

Observatoire du Management Alternatif
Alternative Management Observatory

Cahier de recherche

**Les effets de la financiarisation de l'économie
sur la gouvernance, la gestion et les rapports
humains dans les PME françaises**
Le cas des LBO



Yazid Arifi

Mai 2013

Majeure Alternative Management – HEC Paris
2012-2013

Les impacts de la financiarisation de l'économie sur le gouvernement d'entreprise, la gestion opérationnelle et les rapports humains au sein des PME françaises : le cas des LBO

Ce cahier de recherche a été réalisé sous la forme initiale d'un mémoire de recherche dans le cadre de la Majeure Alternative Management, spécialité de troisième année du programme Grande École d'HEC Paris. Il a été dirigé par Raul Barroso, Professeur à HEC Paris, professeur assistant au département comptabilité et management et soutenu le 26 juin 2013 en présence de Raul Barroso et Nathalie Lugagne, responsable de la majeure Alternative Management.

Résumé: Ce travail vise à explorer et à comprendre les impacts que le phénomène dit de *financiarisation* de l'économie a pu avoir sur le fonctionnement des petites et moyennes entreprises, en termes de gouvernement d'entreprise, de gestion opérationnelle et de relations humaines. Le mémoire est consacré à une opération financière particulière, le *Leveraged Buy-Out* (LBO), un mécanisme de rachat d'entreprise avec recours massif à l'endettement. Cette analyse des LBO permet de dégager des enseignements plus globaux et structuraux quant aux conséquences de la financiarisation sur le fonctionnement de l'économie, surtout en ce qui concerne les déséquilibres induits dans le rapport entre capital et travail. La dernière partie de la recherche est consacrée à la proposition d'alternatives viables au LBO en particulier et à l'hégémonie financière de façon plus générale.

Mots-clés: Alternative, Démocratie participative, Endettement, Finance, Intérêt social, Valeur actionnariale.

The impacts of economy's financialization on corporate governance, executive management and human relationships in French small and middle-sized companies

This research was originally presented as a research essay within the framework of the "Alternative Management" specialization of the third-year HEC Paris business school program. The essay has been supervised by Pr. Raul Barroso, (Assistant professor in HEC Paris, department of accounting and management) and delivered on June the 26th 2013 in the presence of Raul Barroso and Nathalie Lugagne, director of the Alternative Management major.

Abstract : This work aims at exploring and understanding the impacts of economy's financialization on small and middle sized French companies in terms of governance, management and human relationships. To be more precise, the thesis focuses on one specific financial mechanism named LBO, which stands for Leveraged Buy Out. It consists of buying the shares of a given corporation resorting to massive indebtedness and relying on the firm's cash flows to pay back the debt. This analysis of LBO gives the opportunity to learn more global and structural lessons about the consequences of financialization on the way economies work and on the unbalances it introduced in the relationship between capital and labor. The last part of the research is meant to suggest a series of institutional shifts that might pave the way for an alternative to LBO and, broadly speaking, to financial hegemony.

Key words: Alternative, Corporate interest, Debt, Finance, Participatory democracy, Shareholder value.

Charte Ethique de l'Observatoire du Management Alternatif

Les documents de l'Observatoire du Management Alternatif sont publiés sous licence Creative Commons <http://creativecommons.org/licenses/by/2.0/fr/> pour promouvoir l'égalité de partage des ressources intellectuelles et le libre accès aux connaissances. L'exactitude, la fiabilité et la validité des renseignements ou opinions diffusés par l'Observatoire du Management Alternatif relèvent de la responsabilité exclusive de leurs auteurs.

Remerciements

Un immense merci et toute ma gratitude à mon tuteur Raul Barroso pour ses conseils avisés. Je tiens également à remercier Blandine Sebillotte de la société Reliences pour sa disponibilité, sa gentillesse et son assistance. Tous mes remerciements également à l'ensemble de ses collègues qui m'ont gracieusement accueilli dans leurs locaux tout au long de mon travail de recherche et m'ont fourni une aide précieuse.

De même, je ne serai jamais assez reconnaissant à l'égard de toutes les personnes qui ont gracieusement accepté de me rencontrer pour partager leur histoire et leur expérience avec moi.

Enfin, le corps professoral de la Majeure Alternative Management a toute ma gratitude, pour avoir répondu favorablement à mes sollicitations.

Merci à tous !

Table des matières

Introduction.....	5
Partie 1. Les impacts du LBO sur l'entreprise française : une catégorisation.....	16
1.1. Une brève description de l'enquête.....	16
1.2. LBO et gouvernement d'entreprise.....	18
1.3. LBO et gestion opérationnelle.....	26
1.4. LBO et rapports humains.....	34
Partie 2. Le LBO vu par le capital.....	41
2.1. La contre-révolution monétariste.....	41
2.2. La question de la liquidité.....	48
2.3. La question du risque.....	59
Partie 3. Pour une alternative à l'hégémonie financière.....	69
3.1. La guillotine fiscale.....	69
3.2. Le système socialisé du crédit.....	73
3.3. La révolution démocratique.....	77
Bibliographie.....	81
Introduction.....	81
La question du risque.....	81
La question de la liquidité.....	82
La question du risque.....	82
Pour une alternative à l'hégémonie financière.....	83

Introduction

L'économie française a connu au cours des dernières décennies un phénomène de financiarisation, au même titre que l'ensemble des pays développés à économie de marché. Qu'entend-on par cette expression ?

La financiarisation désigne la part croissante des activités financières dans le Produit Intérieur Brut (PIB) des pays développés, grâce à des évolutions réglementaires favorables¹ (en France, la loi bancaire de 1984 et la déréglementation financière de 1986) et la conséquente prolifération des types d'actifs financiers et des activités pratiquées par les banques, du crédit-bail à l'assurance en passant par le capital-investissement. Pour parler en termes plus concrets du cas français, les années 1980 ont vu disparaître le concept de financement des entreprises par le truchement des subventions publiques (le système de prêt bonifié) ainsi que celui d'encadrement du crédit par la Banque de France, ce qui a eu pour conséquence d'accroître de manière importante l'autonomie décisionnelle des banques dans leur politique de crédit, tant dans la fixation des taux d'intérêt que dans la sélection des clients (entreprises ou particuliers).

La conséquence sur le financement des entreprises a été immédiate, dans la mesure où un certain nombre d'entre elles n'ont plus accès à partir de ce moment au financement bancaire classique et se retournent vers les acteurs de la finance de marché, à savoir les banques et les fonds d'investissement. On parle d'essor du *capital financier*, c'est-à-dire du financement *via* des avoirs prenant la forme d'actifs financiers, qu'il s'agisse de titres de propriété (actions/parts sociales) ou de créances (obligations/prêts bancaires traditionnels/assimilés). Ainsi, les entreprises françaises dans leur ensemble, et les Petites et Moyennes Entreprises (PME) en particulier, ont vu la composition de leur capital largement modifiée par cette évolution financière majeure des années 1980, avec notamment l'arrivée de ce qu'on nomme les *investisseurs institutionnels*, ces organismes nés dans les pays anglo-saxons (le Royaume-Uni et les États-Unis) qui collectent l'épargne privée pour ensuite l'investir sur les marchés financiers ou dans ce qu'on appelle la *private equity*, l'activité de financement des entreprises dont la taille ne leur permet pas d'avoir accès à la bourse ou aux marchés obligataires².

¹ Wikipedia, « Financiarisation », (<http://fr.wikipedia.org/wiki/Financiarisation>)

² Coriat B. (2009), « L'installation de la finance en France », *Revue de la Régulation*, (<http://regulation.revues.org/6743>)

Cette évolution n'a bien entendu pas été neutre pour les entreprises, dont le fonctionnement et la gestion ont été affectés par l'arrivée en masse des investisseurs institutionnels dans l'univers du financement. En effet, contrairement à la relation entre le banquier et l'entreprise dont il s'occupe, relation de confiance qui aligne objectivement les intérêts de long terme de la structure bancaire sur ceux de la compagnie et de son appareil industriel, la relation entre un fonds de *private equity* et l'entreprise dans laquelle celui-ci investit induit par définition une conception extrêmement court-termiste de la pérennité de l'entreprise. En effet, le fonds d'investissement n'a pas vocation à s'impliquer plus que quelques années dans le financement d'une entreprise, et ce, quelque soit le stade auquel il intervient (le capital-investissement prend quatre noms différents en fonction du stade de la vie de l'entreprise durant lequel il intervient : *capital-risque* au démarrage, *capital-développement* à l'essor, *capital-retournement* pour la reprise d'entreprises en difficulté, *capital-transmission* pour le transfert de propriété d'un actionnaire majoritaire à l'autre, cf. *infra*). Par conséquent, on voit mal pour quelle raison ledit fonds se donnerait pour priorité de privilégier la pérennité de long terme de l'entreprise à travers des investissements dont les retours ne seront visibles que dans dix ou vingt ans.

Soulignons également que ces fonds étant en compétition les uns avec les autres pour la captation de l'épargne, l'ensemble de leur politique sera orientée autour de la maximisation de la rentabilité des capitaux propres et donc de la plus-value de sortie. En ce qui concerne l'endettement bancaire classique, il induit le paiement d'intérêts qui sont fixés par contrat, ce qui implique évidemment une toute autre relation avec l'entreprise et une tendance à la pressurisation bien moindre.

