnons pas les codages dans cette annexe faute de place. Ceux-ci sont disponibles sur demande.



## ***Annexe K : l'enquête à TechnologieAvancée***

L'enquête sur l'entreprise TechnologieAvancée a été réalisée au début de cette thèse, dans le cadre d'un partenariat entre le CSO et Cap Gemini Consulting, où un ancien doctorant travaillait. Divers terrains d'enquêtes ont été ouverts, dont celui-ci. Le partenariat avait pour thème l'entreprise-réseau, et le thème initial de la thèse était proche de celui-ci. L'accord avec l'entreprise était donc d'étudier quelque chose qui les préoccupe et qui entre dans le cadre de ce thème. La forme organisationnelle de l'entreprise étant apparemment atypique (un petit groupe multinational très décentralisé), nous nous étions mis d'accord pour étudier les relations entre les différentes unités du groupe du point de vue de la coopération. Deux fonctions étaient considérées comme stratégiques : la fonction commerciale (Vente & Marketing) et la fonction de recherche technologique (Recherche & Développement). Le but du siège était de dégager des synergies entre les différentes unités du groupe pour ces fonctions. Le constat de la direction générale était que les coopérations « prenaient » en commercial mais pas en recherche technologique.

Mon point de contact dans l'entreprise, le directeur de la performance, de qui dépendait le directeur de la R&D notamment, m'a aidé à identifier les acteurs pertinents et à organiser les rendez-vous avec les secrétaires de chaque site. Nous avons essayé de trouver un équilibre entre chaque fonction et chaque unité/division pour faciliter la comparaison, comme le montre le tableau suivant :

*Tableau 67 : personnes interviewés à TechnologieAvancée*

	<b>Commerciaux</b>			<b>Ingénieurs</b>			<b>Autres</b>	<b>Total</b>
	<b>Directeur commercial</b>	<b>Directeur de BU</b>	<b>Développeur d'affaires</b>	<b>Directeur de R&amp;D/Technique</b>	<b>Designer optique</b>	<b>Ingénieur autre</b>		
<i>TAUK</i>	1	2	0	3	1	0	2	9
<i>Technik</i>	2	2	1	2	1	0	2	10
<i>TASG</i>	1	0	2	1	0	2	2	8
<i>Autres</i>	1	0	3	1	1	1		7
<b>Total</b>	15			13			6	34

Je me suis déplacé sur deux sites anglais et un site allemand pour faire les entretiens. Les autres (en particulier à Singapour) ont été réalisés au téléphone au siège. Les entretiens ont duré environ 1h30. Deux grandes restitutions des résultats de l'enquête ont été réalisées, la première avec l'équipe du siège et la deuxième avec celle-ci et les cadres dirigeants des unités.

Mes résultats venaient en partie contredire l'opinion du siège puisque je montrais que la coopération dans la fonction commerciale n'était qu'apparente. Le siège avait l'impression que ça « marchait » simplement parce qu'ils avaient mis en place un outil de *reporting* (le *Key Account Management*). Je montrais que les différentes unités avaient beaucoup de mal à coopérer, sans savoir bien pourquoi au juste<sup>1</sup>. Puis je me suis rendu compte que ce que j'étudiais entrainait dans le cadre d'un programme plus large du siège, qui était un « plan de création de valeur » élaboré avec le fond d'investissement. Je me suis ensuite souvenu qu'un certain nombre d'enquêtés avaient évoqué le LBO en entretien, mais je n'y avais alors pas prêté grande attention. J'ai donc décidé de faire une deuxième vague d'entretiens avec les personnes du siège et avec les présidents d'unité. Voici les personnes interviewées au siège<sup>2</sup> :

- PDG
- Directeur de l'export
- Directeur commercial secteur défense
- Directeur commercial secteur civil
- Directeur de la performance
- Directeur de la stratégie
- Directeur de la R&D

Ces entretiens visaient à comprendre le « contexte d'action » de l'entreprise. Je me suis globalement rendu compte que le fond d'investissement pesait fortement sur la stratégie, que

---

<sup>1</sup> J'avais plusieurs hypothèses pour expliquer la coopération ou la non-coopération. Puisque les commerciaux avaient aussi du mal à coopérer, on ne pouvait invoquer des cultures professionnelles différentes. Une hypothèse était le type de marché que servaient les entreprises (marché civil et marché militaire) mais cette différence était en réalité très brouillée. Une autre hypothèse était la nationalité et l'histoire des entreprises. Comme on le verra, ceci peut entrer dans le cadre d'une explication stratégique plus englobante.

<sup>2</sup> Les directeurs d'unités figurent dans la case « autres » du tableau ci-haut.

cela soit avoué ou dénié, et que certains acteurs avaient les yeux rivés sur celui-ci et sur la perspective de la sortie du LBO. A partir de là je pouvais élaborer une explication de mes constats en faisant appel à des médiations stratégiques.