Au sein des pratiques nouvelles du financement d'entreprises, il en est une qui suscite bon nombre de polémiques, à savoir le *Leveraged Buy-Out* (LBO), qui est traduit en français par capital transmission. Ce terme désigne l'acquisition d'une entreprise par l'intermédiaire de l'effet de levier (avec un recours massif à l'endettement), et c'est une technique couramment utilisée pour la transmission de sociétés d'un ou plusieurs actionnaires majoritaires à un ou plusieurs autres. Pour être plus précis, c'est un moyen pour une personne physique ou morale d'acquérir une entreprise en finançant l'essentiel de l'opération par l'endettement. Pour ce faire, ladite personne crée une *holding ad hoc* dont elle est l'unique actionnaire, et celle-ci va s'endetter de manière conséquente afin d'atteindre le niveau de capital requis pour acheter l'entreprise cible qui devient ainsi la filiale de la *holding*. Cette même dette est structurée en plusieurs niveaux de priorité de remboursement : la dette *senior* est celle qui est remboursée en priorité, jouit de la prime de risque la moins élevée et est souscrite entièrement auprès des

banques, alors que la dette mezzanine est souscrite par ce qu'on nomme un *mezzaneur* qui est en général une institution financière spécialisée. Éventuellement, une entreprise considérée comme risquée va émettre ce que l'appelle des obligations à haut rendement ou *high-yield* qui seront plus prioritaires que la dette mezzanine mais moins que la dette senior. Elles permettent à la *holding* de lever des fonds en émettant des titres obligataires qui induisent le paiement d'un intérêt mensuel et le remboursement du principal à l'expiration ou la *maturité* de l'obligation. En ce qui concerne l'entreprise elle-même, elle va faire appel au crédit afin de financer ses opérations courantes et son investissement, de manière finalement assez classique, souvent d'ailleurs à travers un mécanisme de crédit permanent ou *credit revolving* (mise à disposition d'un emprunteur d'une somme d'argent réutilisable au fur et à mesure de son remboursement pour financer des achats non prédéfinis) qui lui est garanti par la banque qui souscrit la dette senior.³

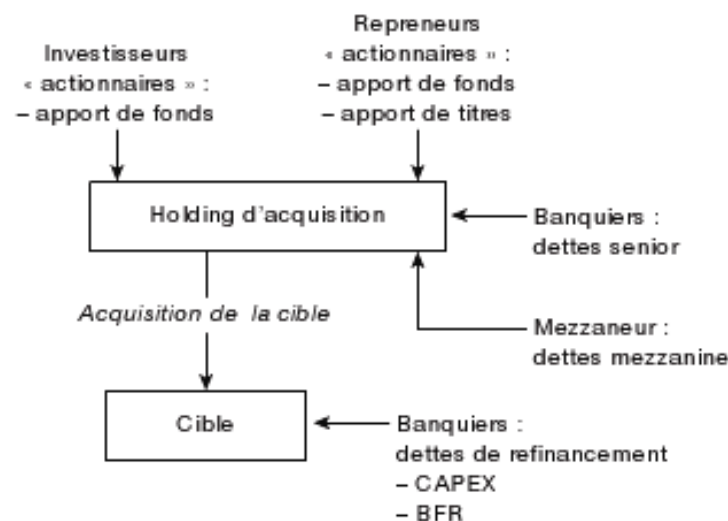


Schéma simplifié du LBO

En ce qui concerne le marché français du LBO, on considère qu'il est né au cours des années 1980. Depuis cette époque, plusieurs milliers d'entreprises ont été transmises par le biais de ce type de montage et l'on estime à près d'un million le nombre de salariés qui travaillent aujourd'hui dans une société sous LBO. La diffusion de la pratique du LBO a été orchestrée par le développement d'un écosystème juridico-financier favorable (ce que l'on a nommé la *déréglementation financière* un peu plus haut), structuré par l'arrivée d'acteurs expérimentés et de renom que sont les fonds d'investissement anglo-saxons spécialisés en LBO.

³ Wikipedia, « Leveraged buy-out » (http://fr.wikipedia.org/wiki/Leveraged_buy-out)

Le classement 2007 publié par *Le Magazine des Affaires* (avril 2008) propose un panorama assez complet des principaux acteurs du LBO en France, que ce soit au niveau des fonds d'investissement pourvoyeurs de fonds propres ou des institutions bancaires qui prêtent les fonds :

« Petits » LBO : deals de 0 à 150 M€				Gros LBO : deals supérieur à 500 M€			
	Nom	Nbre opé.	Equity (M€)		Nom	Nbre opé.	Valeur (M€)
1	Crédit Agricole PE	15	951	1	AXA PE	3	8 000
2	Initiative et finance	13	75	2	Carlyle	2	3 285
3	MBO Partenaires	12	210	3	Wendel	2	3 106
4	Siparex	12	138	4	PAI Partners	2	1 357
5	CIC	11	192	5	Blue capital	1	3 357

Principaux fonds d'investissements pourvoyeurs de capitaux dans les opérations de LBO (2007)

Banques : classement en nbre de deals				Banques : classement en valeur			
	Nom	Nbre	Valeur (M€)		Nom	Nbre opé.	Valeur (M€)
1	CIC	36	9 006	1	Linklaters	15	13 112
2	BNP Paribas	20	13 615	2	BNP Paribas	20	13 615
3	RBS	17	13 955	3	JP Morgan	3	13 000
4	Calyon	17	11 167	4	Deutsche Bank	2	11 462
5	Société Générale	17	10 055	5	Calyon	17	11 167

Principales institutions bancaires pourvoyeuses de dette d'acquisition dans les opérations de LBO (2007)

Notons enfin que l'on distingue plusieurs types de motivations à l'élaboration d'un mécanisme de LBO :

- cession d'une entreprise dans le cadre d'une recomposition de groupe (*spin-off*), vente d'une division ou d'une filiale non stratégique, dans une logique de recentrage sur le cœur de métier ;
- transmission d'entreprise à capital familial ;
- retraits de la cote : opérations dites de *public to private*, PtoP ;
- reconfiguration actionnariale dans le cadre de la sortie de minoritaires ;
- cession à des investisseurs financiers d'une entreprise rachetée précédemment par des financiers sur le mode LBO (LBO secondaires, voire tertiaires).

Le LBO a particulièrement souffert de la crise financière de 2007-2008 en tant que celle-ci était principalement une crise de la dette. Ainsi, le *credit crunch* qui a suivi la crise des

subprimes a généré une méfiance de tous les acteurs concernés par ce secteur, désireux de se refaire une santé financière avec des activités moins risquées et donc moins dépendantes de l'effet de levier, et ce dans l'optique de consolider leurs bilans.⁴

Pour l'actionnaire de la *holding*, cette opération a deux avantages conséquents : d'une part, elle permet de rendre possible une acquisition qui n'eût pas été possible sans l'intervention de la banque (la dette des *holdings* équivaut souvent à plus de cinq fois les capitaux propres). D'autre part, la distribution parcimonieuse de capitaux propres accroît leur rentabilité de manière conséquente, comme le montre le tableau suivant :

	Société 1	Société 2
Capitaux propres	1000	250
Dette	0	750
Résultat d'exploitation	100	100
Résultat financier (taux d'intérêt 5%)	0	-37,5
Résultat net	100	62,5
Rentabilité capitaux propres	10%	25%

La société 2, très endettée (le ratio dette/fonds propres est de 3), garantit à ses actionnaires un niveau de rentabilité de leur capital beaucoup plus important que celui de la société 1, qui n'a pas du tout recours à la dette. Ceci s'appelle l'*effet de levier* (*leveraging* en anglais), et il est très utilisé par les investisseurs depuis les années 1980. Le 2^{ème} intérêt du LBO (et le principal) repose sur le recours massif à cet effet de levier afin de s'assurer un retour sur investissement maximal. La construction est évidemment efficace, mais à une condition : il faut que l'activité de l'entreprise génère un résultat permettant de couvrir les intérêts payés aux débiteurs.

	Société 1	Société 2
Capitaux propres	1000	250
Dette	0	750
Résultat d'exploitation	-10	-10

⁴ Rocchi J-M., Bertonèche M., Bouzou N. & Gresse C., *MBA Finance*, Eyrolles, 2010

Résultat financier (taux d'intérêt 5%)	0	-37,5
Résultat net	-10	-47,5
Rentabilité capitaux propres	-1%	-19%

On voit très clairement qu'en cas de difficulté, l'entreprise endettée voit le niveau de rentabilité des capitaux propres chuter de manière tout à fait spectaculaire. De même, les pertes sont très importantes et très rapidement, la question de la pérennité de la compagnie se poserait.

Comme le veut la théorie, la stratégie de l'effet de levier cumule une promesse de retour potentiel aux actionnaires très élevé, mais également un risque d'échec beaucoup plus important qu'un investissement classique avec recours modéré à l'endettement. De même, l'épée de Damoclès représentée par le service de la dette va évidemment accroître objectivement la pression sur l'entreprise, qui va être contrainte de faire suffisamment de résultat pour garantir sa propre survie...

On le voit, le LBO représente donc l'image d'Épinal de la financiarisation de l'économie, au sens où il donne à voir l'immixtion de la finance jusque dans les ateliers et les bureaux. Il n'est plus de stratégie ou de décision qui ne soient soumis au critère de la rentabilité des capitaux propres de l'actionnaire visant une plus-value de sortie à un horizon de cinq ans maximum : l'entreprise devient une machine à faire du profit et l'ensemble de la stratégie décisionnelle obéit à la logique du profit de court-terme. Il ne pourrait d'ailleurs pas en être autrement : comment peut-on demander à un actionnaire de se projeter *au-delà* de l'horizon sur lequel ses intérêts s'alignent sur ceux de l'entreprise dans laquelle il investit ? Une fois qu'il a quitté la compagnie (et empoché sa plus-value), peut-on encore le considérer comme étant une partie prenante dans l'intérêt social ? De plus, la concurrence féroce qui existe entre les divers organismes d'investissement les contraint *de fait* à tout mettre en œuvre afin de garantir un retour maximal aux capitaux de leurs clients, et ce afin de garantir leur propre survie.

Pour ces raisons, il nous semble quelque peu déplacé de vouloir adopter une grille de lecture moralisatrice dans notre analyse des conséquences de la révolution financière sur les PME françaises. Il ne s'agira pas d'en appeler à la morale des individus dans la mesure où, comme il a été indiqué plus haut, on ne peut pas raisonnablement attendre d'un investisseur dont les concurrents proposent des plus-values de 50% sur trois ans qu'il fasse preuve d'une tempérance chrétienne et qu'il ménage les entreprises dans lesquelles il investit (tant en

termes d'utilisation de l'effet de levier que de pressurisation des travailleurs), sauf à le convaincre de changer de métier, car c'est en effet le sort qui l'attend si tous ses clients vont voir ailleurs...