Mes entretiens étaient globalement structurés dans l'esprit de n'analyse stratégique des organisations. J'ai fait trois guides d'entretiens différents. Voici celui pour la fonction V&M :

### **1) Work**

- What does your work consist in?
- What are the aspects that you like the most? The least?
- What are the main problems that you face in the course of your work?
- Are there some quotation problems? How do you do to resolve it?
- How do you do to develop business with customers ?
- Does ITAR regulation trigger some problems?

### **2) Relations**

- In the course of your work, who are you in relation with? To do what?
- Do you have any relations with people in other TechnologieAvancée companies?

Who?

- What do you do with them?
- Does common customers trigger any problem?
- Do you have any relations with people at Group level? To do what?

### **3) Group initiatives**

- What do you think of the KAM position?
- Does it take some time away from your other customers?
- What do you think of the bonus system?

Voici le guide d'entretien pour la fonction R&D :

### **1) Work**

- What does your work consist in?
- What are the aspects that you like the most? The least?
- What are the main problems that you face in the course of your work?
- Are there some allocation problems? How do you do to resolve it?
- When there is an allocation change, what consequence does it have on your work?
- Does ITAR regulation trigger some problems?

### **2) Relations**

- In the course of your work, who are you in relation with? To do what?
- Do you have any relations with people in other TechnologieAvancées companies?
- What do you do with them?
- How do you deal with common projects?
- Do you have any relations with people at Group level? To do what?

### **3) Group initiatives**

- Do you participate in the R&D seminars?
- If so, what do you think of it?
- Is it useful? What do you get from it?

Voici le guide d'entretien pour les présidents d'unités :

### **1) Carrer and TechnologieAvancée**

- What is your background in terms of education and previous jobs and positions?
- How did you get involved with TechnologieAvancée?

### **2) Work**

- What does your work consist in?
- What are the aspects that you like the most? The least?
- What are the main problems that you face in the course of your work?
- Is resource allocation a problem? How do you do to resolve it?
- Are there conflicts between salespeople? How do you resolve them?
- Does ITAR trigger any problem?

### **3) Relations**

- In the course of your work, who are you in relation with? To do what?
- Do you have any relations with people in other TechnologieAvancée companies?
- What do you do with them?
- Does common customers trigger any problem?
- What are your relations with people at Group level? What do you do with them?
- What do you do with [the CEO]?

### **4) Group initiatives**

- What do you think of the KAM position?
- What do you think of transverse R&D initiatives?

### **5) Specific questions**

- When there is a common project between two TechnologieAvancée companies, who is paying? How do you do to share costs?
- What do you think of the company structure? Did you play a role in defining it?
- What is the financial relations between the companies and the Group level?
- Specific questions for each

## ***Annexe L : le réseau de coparticipation aux comités de Technologie Avancée***

Le réseau est composé de 18 acteurs qui participent à 14 comités en 2009. Cela engendre 94 relations de coparticipation.

Nous offrons une représentation graphique de ce réseau car il est petit. Nous avons utilisé l'algorithme standard Fruchterman-Reingold pour cela. Un individu est lié à un autre s'il a participé à un comité avec lui. L'épaisseur des liens est proportionnelle au nombre de comités auxquels ils ont co-participé. La taille des nœuds est proportionnelle à un indice d'autonomie défini comme :

$$\text{autonomie} = 1 - \text{contrainte structurale}$$

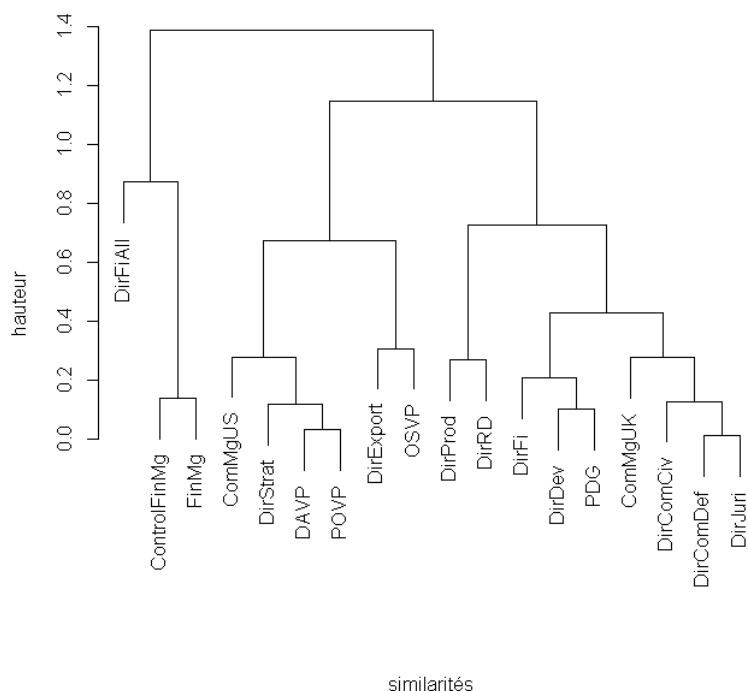
La contrainte structurale est celle de Burt :

$$\text{contrainte structurale}_i = \sum_j (p_{ij} + \sum_q p_{iq} p_{qj})^2$$

Où  $p_{ij}$  est la proportion de liens de l'acteur  $i$  à  $j$ ,  $p_{iq}$  celle de l'acteur  $i$  à  $q$  et  $p_{qj}$  celle de  $q$  à  $j$ . Un acteur est donc d'autant plus structurellement contraint que ses contacts entretiennent des liens entre eux.