Afin d'avoir une lecture plus pertinente axée plutôt autour des *structures* du capitalisme et des effets objectifs qu'elles génèrent sur les corps sociaux, nous nous proposons de conjuguer l'analyse des effets du LBO à une anthropologie spinoziste. Spinoza, philosophe néerlandais du dix-septième siècle, est en effet un des principaux jalons de la tradition philosophique dite déterministe et s'opposant à l'autre tradition représentée par Emmanuel Kant, à savoir l'idéalisme. Comme son nom l'indique, la pensée spinoziste rejette donc en bloc les théories faisant référence à un quelconque libre-arbitre ou un noyau dur autonome des individus.⁵ Pour lui, l'homme (au même titre que tous les corps) est avant tout un *conatus*, à savoir la force motrice qui le pousse à « *persévérer dans son être* » : « *chaque chose, autant qu'il est en elle, s'efforce de persévérer dans son être* » (*Ethique III, proposition VI*) et « *l'effort par lequel toute chose tend à persévérer dans son être n'est rien de plus que l'essence actuelle de cette chose* » (*Ethique III, proposition VII*). C'est cet effort que Spinoza nomme le *conatus*, et il est selon lui la source de tout mouvement, l'origine-même de toute activité, humaine ou pas. Frédéric Lordon, économiste travaillant à l'élaboration d'une économie politique spinoziste, donne une définition assez édifiante du *conatus* :

« *Le conatus est un principe d'affirmation existentielle. Il est effort de se maintenir et de s'accroître, c'est-à-dire aussi bien organisation de la préservation que tendance immanente à l'expansion, projection de l'être vers le dehors. Le conatus est une puissance.* »⁶

Dans la logique spinoziste, le vecteur conatif n'est pas dirigé *a priori*, c'est-à-dire qu'il ne prend aucune direction de manière complètement autonome (ce serait contredire l'hypothèse de non-existence du libre-arbitre). C'est à la rencontre du monde extérieur qu'il va prendre forme et se convertir en mouvement effectif de l'individu, qui va donc poursuivre son propre intérêt, mais un intérêt exodéterminé et reflet des attentes et des idéaux qui lui sont inculqués par son environnement. C'est ainsi que l'ambition des individus et les objets de désir qu'ils vont poursuivre seront des constructions totalement artificielles, des inventions humaines qui vont prendre des formes variables en fonction des époques (pour un diplômé d'HEC des années 1980, la carrière d'auditeur était le pinacle du succès et du prestige, pendant que le

⁵ Spinoza B. De (1990), *Ethique*, PUF Paris.

⁶ Lordon F. (2001), « Le conatus du capital », *Le Monde Diplomatique*, (http://www.fredericlordon.fr/textes/recherche/capitalisme_financiarise/pdf/Conatus_capital.pdf)

diplômé d'HEC des années 2000 rêvait d'être *trader* et celui de 2013 ambitionne de devenir consultant en stratégie) et des lieux (on n'aura pas les mêmes ambitions dans un pays sous-développé et en Europe occidentale...). Notre environnement social construit des figures paradigmatiques de réussite auquel il exige de nous (de manière non-coercitive, évidemment) que nous y adhérions.

Le *conatus* est mû par deux considérations de base, selon Spinoza : la recherche de la Joie (les affects prennent des majuscules dans l'*Ethique* de Spinoza) et l'évitement de la Tristesse. Nous sommes donc fondamentalement des automates affectifs exodéterminés, selon lui. L'aliénation (au sens étymologique du terme, qui provient du latin *alienus*, « *qui appartient à un autre, étranger* ») est constitutive de la condition humaine au sens où nous ne pouvons poursuivre des objets de désir qu'à condition que la norme sociale (du moins du corps social auquel nous appartenons) les considère comme étant désirables, et nous sommes asservis à la recherche perpétuelle d'affections (événements qui suscitent des affects) joyeuses et l'évitement d'affections tristes.

Une question surgit à ce moment, qui est tout à fait légitime : quelle relation existe-t-il entre le déterminisme spinoziste et les LBO ? Il est en réalité plus important qu'il n'y paraît de prime abord. Encore une fois, la notion de *conatus* n'est pas réservée aux êtres humains : elle concerne toute chose qui puisse être nommé corps (un tout uniforme, pouvant être considéré comme constitué de particules poursuivant toutes le même intérêt), et peut *a fortiori* être considérée comme pertinente pour analyser un corps *social*, un groupe d'individus ayant des intérêts communs. Tout corps *social* est en effet préoccupé avant tout par sa propre « *persévérance dans l'être* » et sa propre survivance. Il est mû par la quête de son propre intérêt, ce qui rend *a priori* très probables les phénomènes de pronation (« *je prends à autrui* ») brute entre groupes sociaux poursuivant des intérêts contradictoires et dont les forces conatives se rencontrent. Ainsi, les tribus dites primitives n'ont jamais conçu leur relation aux autres tribus autrement qu'au prisme de la *violence pronatrice*, ce qui veut dire qu'on s'inscrit dans une logique où l'intérêt d'un groupe s'oppose fondamentalement à celui de tous les autres. En raison des risques de collapsus total et de chaos social que cette pronation brute fait peser sur tout le monde, les constructions sociales telles que les normes morales, les lois et l'État sont venues « *organiser la pronation* » afin d'aligner *objectivement* les intérêts des corps sociaux les uns sur les autres.⁷ En d'autres termes, les objets de désir que nous poursuivrons et la manière dont nous le ferons ne viendront pas menacer la persévérance dans l'être du corps social suprême, la Société, et nous trouverons au contraire un intérêt

⁷ Lordon F. (2006), *L'Intérêt Souverain*, La Découverte.

personnel à servir l'intérêt de la collectivité en vertu des normales sociales que l'on a somatisées.

Il y a donc un *conatus* du capital, de même qu'il y a un *conatus* du travail. Frédéric Lordon fait remonter une telle découverte à l'époque d'Aristote, qui lui donne un nom très spécifique : la chrématistique⁸.

« C'est pourquoi [...] la richesse, telle que l'a en vue la chrématistique, est illimitée. De même que tout art qui a son but en lui-même, peut être dit infini dans sa tendance [...], de même la chrématistique est infinie de sa nature, car ce qu'elle poursuit est la richesse absolue ».

Or ceci nous fait furieusement penser à la phrase par laquelle nous avons introduit le concept de *conatus* : « *effort par lequel chaque chose s'efforce de persévérer dans son être, n'enveloppe pas un temps fini mais un temps indéfini.* »

C'est en ce sens que la pensée de Spinoza rejoint notre volonté d'analyser les impacts structuraux de la financiarisation sur les entreprises françaises. Ainsi, l'ambition de ce travail sera d'analyser le régime institutionnel de la finance déréglementée *via* un focus sur les LBO à la lueur des apports spinozistes, en cherchant à comprendre comment ce régime a affecté la régulation de la violence pronatrice au sein de l'entreprise, qui a vocation à être pensée comme une construction éminemment *politique*, au sens où elle est le théâtre de rapports de pouvoirs entre groupes d'individus ayant des intérêts propres (et divergents). De fait, l'évolution structurale occasionnée par la déréglementation financière a fait évoluer l'équilibre existant entre les différentes parties prenantes (le concept anglo-saxon de *stakeholders* ne désignant ni plus ni moins que les groupes d'intérêt dont nous parlons plus haut) à l'intérêt social, en particulier les actionnaires et les travailleurs qui en sont les principales. Ce travail se propose d'essayer de déterminer dans quelle mesure cette évolution induit une divergence objective dans les intérêts poursuivis par ces groupes sociaux, d'explorer les différentes facettes de la relation qui ont été impactées, et surtout de comprendre à quel point l'intérêt d'un groupe social ou l'autre a été amené à s'imposer comme intérêt suprême auquel les autres n'ont pas d'autre choix que de se soumettre. Nous allons nous concentrer sur la gestion des entreprises, la gouvernance (la prise de décisions stratégiques) et la structure organisationnelle, pour avoir un aperçu global des évolutions générées par l'arrivée des fonds d'investissement par le truchement du LBO au capital des entreprises. Évidemment, l'objectif de cette approche est de tirer des enseignements tout aussi

⁸ Lordon F., « Le *conatus* du capital », *Le Monde Diplomatique*, 2001 (http://www.fredericlordon.fr/textes/recherche/capitalisme_financiarise/pdf/Conatus_capital.pdf)

structuraux sur la révolution financière d'il y a trente ans et de comprendre ses effets objectifs sur la régulation de la *violence politique* de la communauté socio-productive qu'est l'entreprise dans toute leur complexion.

Un mot sur la décision de se concentrer sur les petites et moyennes entreprises s'impose, car elle ne va pas forcément de soi. Elle découle simplement d'une volonté de ne pas se limiter à une redite des travaux déjà très abondants sur les effets de la financiarisation dont ont pu faire l'objet les entreprises de taille plus importante. Le propos est réellement d'apporter une approche novatrice des pratiques financières en vogue actuellement, tant en ce qui concerne la grille de lecture adaptée (une grille de lecture structurale et déterministe, avec un rejet total des approches normatives/moralisatrices) que les entreprises analysées (des PME plutôt que des grandes entreprises). C'est précisément pour cette raison que nous avons décidé de nous concentrer sur les opérations de LBO, qui concernent au premier chef des entreprises moins médiatisées et surtout plus petites, tant en termes d'effectifs que de résultats financiers.

La PME française a subi les impacts de la financiarisation de manière assez spectaculaire depuis les années 1980. Historiquement, la PME française est en effet une structure au capital extrêmement stable car souvent détenue par une famille accompagnée par des créanciers bancaires présents aux côtés de l'entreprise pendant des périodes de temps extrêmement longues. La conséquence objective de cette structuration est un alignement des intérêts (forcément de long terme) de la communauté socio-productive qu'est l'entreprise (on entend par là les *travailleurs*, évidemment) sur ceux des apporteurs de capitaux, à savoir l'actionnariat (familial donc, le plus souvent) et la banque commerciale.