La couleur des nœuds est définie par l'appartenance à sept classes d'équivalence structurale. Pour mesurer cette équivalence structurale, nous procédons comme à l'Annexe G. Nous utilisons la corrélation de Pearson sur la matrice de coparticipation, puis nous appliquons à cette matrice de corrélations l'algorithme de classification de Ward. On aboutit au dendrogramme suivant :

Figure 52 : dendrogramme de la matrice des corrélations de réseau de coparticipation aux comités



Une première partition dégage une périphérie d'acteurs marginaux qui appartiennent à la fonction financière mais ont des positions subordonnées : le directeur financier allemand, et la contrôleur de gestion ainsi que la responsable financière (placées sous la direction du directeur financier). Une deuxième partition coupe le cœur en un centre et une semi-périphérie. Cette semi-périphérie est composée du directeur de la stratégie, d'un directeur commercial pour l'aire de l'Amérique du Nord, du directeur de l'export ainsi que des directeurs de division (les présidents des trois plus grosses unités). Le cœur représente essentiellement l'équipe du siège, avec au « cœur du cœur » le triumvirat : PDG, directeur financier et directeur du développement et de la performance.

## ***Annexe M : références***

1) Documents généraux : finance de marché et finance d'entreprise

a) Manuels consultés

ALBOUY M., 2003, *Décisions financières et création de valeur*, Paris, Économica.

BREALEY R.A., MYERS, MYERS S.C., ALLEN F., 2014, *Principles of Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill Education.

CHOUDHRY M., JOANNAS D., PEREIRA R., PIENAAR R., 2010, *Capital Market Instruments: Analysis and Valuation*, Harlow, Palgrave Macmillan.

COUGNAUD B., 2007, *L'univers des risques en finance: Un équilibre en devenir*, Paris, Les Presses de Sciences Po.

JACQUILLAT B., SOLNICK B., 2009, *Marchés financiers gestion de portefeuille et des risques*, Paris, Dunod.

KOLLER T., GOEDHART M., WESSELS D., 2010, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Hoboken, John Wiley & Sons.

RAPPAPORT A., 1986, *Creating shareholder value: the new standard for business performance*, New York, Free Press.

STEWART G.B., 1991, *The quest for value: a guide for senior managers*, New York, HarperBusiness.

b) Histoire de la théorie financière

BERNSTEIN P.L., 1998, *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*, New York, John Wiley & Sons.

BERNSTEIN P.L., 2000, *Des idées capitales*, Paris, Presses Universitaires de France.

FOX J., 2011, *The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*, New York, HarperBusiness.

MACKENZIE D.A., 2008, *An engine, not a camera: how financial models shape markets*, Cambridge, MIT Press.

RUBINSTEIN M., 2006, *A History of the Theory of Investments: My Annotated Bibliography*, Hoboken, Wiley.

## 2) Documents spécialisés : capital-investissement et LBO

### a) Manuels

BOSCHIN N., 2009, *Le guide pratique du LBO: Racheter une entreprise grâce à l'effet de levier : MBO, MBI, BIMBO*, Paris, Editions Eyrolles.

CHEVALIER M., LANGLOIS D., 2010, *Private equity et management de l'entreprise*, Paris, Economica.

CUMMING, D. (dir.), 2012, *The Oxford Handbook of Private Equity*, Oxford, Oxford University Press.

DAIGNE J.-F., JOLY X., 1991, *Le L.M.B.O., ou, La reprise de l'entreprise par ses salariés*, Paris, Les Éditions d'organisation.

DELFOSSÉ M.-L., 1988, *Holdings et reprise d'entreprise : LBO, LMBO, rachat par les cadres*, Paris, Editions d'Organisation.

THOMAS P., 2012, *LBO : Montages à effet de levier - Private Equity*, Paris, La Revue Banque.

THOUMIEUX X., 1999, *Le LBO : Acquérir une entreprise par effet de levier*, Paris, Economica.

### b) Mémoires

NUNG B., 2000, *Le LBO est-il une forme organisationnelle viable à long-terme ou est-ce seulement une structure transitionnelle?*, Mémoire de DESS, finance d'entreprise et marchés internationaux de capitaux, Paris, Institut d'Etude Politiques de Paris.