Qui plus est, la financiarisation croissante de l'économie a entraîné une refonte de la structure organisationnelle et hiérarchique de l'entreprise française, désormais obligée de compter avec des fonds d'investissements présents au conseil d'administration ou de surveillance et donc forcément impliqués dans la prise de décisions importantes (ce qui n'était évidemment pas le cas du temps où celles-ci faisaient appel au crédit traditionnel), sachant que le caractère dispersé des participations desdits fonds impliquent forcément une connaissance tout au plus superficielle du cœur de métier des entreprises dont ils sont aux commandes une fois le LBO réalisé.

En définitive, tout ceci nous pousse à nous poser plusieurs questions importantes sur les effets du LBO sur la PME française, et c'est comme ça que la première partie de notre travail sera structurée :

- Quels effets le LBO a-t-il eu sur le *gouvernement d'entreprise* (ensemble des processus, réglementations, institutions et rituels destinés à cadrer la manière dont l'entreprise est dirigée, administrée et contrôlée) ?
- Quels effets a-t-il eus sur la *gestion opérationnelle de l'entreprise* (manière dont l'activité-même de l'entreprise est menée, nature de objectifs fixés, moyens mis en œuvre pour les atteindre, gestion des ressources matérielles et humaines, etc.) ?
- Quels effets sur la vision de long terme de l'entreprise/la culture d'entreprise ? En quoi le concept d'intérêt social a-t-il été impacté par cette révolution financière ?
- Quels effets sur le *rapport humain* au sein de l'entreprise ?

Nous nous efforcerons également de replacer le LBO dans une perspective chronologique, en analysant l'opération de l'arrivée du fonds et la réalisation de l'opération à son dénouement à travers la revente de l'entreprise.

Il s'agira ensuite de s'interroger sur les *origines* de ces effets, ce qui nous permettra de tirer des enseignements généraux au sujet des LBO en particulier mais de la financiarisation de l'économie en général, et ce à la lueur des apports de la pensée spinoziste au sujet de la force conative.

Enfin, nous tâcherons de proposer un certain nombre d'initiatives pouvant éventuellement contribuer à rééquilibrer le rapport de force et garantir une cohabitation plus pacifique des différentes parties prenantes à l'initiative entrepreneuriale.

Partie 1. Les impacts du LBO sur l'entreprise française : une catégorisation

1.1. Une brève description de l'enquête

Pour permettre une compréhension concrète et optimale du phénomène du LBO, un détour du côté des acteurs l'ayant vécu à la première personne a été nécessaire. L'enquête a donc permis d'entrer en contact avec des dirigeants et des salariés d'entreprises ayant fait ou faisant actuellement l'objet de LBO, ainsi qu'avec un directeur de fonds d'investissement et un ex-salarié d'une banque spécialisée dans le financement d'opérations de LBO. De cette façon, des témoignages de la part de l'ensemble de parties prenantes ont pu être recueillis, afin d'éviter d'avoir tout biais dans notre analyse.

M. ZI est le dirigeant de l'entreprise A, spécialisée dans la distribution de documents pour les avocats. Étant actionnaire de la société en compagnie de deux autres associés-fondateurs, il s'est retrouvé un jour dans la situation où ceux-ci désiraient vendre la quasi-totalité de leurs parts. C'est donc ainsi qu'un fonds d'investissement spécialisé dans les LBO a été sollicité, le fonds N qui a repris la majorité des actions mises en vente, M. ZI augmentant légèrement la participation au capital. Le LBO devrait prendre fin dans les prochains mois si une possibilité de sortie satisfaisante se présente pour le fonds d'investissement. En effet, les propositions faites jusque là ne sont pas excessivement intéressantes.

M. AB est actuellement un manager de la même entreprise A, et a également été manager de l'entreprise L, une Société de Services en Ingénierie Informatique (SSII) spécialisée dans la finance ayant également fait l'objet d'un LBO. La situation étant devenue difficile à vivre, il a fini par quitter son entreprise. M. AB a donc pu apporter une précieuse contribution à notre enquête en tant que salarié d'entreprise ayant vécu deux expériences de LBO différentes, lui permettant ainsi de distinguer ce qui est spécifique à telle ou telle opération et ce qui est consubstantiel du LBO.

M. EA est actuellement dirigeant d'une entreprise nommée V, spécialisée dans l'édition de logiciels de consolidation financière pour les grandes entreprises, notamment celles du CAC

40. Celle-ci est actuellement en plein bouclage d'opération LBO, c'est-à-dire que le montage en est à ses balbutiements. Il a donc pu évoquer avec nous les défis et inquiétudes qui sont les siennes au démarrage de cette opération. D'autre part, il a été salarié d'une autre entreprise spécialisée dans l'édition de logiciels pour grandes entreprises, la société C. Celle-ci a également fait l'objet d'un LBO, qui a d'ailleurs été à l'origine de son licenciement.

M. RG est quant à lui dans une situation un peu particulière. En effet, il avait depuis plusieurs années la volonté de passer du statut de salarié à celui de chef d'entreprise, mais sans avoir à en créer une. Il désirait reprendre une entreprise déjà existante pour ne pas avoir à attendre plusieurs mois avant que celle-ci ne soit rodée. C'est donc ainsi que son choix s'est porté sur la société R, spécialisée dans l'intérim. Étant dans l'incapacité de la racheter uniquement avec ses fonds propres, M. RG (ainsi que deux associés, spécialisés dans l'expertise comptable et les questions juridiques) a créé une *holding* sans l'aide de fonds d'investissement, celle-ci s'étant ensuite endettée pour amasser le capital nécessaire au rachat de l'entreprise-cible. C'est le seul cas de LBO monté sans l'aide de fonds auquel nous avons eu affaire. Au demeurant, l'opération s'est débouchée il y a quelques semaines, et la totalité de la dette a été remboursée.

M. EE a vécu un LBO en tant que dirigeant d'entreprise, mais sans assister au bouclage de l'opération. Il a été appelé à la rescousse au moment où le LBO avait déjà commencé à causer des soucis de gouvernance et où la pérennité de l'entreprise n'était pas garantie. La société I, spécialisée dans l'affichage publicitaire, avait été rachetée grâce à un endettement important par deux fonds d'investissement qui ont procédé à la fusion-absorption de PP (autre société œuvrant dans l'affichage publicitaire) par I. Le LBO a été un échec retentissant qui s'est manifesté à travers le licenciement de plus de 300 personnes.

Du côté des fonds d'investissement, nous avons eu la possibilité de discuter avec M. SQ, directeur d'investissements dans un fonds de LBO nommé UICO. Il nous a éclairés sur la façon dont le LBO est vécu au niveau des fonds et sur les critères leur permettant de cibler les montages les plus pertinents. Du côté bancaire enfin, M. NB nous a apporté son témoignage personnel en tant qu'ancien salarié du département LBO de la banque d'investissement SG. C'est grâce à ces deux témoignages que nous avons pu affiner notre compréhension du rôle joué par les financiers dans le LBO. Ces témoignages ont joué un rôle primordial pour la seconde partie de notre travail, consacré à la vision financière ou capitaliste du LBO.

Enfin, nous avons également eu la possibilité de rencontrer M. PL, syndicaliste et membre du Collectif LBO, qui nous a fait part de son expérience personnelle en tant que porte-parole

des salariés d'entreprises faisant l'objet de LBO et nous a indiqué quelques pistes à suivre pour la mise en place d'une réelle solution alternative.

1.2. LBO et gouvernement d'entreprise

Le concept de gouvernement d'entreprise apparaît au cours des années 1990 aux États-Unis sous le nom de *corporate governance*, et désigne le système formé par l'ensemble des processus, réglementations, lois et institutions destinés à cadrer la manière dont l'entreprise est dirigée, administrée et contrôlée. En d'autres termes, il désigne la nature de l'organisation *politique* de la communauté socio-productive qu'est l'entreprise, à savoir la répartition des pouvoirs décisionnels effectifs entre les différentes *parties prenantes* au projet de l'entreprise.

Dans la logique capitaliste, la partie prenante la plus importante par construction est l'actionnariat, détenteur du capital de l'entreprise par le truchement des titres et donc du droit de vote lui permettant de prendre, dans le cadre des assemblées générales d'actionnaires, les décisions les plus importantes liées à la vie de l'entreprise : distribution de dividendes, gérance, élection et évaluation de membres du conseil d'administration ou du directoire (l'essentiel des PME françaises choisissent d'avoir un directoire et un conseil de surveillance distincts, à opposer au conseil d'administration qui rassemble les fonctions d'exécution et de surveillance) voire modification des statuts de la société, qui sont le texte fondamental régissant l'activité de cette dernière et figeant dans le marbre les attributions de chacun.

Les actionnaires étant la partie prenante la plus importante, il n'est pas étonnant qu'on leur doive le façonnement de l'entreprise. Par conséquent, les organes de gouvernance de l'entreprise sont directement issus des décisions de l'actionnariat, qui élit un conseil de surveillance chargé de s'assurer *via* des réunions fréquentes que les intérêts des actionnaires sont bien respectés par les dirigeants de la société. Ce même conseil de surveillance va nommer les membres du directoire, qui est l'autre organe de gouvernance principal de l'entreprise en charge de l'activité opérationnelle et de la mise en place d'une stratégie. En d'autres termes, le directoire pilote la société, et le conseil de surveillance s'assure qu'il ne perd pas de vue l'intérêt des actionnaires. Ainsi, les institutions chargées de *diriger* l'entreprise sont exclusivement le fruit de la volonté de l'assemblée générale des actionnaires.

Viennent ensuite les parties prenantes dites secondaires, au sens où elles n'ont pas voix au chapitre mais sont tout de même concernées de manière directe par la démarche entrepreneuriale. En premier lieu viennent les salariés de l'entreprise, qui sont évidemment à l'origine de la production et de la richesse qui en découle et qui, partant, peuvent être considérés comme les pivots du projet. Cependant, dans l'essentiel des cas ils troquent un revenu monétaire contre une soumission inconditionnelle à la hiérarchie : ils n'ont pas vocation à prendre part aux décisions importantes. Viennent ensuite les clients de l'entreprise, mais aussi ses fournisseurs et, d'une manière générale, toute personne (physique ou morale) concernée par les externalités (influences non voulues) de l'activité de l'entreprise.

Naturellement, dans le cadre d'une opération de LBO, la *holding* détentrice de 100% des titres fait du fonds d'investissement à l'origine du mécanisme (et éventuellement l'actionnaire précédant s'il décide de passer au capital de la *holding* via un échange de titres) le détenteur exclusif de la souveraineté au sein de l'entreprise. Partant, il est naturel que le conseil de surveillance de cette dernière ait uniquement vocation à garantir le respect des *covenants*, à savoir le document précisant l'ensemble des engagements que la société prend vis-à-vis de ses créanciers bancaires. Étant donné le caractère intrinsèquement tendu du mécanisme LBO, qui exerce par définition une forte contrainte sur les flux de trésorerie dégagés par l'entreprise pour le remboursement de la dette, et aussi du caractère temporaire de la présence de la *holding* au capital de l'entreprise, il n'est pas étonnant que le gouvernement de l'entreprise soit quelque peu modifié par l'arrivée des fonds d'investissement.

L'entretien avec M. EE, ancien dirigeant de la société I spécialisée dans l'affichage publicitaire ayant fait l'objet d'un rachat par les fonds d'investissement DSC et NI avant d'être fusionnée avec une deuxième entreprise P rachetée par LBO, nous a permis de lever le voile sur la première évolution majeure induite par le LBO dans le gouvernement d'entreprise. D'après lui, le LBO est comparable à un corset extrêmement serré que l'on fait porter à l'entreprise et avec lequel il faut composer : tout le reste se transforme en variable d'ajustement. D'après lui, le directoire est donc contraint de mettre en place une stratégie vouée à servir les objectifs des investisseurs financiers, leur calendrier et leurs contraintes. Il y a indéniablement une subordination de la stratégie à la structure de financement : il faut rembourser les créanciers aux échéances prévues et ce indépendamment de la situation de l'entreprise et de son environnement (état du marché, des fournisseurs, etc.).

Pour s'assurer que le directoire ne diverge pas des contraintes qui lui sont imposées par le LBO, la *holding* actionnaire met au conseil de surveillance monopolisé par les financiers. M. EE insiste sur le fait que même le président du conseil de surveillance, prétendument

indépendant car issu du secteur de l'audiovisuel (il est patron de RTL Group à l'époque) est en réalité membre du comité d'investissement du fonds. Cet emprisonnement de la logique entrepreneuriale et managériale dans un carcan financier est vécu par M. EE comme profondément incompatible avec le concept-même d'entreprise : en effet, celle-ci est *par définition* vouée à s'adapter à son environnement et à réagir à des évolutions inattendues sur son marché. Une entreprise, c'est avant tout de la flexibilité. Or ce qui se passe dans le LBO, c'est précisément que l'on cherche à figer l'entreprise dans le marbre, en lui imposant un chemin donné avec des balises financières qui n'ont pas vocation à être outrepassées. Partant, il s'agit bien là d'un dévoiement du concept d'entreprise...

Ce constat, M. ZI le partage totalement. Lui qui est dirigeant de la société A spécialisée dans la diffusion de documents pour les avocats et rachetée par l'intermédiaire d'un LBO il y a maintenant cinq ans, insiste sur le fait que les actionnaires, en plus d'être obnubilés par les contraintes financières fixées au départ de la relation, sont également limités par leur connaissance assez réduite du métier de l'entreprise, des enjeux et des défis auxquels elle fait face. Il insiste ainsi sur un épisode qui l'a durablement marqué et a également eu un impact décisif sur sa relation avec les investisseurs et sur l'avenir de son entreprise : sa volonté de diversifier l'activité d'A. En effet, la société A jouissait dès sa naissance d'un avantage non négligeable lié au fait qu'elle était fondamentalement la seule de France à s'être lancée dans la distribution de courrier non-industrielle, donc sans concurrents. Seulement, à partir de 2010 (soit deux ans après l'arrivée au capital du fonds d'investissement LBO, rappelons-le) les choses se compliquent et l'annonce de l'arrivée des distributeurs industriels sur ce créneau très lucratif pousse logiquement M. Dumon à penser à des stratégies alternatives. La plus intéressante est celle de la diversification à travers la création d'un portail de dématérialisation, pour la transmission virtuelle des fameux documents.

Toutefois, le fait que cette décision n'ait pas été prévue *en amont* par le pacte d'actionnaires et les *covenants* a évidemment effrayé les investisseurs, soucieux de limiter au minimum la prise de risque pour éviter les soucis avec les créanciers. Or le problème de la diversification ou de la croissance externe est qu'il implique un investissement initial non négligeable, un risque assez important pour l'apporteur de capitaux et surtout un retour sur investissement qui peut se manifester après de longues années. Tous les ingrédients de l'entrepreneuriat, en somme... Mais ceux-ci ne sont absolument pas admissibles pour un fonds d'investissement LBO, dont la posture est précisément de chercher des entreprises ayant déjà amplement fait leurs preuves financières et dont la vie est, si l'on ose dire, un long fleuve tranquille... Ceci leur permet en effet d'établir un échéancier de remboursement de la dette

crédible et qui générera de l'intérêt auprès des banques. D'autre part, insistons sur le fait que pour un financier *lambda*, une entreprise mono-métier est beaucoup plus facile à comprendre et à prévoir qu'une entreprise diversifiée. Ainsi, dans une logique de sortie du capital à court ou moyen terme, le fonds LBO a toujours à l'esprit l'importance de l'avis du marché à propos de la valeur de ses participations !

En termes de gouvernement d'entreprise, il est donc certain que la confiscation de l'intérêt social par des considérations purement financières induit un renversement complet de la logique traditionnelle qui voudrait que les ressources matérielles, financières et humaines de la communauté socio-productive soient mises au service d'un projet entrepreneurial et d'une stratégie vouée à évoluer au cours du temps, car l'entreprise est plongée dans un univers qui change en permanence. Le critère de la rentabilité élevée exigée par les investisseurs pour le remboursement de la dette va s'imposer dans tous les processus décisionnels et va, comme nous allons le voir plus bas, induire un détournement de ressources (notamment les flux de trésorerie) qui auraient pu financer la croissance de l'entreprise et son développement. Au lieu de cela, elles seront essentiellement utilisées pour le service de la dette et éventuellement pour le remplacement de l'appareil industriel lorsqu'il se détériore. Autant dire que ceci remet quelque peu en question la pérennité de l'entreprise...

A propos d'horizon temporel, il semble bien que l'autre évolution majeure liée au LBO est bien l'instauration d'un rapport au temps radicalement différent de ce qu'il pourrait être dans le cadre d'une entreprise familiale, ou en tous cas à actionnariat stable. En effet, comme l'explique très clairement M. SQ, directeur d'investissement dans le fonds LBO et capital-risque UICO, le fonds d'investissement LBO entre au capital des entreprises pour une raison et une seule : la mise en valeur de l'épargne qui lui a été confiée par ses clients. Cette mise en valeur se fait essentiellement à travers la plus-value de sortie, car l'épargne leur est confiée pour des périodes de temps limitées et ils doivent rembourser leurs clients au terme de l'existence du véhicule d'investissement à travers lequel leurs capitaux sont investis. M. EA, ancien salarié de la société C qui a fait l'objet d'un LBO et actuel dirigeant de la société V qui va faire l'objet d'un LBO dans quelques semaines, deux sociétés de création de logiciels pour la gestion financière des entreprises, déplore cette obsession de la plus-value de court-terme qui met actuellement en danger la compétitivité de son entreprise : en effet, au cours d'un LBO, il lui est impossible de conserver un service de recherche et développement représentant 20% du chiffre d'affaires mais ne garantissant pas un retour financier de court terme... Or la modernité de l'appareil industriel de l'entreprise est précisément ce qui lui garantit de survivre à long terme ! Plus que jamais, on sent là la divergence manifeste entre les intérêts d'un

actionnaire passager (ce qu'est le fonds d'investissement LBO, par construction) et un projet de vie, ayant vocation à survivre au moins 99 ans (au sens juridique) voire au-delà, si tout va bien...

Pour revenir au cas de M. EE, il a lui aussi insisté sur le caractère irrationnel des décisions prises par les fonds d'investissement possédant les parts de sa société en raison de l'aspect temporaire de leur présence au capital. Ainsi, il évoque l'épisode qui est survenu au cours de l'année 2006, lorsque l'entreprise renoue enfin avec le succès après une demi-dizaine d'années très difficiles en raison de la crise du marché de l'affichage publicitaire (rappelons-le, le montage financier remonte à 1999, soit un an avant la crise). Désireux de réaliser une plus-value assez rapidement, les fonds DSC et NI cherchent alors à vendre la société à un industriel alors même que, d'après M. EE, les conditions de succès d'une telle opération n'existaient pas en raison du faible nombre de gros acteurs sur le marché de l'affichage publicitaire, capables de proposer un prix attrayant et surtout un projet pertinent pour l'entreprise. Mais cet élément n'était pas prioritaire dans la vision des fonds DSC et NI, dont les salariés étaient préoccupés par des considérations liées à leur carrière (volonté de passer à des opérations plus ambitieuses) et désiraient se débarrasser d'un actif qui devenait encombrant dans le bilan des fonds. De son côté, M. EE, bien conscient que la revente à un industriel du secteur n'était pas possible, commençait déjà à explorer la voie d'un LBO secondaire, ce qui a créé des frictions non négligeables avec les financiers.