RIBEROLLES R. DE, 1995, *Les facteurs de création de richesse dans les opérations à effet de levier*, Mémoire de DESS, finance d'entreprise et marchés internationaux de capitaux, Paris, Institut d'Etude Politiques de Paris.

### c) Presse

Dossier de presse « sociétés d'investissement », n°1-2, Institut d'Etudes Politiques de Paris.

Dossier de presse « capital-risque », n°1-2, Institut d'Etudes Politiques de Paris.

*Capital Finance*, 1987-2003, HS 2004-2010.

*Private Equity Magazine*, 2005-2010.

« What's up sur le capital-investissement, 2000-2011 », disponible sur <http://www.capitalinvestissement.net/what-s-up-sur-le-capital-investissement-en-2011.html> (consulté le 29/09/14).

Divers articles des journaux suivants : Le Monde, Le Figaro, Les Echos, La Tribune, Décideurs, Banque Magazine, AGEFI, Option Finance.



#### d) Rapports consultés

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, 2007, « Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU ».

BANQUE DE FRANCE, 2006, « Le système bancaire français face au risque Private Equity/LBO ».

CFDT, 2008, « Financiarisation des entreprises et dialogue social ».

CONSEIL D'ANALYSE ECONOMIQUE, 2008, « Private Equity et capitalisme français ».

MEDEF, 2008, « LBO: Quel apport pour les entreprises ? ».

WORLD ECONOMIC FORUM, 2008, « The Global Economic Impact of Private Equity ».

#### e) Autres

GILLIGAN, J., WRIGHT, M., 2010, “*PE demystified: an explanatory guide*”, second edition, Center for Management Buy-Out Research.

HUGOT J-B., MOCCI, J-P, *Le Guide des Sociétés de Capital-Investissement*, Editions du Management, Paris. 3ème à 8ème éditions.

La lettre de Crédit Agricole Private Equity, 2006-2010.

*Who's who in France*

Brochures et Documents internes des firmes de PE.

#### f) Sites internet

<http://www.afic.asso.fr>

<http://www.capitalinvestissement.net>

<http://www.collectif-lbo.org>

<http://www.evca.eu>

<http://wwwf.imperial.ac.uk/business-school/research/the-centre-for-management-buy-out-research>

<http://www.pegcc.org>

Divers sites de fonds

Les sources que nous utilisons le plus abondamment sont *Capital Finance*, *Private Equity Magazine*, le *Guide des Sociétés de Capital-Investissement* et *Private Equity et Management des Entreprises*. Leurs abréviations sont : CF, PEM, GSCI et PEME respectivement. Les références sont données entre parenthèse dans le corps du texte pour ces sources. Pour toutes les autres sources, les références sont données en note de bas de page.

## ***Annexe N : principaux sigles utilisés***

AFIC : Association Française des investisseurs en Capital  
AMF : Autorité des Marchés Financiers  
BFR: Besoin en Fond de Roulement  
BIMBO : *Buy-In Management Buy-Out*  
BD : *Business Division*  
BP : *Business Plan*  
BU: *Business Unit*  
BSA : Bonds de Souscription d' Actions  
CA : Chiffre d' Affaires ou Conseil d' Administration, selon les cas  
CAE : Conseil d' Analyse Economique  
CAPEX : *Capital Expenditures*  
CEO : *Chief Executive Officer*  
CFO : *Chief Financial Officer*  
CD&R : Clayton, Dubilier & Rice  
CDC : Caisse des Dépôts et des Consignations  
CDO : *Collateralized Debt Obligation*  
CDS: *Credit Default Swap*  
CLO : *Collateralized Loan Obligation*  
CMBOR : *Centre for Management Buy-Out Research*  
CS : Conseil de Surveillance  
DCF : *Discounted Cash-Flow*  
DRH : Directeur des Ressources Humaines  
EBITDA : *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*  
EVCA : *European Venture Capital Association*  
FCC : Fonds Communs de Créances  
FCF : *Free Cash-Flow*  
FCPI : Fonds Communs de Placement pour l' Innovation  
FCPR : Fonds Communs de Placement à Risque  
FFSA : Fédération Française des Sociétés d' Assurance  
FIP : Fonds d' Investissement de Proximité  
IDI : Institut de Développement Industriel  
ICG : Intermediate Capital Group  
IPO : Institut de Participations de l' Ouest ou *Initial Public Offering*, selon les cas  
ITAR: *International Traffic in Arms Regulation*  
GEMA : Groupement des Entreprises Mutuelles d' Assurances  
HR : Human Resources  
KAM : *Key Account Management* ou *Key Account Managers*, selon les cas  
KKR : Kohlberg, Kravis & Roberts  
KPI : *Key Performance Indicators*  
LC : *Large Cap*  
LBO : *Leveraged Buy-Out*  
LBU: *Leveraged Build-Up*  
LMC : *Lower-Mid Cap*  
M&A : Fusions et acquisitions  
MBA : *Master in Business Administration*