Le blocage qui en a découlé a replongé la société dans une crise : -25% de chiffre d'affaires entre 2006 et 2007, et surtout 100 licenciements ! Au bout du compte, les fonds décident de brader l'entreprise à un industriel œuvrant dans le domaine des cartes téléphoniques prépayées. Évidemment, celui-ci n'a aucune espèce de stratégie en tête pour la société qui continue donc à périliter jusqu'au redressement... A l'arrivée, ce sont donc 300 personnes qui seront mises à la porte. Ce qui frappe le plus en écoutant M. EE est sans doute que cette catastrophe sociale aurait pu être évitée si les financiers avaient eu le bon sens d'adapter leurs choix et leur stratégie à l'évolution du marché et des fondamentaux économiques. En d'autres termes, il aurait fallu attendre quelques années, le temps que les gros acteurs du marché se refassent une réelle santé financière et surtout deviennent plus nombreux pour avoir la possibilité de comparer les offres !

Indéniablement, cet épisode représente un cas de figure assez emblématique de la fondamentale incompatibilité entre la lecture court-termiste du financier (qui ne peut se projeter au-delà de quelques années au cours desquelles il se trouve au capital de l'entreprise dans le cadre d'un LBO) et la nécessaire vision de long terme dont a besoin un projet

entrepreneurial, qui ne peut être pensé que sur un horizon de temps potentiellement infini et impliquant donc la prise de décisions pouvant, par moments, impacter la rentabilité financière de ladite société, mais en garantissent la pérennité et la compétitivité à un horizon plus lointain (on repense typiquement au cas de M. EA et de sa société d'édition de logiciels, qui ne peut se passer d'un service de recherche et développement digne de ce nom si elle veut rester à la pointe de la technologie).

Le dernier élément tout à fait frappant qui ressort est la volonté de standardisation à outrance dont les entreprises soumises à des LBO font l'objet. Conséquence sans doute naturelle d'un regard biaisé par l'obsession de la plus-value de cession à moyen terme, l'uniformisation des entreprises par des fonds d'investissements généralistes et ne développant rigoureusement aucune compétence spécifique sur tel ou tel secteur est tout à fait édifiante. Il est très clair d'entrée de jeu que les financiers n'ont aucunement vocation à s'impliquer dans le projet entrepreneurial, ni même à le *comprendre*. Il s'agit essentiellement pour eux d'exercer une fonction de contrôle (ce qu'ils font de manière assez intransigeante par le truchement de leurs représentants au conseil de surveillance, comme l'a expliqué M. EE à maintes reprises) et de rencontrer à chaque trimestre les dirigeants de l'entreprise pour s'assurer que les engagements financiers sont scrupuleusement respectés. Pour citer une nouvelle fois M. EE, « *les financiers entrent en contact avec l'entreprise une fois tous les trois mois, pour prendre l'ascenseur, monter dans la salle de réunion, passer en revue les états financiers autour d'un café avant de retourner chez eux* ». Là où le capitalisme a pu jadis être consubstantiel de l'idiosyncrasie et du particularisme entrepreneurial, il devient donc sous l'emprise de la finance un univers où il existe une norme qu'il faut s'efforcer de respecter pour ne pas disparaître, la norme des taux très élevés de rentabilité des capitaux propres. Il est tout à fait surprenant de constater que le comportement des financiers varie finalement très peu entre le cas de l'entreprise I de M. EE, qui exerce sur le marché de l'affichage publicitaire, et celui de l'entreprise C de M. EA, qui est quant à elle sur le marché de l'édition de logiciels financiers. Les dirigeants interrogés estiment de façon unanime que l'entreprise se réduit pour eux à des tableurs Excel, des ratios de solvabilité et des états financiers, avec tout ce que cela implique d'impersonnalité dans la manière de gérer un projet entrepreneurial...

Ceci étant dit, il ne faut pas noircir le tableau plus que de raison. Les éléments que nous venons de dévoiler sont de l'ordre du structural, c'est-à-dire qu'ils dérivent directement de la nature-même du montage financier qu'est le LBO, de sa structure. Mais il va sans dire que ceux-ci peuvent se manifester de manière plus ou moins prononcée en fonction de l'identité

des acteurs présents et surtout de leur aptitude à faire preuve de pragmatisme et, partant, de leur propension à trouver un terrain d'entente. Pour le dire autrement, il y a aussi un aspect *intuitu personae* qui joue un rôle non négligeable dans la façon dont le LBO va se dérouler. C'est ce que M. RG, dirigeant de la société d'intérim et travail temporaire JS, n'a eu de cesse d'affirmer. Dans son cas, le montage était le suivant : lui, deux des membres de sa famille et une autre société d'intérim ont chacun pris entre 12 et 33% du capital, et ceux-ci ont directement fait appel à la banque SG pour financer l'opération de rachat de l'entreprise qui existait déjà. Le montage, bien que faisant appel à l'endettement de manière assez massive (300 000 euros de capitaux propres pour 1,5 millions d'endettement), s'est visiblement mis en place en 2005 de manière assez apaisée et s'est débouché en 2013 tout aussi tranquillement. En effet, l'entreprise associée à M. RG étant un client de très longue date de la banque SG, celle-ci a choisi la voie du partenariat plutôt que celle de la confrontation et du rapport de force. Ainsi, la dette a été structurée exclusivement sous forme de dette senior à taux faible (le service de la dette représentait 250 000 euros par an), la banque a fourni de l'assistance dans la gestion de trésorerie pour une exploitation optimale de celle-ci et s'est dite disposée à rééchelonner la dette dans le cas où l'entreprise traverserait une période difficile (le métier de l'intérim est très sensible aux fluctuations de l'activité nationale, et donc à la matérialisation des crises). Elle ne s'est pas mêlée de l'activité de l'entreprise et a simplement demandé à rencontrer deux fois par an les actionnaires pour un point sur la situation globale de l'entreprise, ce qui est relativement anecdotique. M. RG affirme d'autre part avoir eu la possibilité de financer la croissance de son entreprise au cours du LBO et a même entrepris une stratégie de diversification sur le secteur médical sans que cela ne pose de problème à la banque SG.

Indéniablement, la relation de confiance existant entre l'actionnaire partenaire de M. RG et la banque SG a induit un comportement beaucoup plus coopératif de la part de cette dernière, ce qui fait que M. RG n'a pas vécu le LBO comme une expérience sclérosante pour son entreprise mais au contraire comme une opportunité pour aller de l'avant et continuer à croître. Aujourd'hui, la dette a été intégralement remboursée et M. RG est actionnaire majoritaire de l'entreprise. Il faut donc tempérer l'analyse en insistant sur l'importance du rapport s'instaurant entre les acteurs de l'opération financière. Indéniablement, M. RG et sa société ont bénéficié de l'amicalité de la banque SG et aussi de l'absence totale de fonds d'investissements LBO, ce qui a permis à la construction de rester humaine avec un actionariat familial accompagné d'une banque, dans une configuration quelque peu similaire

à celle d'une PME des Trente Glorieuses exception faite du niveau tout de même élevé d'endettement.

Le cas du gouvernement d'entreprise est sans doute celui qui se prête le plus à une interprétation de type spinoziste, dans la mesure où il est directement lié au projet de désir poursuivi par la communauté socio-productive et son environnement et reflète sans doute de la manière la plus fidèle possible la nature-même du rapport de force s'étant établi entre les différentes parties prenantes au projet. A la lueur des différents entretiens eus avec des dirigeants d'entreprises ayant fait l'objet de LBO, il est clair que la force conative du capital a trouvé dans le LBO son espace d'expression le plus puissant, celui où elle a soumis les autres forces en présence de la manière la plus impressionnante. Sa recherche de puissance se manifeste *via* une modification (pour ne pas dire une refondation) du concept-même d'entreprise et d'intérêt social, avec la volonté de réduire au minimum syndical toute forme de prise de risque et, partant, toute flexibilité dans le processus décisionnel et dans l'initiative des dirigeants. Là où le *conatus* entrepreneurial avance dans un univers fondamentalement imprévisible et doit donc adapter ses projets de puissance à l'aléa, quitte à transiger momentanément avec le profit monétaire pour investir dans une optique d'adaptation et de compétitivité, le *conatus* financier émancipé par le processus de déréglementation financière qu'a connu la France à partir de 1983 est constamment à recherche de la plus-value et de la maximisation du profit sur des périodes de temps de plus en plus courtes. M. PL, syndicaliste et membre du collectif LBO, a même parlé de « *revenu minimum garanti du capital* » (expression que l'on doit à l'économiste Benjamin Coriat⁹) car c'est bien de cela qu'il s'agit : l'entreprise est dans la situation où elle doit de toute façon faire remonter des dividendes pour rembourser sa dette, indépendamment de sa situation sur le marché. Le *conatus* financier a été libéré et peut maintenant poursuivre *ad vitam aeternam* son projet d'accumulation illimitée de capital aux dépens des entreprises et de leurs projets, qui deviennent des variables d'ajustement devant s'adapter à la toute-puissance capitaliste. C'est d'ailleurs dans cette perspective qu'il faut analyser la volonté d'anéantir toute forme de particularisme et de traiter toutes les sociétés de la même manière, sans tenir compte de leurs spécificités : il faut baliser le chemin avec des engagements financiers stricts et tâcher de prendre un minimum de risques en réduisant autant que faire se peut la marge de manœuvre du chef d'entreprise et de ses collaborateurs, ce qui se traduit par l'impossibilité de financer des projets de croissance dont la rentabilité n'est garantie qu'à long terme, ou même d'imaginer une éventuelle

⁹ Intervention de Benjamin Coriat sur Xerfi autour du thème « *Sortir l'entreprise de la financiarisation* » (<http://www.youtube.com/watch?v=0pMkONcTZHA>)

diversification de l'activité (quand bien même elle serait salubre pour l'avenir de l'entreprise).

Il s'agit maintenant de comprendre comment cette évolution au niveau du gouvernement d'entreprise se manifeste dans le quotidien de la vie de l'entreprise, pour une interprétation plus concrète de la manifestation de la violence conative du capital et surtout pour une analyse plus approfondie de la façon dont le capital impose son projet de désir à une communauté socio-productive donnée.

1.3. LBO et gestion opérationnelle

S'il est instructif et important de comprendre comment le projet entrepreneurial dans sa globalité fait l'objet d'une mainmise de la part du capital dans le cadre du LBO, il est tout aussi vital de tâcher de mettre au clair les impacts concrets que celui-ci peut avoir sur la vie quotidienne des dirigeants et des salariés et sur la manière dont ils travaillent et interagissent.