MBO: *Management Buy-Out*  
MC : *Mid Cap*  
MD : Managing Director  
NRE : Nouvelles Régulations Economiques  
OBO: *Owner Buy-Out*  
OEM: Original Equipment Manufacturer  
OPA : Offre Publique d'Achat  
P&L : *Profit and Loss*  
PAI : Paribas Affaires Industrielles  
PDG : Président Directeur Général  
PE : *Private Equity*  
PEGCC : *Private Equity Growth Capital Council*  
P-to-P : *Public-to-Private*  
PIK: *Pay-In-Kind*  
PM: *Project Manager*  
R&D : Recherche & Développement  
RBS : Royal Bank of Scotland  
RES : Rachat d'Entreprise par les Salariés  
RFQ: *Request For Quote*  
RN : Revenu Net  
S&M : Sales & Marketing  
S&P : Standard & Poor's  
SC : *Small Cap*  
SICAV : Société d'Investissement à Capital Variable  
TASG : TechnologieAvancée Singapour  
TAUK : TechnologieAvancée UK  
TPG : Texas Pacific Group  
TRI : Taux de Rentabilité Interne  
UMC : *Upper-Mid Cap*  
UNICER : Union Nationale des Investisseurs en Capital pour les Entreprises Régionales  
V&M : Vente & Marketing  
WACC : *Weighted Average Cost of Capital*



# Table des matières

---

<b>Résumé – Abstract .....</b>	<b>5</b>
<b>Remerciements .....</b>	<b>7</b>
<b>Sommaire .....</b>	<b>11</b>
<b>Introduction générale.....</b>	<b>13</b>
A - Les transformations contemporaines du capitalisme .....	15
B - Une porte d'entrée : le Leveraged But-Out.....	19
1) Qu'est-ce que le LBO ? .....	19
2) LBO : arme organisationnelle et jeu profond.....	23
3) Comparaison et historique du LBO .....	30
C - Question de recherche et organisation de la thèse.....	35
<b>Prologue méthodologique .....</b>	<b>39</b>
A - La finance d'un point de vue sociologique.....	39
B - Pluralisme épistémologique et démarche pragmatique.....	41
C - Description des données utilisées.....	42
<b>Chapitre I- Le champ du LBO français .....</b>	<b>49</b>
A - Du marché du contrôle d'entreprise au champ du LBO .....	50
1) Le marché du contrôle d'entreprise .....	51
2) La profession du capital-investissement .....	54
3) Le champ du LBO.....	56
B - Morphologie du champ du LBO .....	64
1) Démographie.....	64
2) Différenciation verticale .....	68
3) Différenciation horizontale .....	74
Conclusion du Chapitre I.....	81
<b>Chapitre II- Les fonds d'investissement : différenciation et intégration .....</b>	<b>85</b>
A - Lignes de différenciation.....	86
1) Distribution économique des fonds d'investissement .....	86
2) Distribution écologique des fonds d'investissement.....	91
3) Distribution sociale des fonds d'investissement .....	96
B - Logiques professionnelles et modèles d'activité.....	104

1) Stratégies des fonds d'investissement.....	104
2) Pratiques des fonds d'investissement.....	110
3) Modèle bancaire et modèle actionnarial .....	114
C - Modes d'intégration .....	119
1) Systèmes d'échanges.....	120
2) Centre, périphérie et semi-périphérie.....	122
3) L'élite parisienne en position stratégique .....	124
Conclusion du Chapitre II .....	127
<b>Chapitre III- La dynamique du champ d'action, 2001-2009 .....</b>	<b>131</b>
A - La bulle du LBO ?.....	133
1) La débandade : 2007-2009 .....	133
2) Un faisceau d'indices .....	137
B - La restructuration du champ d'action dans les années 1990 .....	148
1) La crise du début des années 1990.....	148
2) Le renouvellement des stratégies .....	150
C - La mobilisation collective, 2002-2004.....	155
1) Les menaces et les opportunités de l'environnement .....	155
2) Mobilisation interne et externe .....	162
3) La consécration du modèle actionnarial.....	166
D - L'effervescence collective, 2005-2007.....	178
1) L'afflux de liquidités et le déséquilibre écologique .....	178
2) Le modèle actionnarial et l'alliance du risque.....	183
3) La formation d'une bulle spéculative .....	189
Conclusion du Chapitre III.....	200
<b>Chapitre IV- Evaluer, valoriser et rationaliser : la logique de l'investisseur .....</b>	<b>203</b>
A - Evaluation : enquête de valeur .....	206
1) La source des catégories de pensée des investisseurs .....	206
2) Méthodes et raisonnements en contexte.....	210
3) Définitions et perceptions .....	225
B - Valorisation : en quête de valeur.....	231
1) Attitudes et contraintes de contrôle.....	232
2) Les moyens du contrôle .....	235
Conclusion du Chapitre IV.....	249

<b>Chapitre V- La confrontation des logiques et la double rationalisation .....</b>	<b>253</b>
A - Echanges, tensions et conflits .....	254
1) Echanges à la frontière .....	254
2) Tensions et conflits .....	261
B - Rationalisateurs rationalisés .....	277
1) La modération de la conduite .....	278
2) Jeux de pouvoir et jeux de langage .....	283
Conclusion du Chapitre V .....	296
<b>Chapitre VI- L'arme organisationnelle à l'œuvre .....</b>	<b>299</b>
A - Les effets globaux de l'arme organisationnelle .....	300
1) Les théories économiques du LBO .....	301
2) Les effets sur l'emploi et l'organisation du travail .....	305
3) Une synthèse sociologique .....	317
B - L'opération sur Technologie Avancée : un LBO exemplaire .....	320
1) Un LBO du modèle actionnarial .....	320
2) Un groupe multinational issu d'une longue histoire industrielle .....	322
3) L'entrée en LBO .....	327
4) De la bulle du crédit à la grande récession .....	330
Conclusion du Chapitre VI .....	333
<b>Chapitre VII- La discipline de la dette .....</b>	<b>335</b>
A - L'établissement d'un compromis fragile .....	337
1) La double contrainte de la direction générale .....	338
2) Stratégie du consentement et système de cooptation .....	341
B - Le compromis sur la stratégie et la structure .....	347
1) Nature du débat et différence des positions .....	347
2) Le résultat du compromis .....	352
C - La déstabilisation du compromis .....	358
1) L'onde de choc de la crise financière .....	358
2) Le revirement stratégique .....	361
Conclusion du Chapitre VII .....	366
<b>Chapitre VIII- Face à l'incertitude : mobilisation et récalcitrance .....</b>	<b>371</b>
A - Le Groupe entre coopération et concurrence .....	372
1) Diriger collectivement un groupe d'entreprises .....	372



2) Le siège dans sa bulle.....	373
3) La drôle de guerre des unités .....	381
B - L'urgence dans les unités.....	397
1) Le travail de commercial et d'ingénieur.....	397
2) Des besoins aux produits.....	401
3) La formation d'un cercle vicieux de l'épuisement ? .....	417
C - Epilogue : le sprint final .....	424
Conclusion du Chapitre VIII .....	428
<b>Conclusion générale .....</b>	<b>433</b>
A - LBO et transformations du capitalisme français.....	433
1) Résumé.....	433
2) Réponses aux questions .....	435
B - Implications sociologiques.....	439
1) Finance et entreprise .....	439
2) Finance et structure sociale .....	443
3) La signification sociale de la dette.....	445
C - Repousser le mur de la dette .....	446
<b>Bibliographie.....</b>	<b>449</b>
<b>Annexes .....</b>	<b>465</b>
Annexe A : l'effet de levier financier.....	466
Annexe B : la base de données.....	469
Annexe C : Positionnement Multi-Dimensionnel sur les distances géodésiques du réseau de coparticipation .....	475
Annexe D : distribution écologique des fonds d'investissement .....	477
Annexe E : Analyse des Correspondances Multiples des attributs des fonds d'investissement .....	479
Annexe F : modèle de régression linéaire à effets fixes sur les pratiques des fonds d'investissement .....	481
Annexe G : blockmodel sur les réseaux d'échange multiplexe des fonds d'investissement .....	484
Annexe H : évolution des segments de marché, 2000-2010 .....	488
Annexe I : l'enquête sur les fonds d'investissement .....	491
Annexe J : le vocabulaire des fonds d'investissement .....	494
Annexe K : l'enquête à TechnologieAvancée.....	496
Annexe L : le réseau de coparticipation aux comités de TechnologieAvancée .....	500

Annexe M : références .....	502
Annexe N : principaux sigles utilisés .....	506
<b>Table des matières .....</b>	<b>509</b>
<b>Index des tableaux, figures et encadrés .....</b>	<b>515</b>
Index des tableaux .....	516
Index des figures .....	519
Index des encadrés .....	521