Il est un élément qui est apparu de manière récurrente au cours des différents entretiens : l'omniprésence du *reporting* financier, ensemble de processus de contrôle ayant pour but de fournir une visibilité optimale aux actionnaires quant à la santé financière de l'entreprise et son aptitude à respecter les engagements pris le jour du bouclage de l'opération de LBO. En effet, eu égard au caractère extrêmement contraignant des termes du contrat (les fameux *covenants* dont M. EE considère qu'ils sont un « *corset très serré* » que l'on fait porter aux entreprises), les fonds d'investissement ont en général à cœur de pousser les dirigeants de l'entreprise cible à consacrer une partie de leur temps à l'élaboration de documents reflétant l'état des finances de leur structure, pour savoir « *où l'on va* ».

Pour être tout à fait honnête, l'arrivée du *reporting* est globalement vécue comme une bonne nouvelle. En effet, l'essentiel des dirigeants et salariés rencontrés décrivent leur entreprise comme assez peu structurée avant l'arrivée du LBO, avec des outils de planification assez rudimentaires (M. ZI, dirigeant de l'entreprise de A de diffusion de documents pour les avocats, va même jusqu'à expliquer que la planification se faisait « *entre associés, autour d'un café, presque au doigt mouillé* ») ce qui contraint à une navigation à vue et surtout réduit la transparence de l'entreprise, dont il devient difficile d'appréhender les performances réelles. A ce titre, M. RG insiste sur le manque de transparence de son prédécesseur au sein de l'entreprise d'intérim R et sur sa conséquence la plus notable :

« Les salariés surestimaient largement le chiffre d'affaires et la base clients de l'entreprise, et pensaient donc être sous-payés par rapport à ce qu'ils rapportaient ».

Le *reporting* a la vertu de réduire l'opacité au sein de l'entreprise et de permettre aux dirigeants de faire régulièrement le point sur le travail réalisé et les fruits qu'il a apportés. De plus, il permet d'identifier les éventuels points faibles de la structure pour en améliorer l'efficacité. Le *reporting* apporte aux dirigeants un certain sentiment de maîtrise de leur sujet qu'ils n'avaient pas forcément auparavant : tout est mesurable et mesuré, la contribution de chacun à la production du collectif est désormais connue... Ce qui permet d'orienter l'entreprise dans telle ou telle direction en fonction non pas du libre arbitre des dirigeants mais d'éléments tout à fait tangibles. Évidemment, là n'est pas le but premier de la mise en place du *reporting* par les fonds d'investissement : il a pour objectif de faciliter la surveillance de celle-ci par les financiers, d'autant plus que ceux-ci vivent avec le handicap de ne pas connaître l'entreprise ni même l'activité qu'elle mène (cf. la citation de M. EE à ce propos, dans la partie précédente). Ainsi, le *reporting* financier leur permet d'appréhender l'entreprise de la façon qui leur convient le plus, c'est-à-dire à travers l'analyse de ratios de solvabilité et les états financiers (bilan, compte de résultat, tableau de flux de trésorerie) : toujours d'après M. EE, les financiers ne voient l'entreprise que « comme un empilement de fichiers Excel et de présentations PowerPoint ». D'ailleurs, comment pourrait-il en être autrement ? Les fonds d'investissement sont en effet généralistes et n'ont pas vocation à restés impliqués dans un projet entrepreneurial au-delà de quelques années (entre quatre et sept ans, rappelons-le). Le lexique financier est donc le seul qui leur soit accessible.

En langage spinoziste, cette situation est très clairement celle où il y a colinéarisation objective des *conatus* financier et industriel/entrepreneurial : en poursuivant ses intérêts propres, le fonds d'investissement apporte également une compétence décisive à l'entreprise qui permet à ses dirigeants de la gérer de manière optimale, en ayant une visibilité accrue sur ses ressources et ses perspectives.

Ceci étant dit, le *reporting* n'apporte pas que des bonnes choses à l'entreprise. Un certain nombre de dirigeants se sont ainsi plaints au cours des entretiens du caractère extrêmement chronophage du *reporting*, sur lequel ils peuvent passer jusqu'à 10% de leur temps de travail ! D'après M. EE, le management de son entreprise allait même jusqu'à consacrer trois jours par mois uniquement aux besoins dudit *reporting*, ce qui selon lui était un facteur limitant pour la croissance de l'entreprise ! Ce qui est encore plus frappant, c'est qu'au moment où les financiers ont décidé qu'il était temps de vendre l'entreprise, jusqu'à 25% du temps de travail des managers était consacré au dossier de vente... M. AB, salarié dirigeant de l'entreprise A

(la même que celle de M. ZI, spécialisée dans la distribution de documents pour les avocats), est on ne peut plus explicite en nous expliquant que LBO est un deuxième métier pour un manager : en plus de continuer à gérer l'activité opérationnelle normale de l'entreprise, il doit consacrer un temps non négligeable à faire de la pédagogie pour les actionnaires ou à les aider à revendre leurs parts. Très clairement, le LBO a donc une tendance prononcée à transformer les dirigeants de l'entreprise en réalisateurs d'objectifs financiers et à les détourner de la raison première de leur présence au sein de l'entreprise qui est d'assurer le développement et la croissance de celle-ci et de garantir sa pérennité. M. EE va jusqu'à parler d'hypertrophie de la finance, avec des services de *reporting* « *surpeuplés* » pendant que la gestion de l'entreprise elle-même est délaissée. « *On tape dans la viande* », dit-il... Ce qui ne manque évidemment pas de causer des soucis à l'entreprise qui est prise en otage par la finance mais est tout de même contrainte à poursuivre normalement ses activités, sous peine de devoir mettre la clef sous la porte !

Ainsi, s'il est évident que le surplus de formalisme apporté par le *reporting* est un avantage indéniable pour l'entreprise qui devient dès lors plus facile à gérer et pour les dirigeants qui ont désormais une visibilité accrue sur le futur proche de l'entreprise, il n'en demeure pas moins un service rendu avant tout à l'actionnaire, désireux de s'assurer que les engagements financiers seront respectés. Ainsi, il peut également se retourner contre l'entreprise en monopolisant l'attention des dirigeants plus que de raison et en les détournant de leur fonction première.

D'où vient cette volonté aussi prononcée des financiers de vouloir absolument tout contrôler, tout comprendre à ce qui se passe au sein de l'entreprise ? Évidemment, elle dérive comme on l'a dit du caractère extrêmement contraignant des engagements financiers pris auprès des banques lors du montage de l'opération de LBO, mais il y a quelque chose de plus. En effet, plusieurs des individus interrogés dans le cadre de l'enquête ont expliqué avoir été confrontés au cours du LBO à un « *jeu de dupes* » (expression de M. ZI, de la société A de diffusion de documents pour les avocats), dans le sens où les fonds d'investissements, qui sont de fait les actionnaires majoritaires dans l'essentiel des opérations, veulent surveiller l'entreprise sans pour autant pouvoir être qualifiés de gestionnaires de fait par un tribunal dans l'hypothèse où l'opération tournerait au fiasco. Ainsi, ils ne veulent absolument pas être mêlés à la gestion opérationnelle de l'entreprise, et c'est d'ailleurs ce qui ressort clairement de l'entretien avec M. SQ, directeur d'investissement, qui revendique clairement la volonté de son fonds de ne pas être impliqué dans la gestion quotidienne de l'entreprise et dans la surveillance sur le terrain de l'activité de ses salariés. Le fonds d'investissement LBO

actionnaire majoritaire se comporte donc relativement comme un passager clandestin du projet entrepreneurial, dans la mesure où il est aux commandes de fait car détenant la majorité des parts du capital mais ne veut pas que sa responsabilité soit mise en cause dans l'éventualité où l'entreprise ne réussirait plus à faire face à ses engagements financiers. « *L'actionnaire est le porteur du risque* » est donc une expression dénuée de sens dans le cadre du LBO, car en l'occurrence l'actionnaire est là momentanément pour faire une plus-value sur la cession de ses parts sociales et ne veut pas être mêlé au projet lui-même.

C'est précisément ce que M. ZI a nommé le « *jeu de dupes* », expression qui a d'ailleurs trouvé un certain consensus auprès des autres individus interrogés, notamment M. PL, syndicaliste et membre du collectif LBO. Les dirigeants doivent apprendre à vivre avec cette contradiction : l'investisseur/repreneur ne veut pas être gestionnaire... Le détenteur de l'essentiel du capital, incontournable pour la prise de certaines décisions, ne veut pas entendre parler de gestion ! Ceci conduit à des situations assez ubuesques, où les fonds d'investissement vont décider arbitrairement de ce qui mérite ou non une ingérence de leur part. Ainsi, M. ZI se souvient encore d'un épisode assez emblématique, à savoir celui où il s'agissait pour lui de recruter un collaborateur. Après avoir obtenu l'accord de principe des actionnaires, il a eu la surprise de constater que ceux-ci...voulaient avoir leur mot à dire dans la sélection de la personne ! Or ceci constitue clairement une violation du principe selon lequel le fonds ne veut pas être mêlé à la gestion de l'entreprise... Ceci a entraîné des tensions assez importantes dans l'entreprise et l'établissement d'un rapport de force qui a impacté durablement la relation entre les financiers et M. ZI.

Le caractère discrétionnaire de l'ingérence financière dans la gestion de l'entreprise transforme donc le dirigeant en une espèce de diplomate, en charge de garantir l'équilibre entre la primauté des dirigeants dans la gestion (ils sont les plus à même de décider !) et la volonté non revendiquée mais sans cesse exprimée de la part des investisseurs de s'immiscer dans la vie de l'entreprise. Incontestablement, les qualités du management en termes de *leadership* et de gestion des rapports humains sont essentielles au bon déroulement de cette opération de LBO, qui ressemble pour eux à un champ miné : en permanence sur la sellette, mais indispensables car seuls en mesure de diriger l'entreprise (ils sont les seuls à la connaître...).