## **Index des tableaux, figures et encadrés**

---

,

## ***Index des tableaux***

Tableau 1 : l'articulation entre les niveaux d'analyse .....	29
Tableau 2 : dimensions des données de la thèse .....	43
Tableau 3 : variables clés pour huit échantillons de LBO en France.....	44
Tableau 4 : distributions de variables clés pour les échantillons de Riberolles et Foureault... 46	
Tableau 5 : nombre de fonds actifs dans chaque segment en 2008.....	55
Tableau 6 : données démographique sur les acteurs du champ du LBO, 2000-2010 .....	65
Tableau 7 : circulation des individus dans les rôles, 2000-2010.....	68
Tableau 8 : nombre et valeur totales des participations par type d'acteur, 2001-2007 .....	69
Tableau 9 : 52 acteurs qui concentrent 50% des parts de marché en volume, 2001-2007.....	72
Tableau 10 : 25 acteurs qui concentrent 50% des parts de marché en valeur, 2001-2007.....	73
Tableau 11 : trois exemples de coalitions .....	77
Figure Tableau 12 : les 12 fonds qui concentrent 50% de la richesse, ca. 2006.....	90
Tableau 13 : distribution des actifs sous gestion suivant l'aire géographique des fonds, ca. 2006.....	90
Tableau 14 : définition des segments, 2001-2007.....	92
Tableau 15 : distribution du nombre de fonds dans les segments, 2001-2007.....	92
Tableau 16 : corrélations de Pearson entre le montant des actifs sous gestion et diverses variables stratégiques, 2001-2007 .....	105
Tableau 17 : aire géographique et degré d'activisme des fonds d'investissement, 2001-2007 .....	107
Tableau 18 : aire géographique et spécialisation dans les segments, 2001-2007 .....	107
Tableau 19 : changement de propriété et changement de contrôle .....	108
Tableau 20 : aire géographique et types d'opérations de LBO, 2001-2007.....	109
Tableau 21 : aire géographique et sources des opérations, 2001-2007 .....	109
Tableau 22 : aire géographique et LBO bis, 2001-2007 .....	110
Tableau 23 : modèles de régression linéaire à effets fixes sur divers indicateurs de pratiques, 2001-2007.....	112
Tableau 24 : modèle bancaire et modèle actionnarial du LBO .....	118
Tableau 25 : caractéristiques structurelles des systèmes d'échanges du champ des fonds d'investissement dans les années 2000 .....	121
Tableau 26 : blocks et logique d'échelle.....	124
Tableau 27 : les 24 fonds en position centrale dans le réseau d'échange multiplexe .....	125
Tableau 28 : l'ordre segmentaire du LBO.....	128

Tableau 29 : parts de marché des dix premiers fonds en 2001 et 2004.....	156
Tableau 30 : corrélation du volume et de la valeur des LBO en France avec divers indicateurs macro-économiques, 2000-2010 .....	161
Tableau 31 : présidents de l'AFIC, 1984-2010 .....	163
Tableau 32 : nombre et proportion d'opérations de build-ups et de LBO bis, 1998-2010 ....	174
Tableau 33 : parts de marchés des dix premiers fonds, 2007 et 2009 .....	180
Tableau 34 : régression de Poisson sur le nombre de prix reçus.....	184
Tableau 35 : membres du club Trèfle.....	186
Tableau 36 : types de dettes LBO, ca. 2007.....	188
Tableau 37 : proportion d'opérations dans chaque segment, 2001-2009.....	191
Tableau 38 : évolution des coefficients de compétition moyens, 2001-2009 .....	191
Tableau 39 : éléments des doctrines de la valeur actionnariale .....	209
Tableau 40 : logique d'agence et logique managériale selon Zajac et Westphal.....	231
Tableau 41 : 10 mots les plus cités par les fonds d'investissement.....	288
Tableau 42 : sophistication du vocabulaire des fonds d'investissement.....	289
Tableau 43 : résultats de treize études sur les effets des LBO sur l'emploi .....	307
Tableau 44 : différences idéales-typiques en ce qui concerne les effets du LBO sur l'emploi .....	313
Tableau 45 : effectifs de TechnologieAvancée (Août 2008) .....	322
Tableau 46 : principaux clients de TechnologieAvancée en 2008.....	325
Tableau 47 : nombre de comités auxquels participaient les cadres dirigeants de TechnologieAvancée en 2009 .....	343
Tableau 48 : scores de contrainte structurale pour les cadres dirigeants de TechnologieAvancée en 2009 .....	346
Tableau 49 : plan de bonus des cadres de TechnologieAvancée .....	357
Tableau 50 : facteurs structurels de pouvoir des actionnaires sur les cadres dirigeants dans le cas de TechnologieAvancée .....	368
Tableau 51 : échanges de primes entre unités, 2008 .....	393
Tableau 52 : différences idéal-typiques entre les LBO américains des années 1980 et les LBO français des années 2000 .....	438
Tableau 53 : exemples d'effet de levier .....	467
Tableau 54 : variables concernant les opérations.....	471
Tableau 55 : variables concernant les fonds d'investissement .....	472
Tableau 56 : classification des acteurs hybrides .....	474
Tableau 57 : contributions des cinq premières dimensions à l'ACM des fonds d'investissement.....	480

Tableau 58 : modèles de régression linéaire à effets fixes sur les pratiques des fonds d'investissement (complet). .....	483
Tableau 59 : matrice de densité pour l'échange de prix.....	486
Tableau 60 : matrice image pour l'échange de prix .....	486
Tableau 61 : matrice de densité et matrice image pour la mobilité professionnelle .....	487
Tableau 62 : matrice de densité et matrice image pour les LBO secondaires.....	487
Tableau 63 : coefficients de compétition des segments de marché, 2001-2007 .....	488
Tableau 64 : évolution de l'effet de levier suivant les segments, 2000-2010 .....	489
Tableau 65 : évolution des valorisations suivant les segments, 2000-2010.....	490
Tableau 66 : investisseurs interviewés .....	491
Tableau 67 : personnes interviewés à TechnologieAvancée.....	496

## *Index des figures*

Figure 1 : acquisition avec effet de levier .....	22
Figure 2 : l'effet de levier social.....	24
Figure 3 : l'explosion mondiale du LBO .....	31
Figure 4 : l'emboîtement des champs d'action.....	50
Figure 5 : l'organisation du Private Equity.....	60
Figure 6 : répartition géographique des entreprise-cibles, 2000-2010.....	63
Figure 7 : relation entre le nombre de participations et la valeur totale des participations, 2001-2007.....	70
Figure 8 : PMD des distances géodésiques du réseau de coparticipation aux opérations de LBO, 2001-2007.....	75
Figure 9: PMD des distances géodésiques des 49 acteurs les plus présents, 2001-2007.....	78
Figure 10 : distribution des actifs sous gestion des fonds d'investissement, ca. 2006.....	87
Figure 11 : diagramme quantile-quantile de la distribution de la richesse des fonds, ca. 2006.....	88
Figure 12 : PMD des recouvrements de territoire des fonds d'investissements, 2001-2007 ...	93
Figure 13 : PMD sur les recouvrements de territoires des 14 fonds les plus présents, 2001-2006.....	95
Figure 14 : ACM des fonds d'investissement .....	97
Figure 15 : relation entre taux de participation et partage des deals .....	106
Figure 16 : blockmodel du réseau d'échange multiplexe.....	123
Figure 17 : valeur d'entreprise totale par trimestre, 2000-2010.....	143
Figure 18 : distribution des variations de prix, 2000-2010 .....	144
Figure 19 : valeur d'entreprise totale par année, 1992-2010.....	145
Figure 20 : distribution des variations de prix, 1992-2010 .....	146
Figure 21 : proportion d'opérations dans chaque zone géographique, 1985-2007 .....	149
Figure 22 : part du capital-transmission dans le capital-investissement en valeur, 1992-2010 .....	152
Figure 23 : turnover des fonds dans le champ du LBO, 2001-2010 .....	157
Figure 24 : évolution du TRI des fonds au niveau mondial, 1986-2008.....	158
Figure 25 : performance des fonds européens, 1999-2008 .....	159
Figure 26 : capitaux levés et capitaux investis dans le capital-investissement, 1992-2010...	160
Figure 27 : évolution de l'indice de focalisation, 2000-2010 .....	170
Figure 28 : évolution du score de contrainte réglementaire de la France, 2003-2008 .....	179
Figure 29 : taux de croissance des fonds et des banques, 2000-2010 .....	181



Figure 30 : émissions de CLO en Europe, 1998-2012 .....	182
Figure 31 : évolution des valorisations, 2000-2010 .....	193
Figure 32 : évolution de l'effet de levier, 2000-2010 .....	194
Figure 33 : Euribor 3 mois et High-yield spread, 2000-2010 .....	198
Figure 34 : rétrocession de plus-value aux managers pour trois types de LBO.....	237
Figure 35 : le cash dans le processus de production .....	256
Figure 36 : la publicisation du LBO.....	272
Figure 37 : concentration des mots cités par les fonds d'investissement.....	287
Figure 38 : structure financière de TechnologieAvancée en 2006.....	324
Figure 39 : cours de Capital Investments, 2005-2010.....	331
Figure 40 : actifs nets de Capital Investments, 2005-2010 .....	332
Figure 41 : Réseau de coparticipation aux comités de TechnologieAvancée en 2009 .....	344
Figure 42 : Organigramme de TechnologieAvancée fin 2005 .....	348
Figure 43 : organigramme de TechnologieAvancée à partir de 2008 .....	353
Figure 44 : projet de structure de la fonction commerciale.....	355
Figure 45 : part de TechnologieAvancée dans les actifs nets de Capital Investments, 2005-2010.....	362
Figure 46 : processus de production générique dans les unités principales de TechnologieAvancée.....	409
Figure 47 : force centripète et forces centrifuges à TechnologieAvancée .....	423
Figure 48 : un compte rendu de Capital Finance .....	470
Figure 49 : un profil du Guide des Sociétés de Capital-Investissement.....	471
Figure 50 : dendrogramme de la matrice de corrélation .....	484
Figure 51 : exemple de mots-clés cités par les fonds.....	494
Figure 52 : dendrogramme de la matrice des corrélations de réseau de coparticipation aux comités .....	501

### ***Index des encadrés***

Encadré 1 : trois portraits de fondateurs français .....	100
Encadré 2 : la théorie des marchés efficients .....	141
Encadré 3 : les « quatre disciplines » du LBO .....	167
Encadré 4 : la titrisation .....	175
Encadré 5 : deux cas de processus de rationalisation actionnariale .....	247
Encadré 6 : deux cas de conflits dans un contexte de crise économique .....	266
Encadré 7 : Roles & Responsabilités des KAM.....	356