De cet aspect fondamentalement hypocrite de la relation entre investisseurs et dirigeants de l'entreprise dans le cadre du LBO découle une situation où, comme on l'a vu précédemment, le conflit n'est jamais très loin. En effet, la dissonance existant entre la volonté affirmée par les fonds d'investissement de ne jamais se mêler de gestion opérationnelle et leur envie

omniprésente de surveiller l'entreprise pour s'assurer que « *tout se passe bien* » provoque la démultiplication d'épisodes non seulement détestables d'un point de vue moral mais également condamnables en termes de licéité.

En effet, M. EE a décrit brillamment au cours de son entretien le réseau informel de surveillance de l'entreprise tissé par les investisseurs dans le but de contourner l'obligation de se maintenir hors du champ de l'opérationnel. Le propos est simple : dans la mesure où il leur faut à tout prix éviter d'être qualifiés de gestionnaires de fait par un tribunal, toute occasion où l'entreprise est susceptible de faire appel à un prestataire externe pour tel ou tel service devient une opportunité pour l'actionnaire de recommander de manière insistante des sociétés dont il est proche, la collusion devant permettre d'extraire des informations qui en principe ne devraient pas filtrer. C'est donc ainsi que M. EE a dû faire face à un commissaire aux comptes suggéré par les fonds d'investissement au capital de son entreprise, la société d'audit EY, qui ne se contentait pas de vérifier les comptes pour les dirigeants (c'est son métier) mais va jusqu'à communiquer ses remarques, ses souhaits, ses doutes et ses inquiétudes aux actionnaires, chose qui est rigoureusement illégale ! M. EE se souvient de ce jour où un salarié d'un des fonds d'investissement est venu le voir pour lui demander de rendre des comptes sous prétexte que le cabinet d'audit lui avait fait part de ses « *frayeurs* » quant à l'état des finances de l'entreprise... M. EE ne s'est évidemment pas gêné pour insister sur le caractère illégal d'un tel agissement, en coupant court à la conversation.

Cet épisode est, selon M. EE, simplement un des multiples exemples de la mise sous tutelle indirecte de l'entreprise par les intérêts financiers. Il évoque également un cabinet de chasseurs de tête auquel il est plus ou moins contraint de faire appel lorsqu'il veut faire un recrutement, cabinet qui s'avère être un partenaire historique des deux fonds d'investissement au capital de son entreprise... M. EE parle « *d'un petit univers à part, dans lequel les gens se rendent mutuellement service en ponctionnant de la valeur ajoutée sur le dos des entreprises qui produisent réellement* ». Cette définition du groupe d'intérêt cadre parfaitement avec le concept de « *conatus du capital* » présent en filigrane de notre analyse, à savoir un corps mu par une seule et même motivation, un seul et même désir, à savoir celui de l'accumulation illimitée (du moins, tant qu'aucun obstacle ne se présente) de capital. Il est important de noter que la notion de corps, c'est-à-dire d'individus partageant *fondamentalement* les mêmes intérêts, dépasse le seul cadre du métier ou de la catégorie socioprofessionnelle. M. EE a défini ce groupe d'individus crûment comme étant celui des « *gens qui regardent les autres travailler* ».

Ce corps se meut donc comme un ensemble uniforme d'individus poursuivant les mêmes intérêts, issus le plus souvent du même milieu social, académique et professionnel. Ils appartiennent au monde de ce qu'il a été convenu de nommer « *l'économie de la connaissance* », ce monde fait d'entreprises appartenant au secteur de l'économie de services à haute valeur ajoutée fournis aux entreprises. Ainsi, dans le cadre d'un échange de bons procédés, les fonds d'investissement garantissent à des sociétés d'audit, de conseil, de recrutement des marchés très juteux une fois qu'ils sont aux commandes des entreprises, et gagnent en échange des carnets d'adresse bien remplis et d'éventuelles futures cibles.

L'impact le plus spectaculaire du LBO sur la gestion opérationnelle de l'entreprise reste évidemment l'effort jamais achevé de réduction des coûts de l'entreprise. Là encore, les témoignages font apparaître un florilège d'épisodes au cours desquels l'entreprise, à travers ses dirigeants, a dû consentir à des efforts non négligeables pour satisfaire leurs actionnaires. Ainsi, M. PL, syndicaliste et membre du collectif LBO, a raconté l'expérience vécue par des entreprises telles que S, opérateur global du bâtiment et des travaux publics, qui a d'abord été contrainte par le fonds d'investissement PAIP d'abandonner son métier traditionnel qui était l'électricité sur les chantiers pour se concentrer sur des activités « *qui rapportent davantage* ». De même, l'activité rail, jugée peu rentable, est abandonnée par le fonds d'investissement. Ainsi, selon M. PL, c'est toute une cohérence industrielle qui est remise en question (il faut considérer que le groupe avait une histoire d'un siècle, étant née en 1900) et est sacrifiée sur l'autel de la rentabilité financière. De même, tous les centres de coût vont être externalisés afin de faire de l'entreprise une véritable machine à cash rentable et présentable aux investisseurs le jour de la vente. L'entreprise devient donc totalement dépendante de prestataires externes pour des fonctions supports telles que la logistique, les systèmes d'information, les achats, et s'empresse de vendre les actifs immobiliers pour générer un maximum de *cash flows*. Pour le dire autrement, tout actif ou activité ne générant pas directement du profit n'a pas vocation à rester dans le périmètre dans l'entreprise. M. EE évoque des pratiques confinant avec la malhonnêteté, dans la mesure où l'entreprise est présentée aux repreneurs potentiels comme étant en bonne santé (notamment financière) en cachant ce qu'il considère comme étant des « *vices cachés* », à savoir le manque d'éléments pourtant tout à fait vitaux comme un service de ressources humaines, par exemple.

La conséquence logique de cette compression des coûts pour tirer un maximum de l'entreprise est évidemment l'austérité salariale imposée aux travailleurs. Ainsi, les salaires (notamment leur partie fixe, car ils ont tendance à être variabilisés et indexés sur les performances de l'entreprise dans le cadre d'un LBO) n'évoluent plus ou presque plus, et sont

la principale variable d'ajustement lorsque la situation de l'entreprise se détériore. M. EA raconte à ce titre comment son entreprise d'édition de logiciels a été mise sous pression pour couper dans la masse salariale dans une logique de « *rationalisation à outrance* », avec des licenciements à tour de bras... Dont il a d'ailleurs été victime. Très clairement, l'amélioration du niveau de vie des salariés ne représente pas une priorité pour les fonds d'investissement en LBO qui placent le service de la dette et la plus-value de cession au-dessus de toute autre considération. Il subsiste cependant une exception : les cadres dirigeants de l'entreprise sont le plus souvent incités à s'impliquer financièrement dans le LBO, les fonds usant de ce stratagème pour aligner *objectivement* les intérêts des dirigeants sur les leurs et phagocytter, dans un effort conatif dont seul le capital est capable, la puissance d'agir de ces derniers dans le but d'en faire des membres de leur groupe d'intérêt.

Paradoxalement, le tissage de ce réseau de surveillance autour de l'entreprise induit, toujours d'après M. EE, quelque chose d'assez surprenant au cours de la relation entre le fonds d'investissement LBO et l'entreprise cible. En effet, alors que le leitmotiv d'une telle opération financière est la réduction des coûts, afin de faciliter le remboursement de la dette... Le LBO fait apparaître des sources de dépenses totalement extravagantes ! Ainsi, M. EE a beau jeu de raconter les différents épisodes au cours desquels il a dû faire appel à des prestataires extérieurs dans le cadre de ses activités en tant que dirigeant de la société I. Ceux-ci, en plus de lui avoir été suggérés de manière plus qu'insistante par les actionnaires de la société, se sont révélés être excessivement chers ! En effet, les actionnaires n'ont jamais voulu que M. EE fasse un appel d'offres dans les règles de l'art afin de sélectionner les propositions les plus intéressantes d'un point de vue économique. Que ce soit pour le conseil juridique, l'audit des comptes ou le recrutement, les prestataires étaient systématiquement introduits par les actionnaires et coûtaient, d'après M. EE, « *excessivement cher* ». Toujours d'après lui, le LBO entraîne donc une série de coûts exceptionnels mais tout à fait exorbitants qui plombent littéralement les comptes de l'entreprise. Il faut se souvenir que l'on a affaire à des PME qui « *sentent passer* » des dépenses de 100 000 euros de conseil juridique ou de conseil en recrutement. On rejoint ici l'idée du groupe d'intérêt se servant « *sur le dos* » de l'entreprise, les fonds d'investissement et les différentes sociétés de conseil aux entreprises se rendant mutuellement des services dans le cadre d'un partenariat tacite qui leur permet d'assurer leurs pérennités respectives.

Indéniablement, l'analyse des effets que le LBO sur la gestion opérationnelle des entreprises conforte l'interprétation spinoziste de la première partie sur le gouvernement d'entreprise. Très clairement, on voit la puissance d'agir d'une communauté socio-productive

captée par les intérêts du capital et dévoyés dans la mesure où elle n'a plus vocation qu'à servir au remboursement de la dette, à la réalisation d'une plus-value de cession conséquente et à arroser toutes ces sociétés de conseil aux entreprises qui se trouvent également être les partenaires de fait des fonds d'investissements. La prise d'otage de l'intérêt social se fait jour de manière encore plus nette ici, et l'entreprise n'est plus perçue que comme un moyen de servir ce que Frédéric Lordon nomme « *l'empuissantisation du capital* », à savoir l'accroissement de sa propre puissance à l'infini par le truchement de l'accumulation...

D'autre part, il est clair après étude des impacts du LBO sur le gouvernement d'entreprise et sur la gestion que la financiarisation de l'économie dévoile bien des conflits entre groupes aux intérêts fondamentalement divergents, avec d'un côté les fonds d'investissement et leurs alliés de l'économie de la connaissance (cabinets d'avocats d'affaires, cabinets d'audit, etc.) et de l'autre l'ensemble des travailleurs salariés d'une entreprise. Il y a par conséquent instauration d'un rapport de force plus ou moins équilibré en fonction de la configuration institutionnelle dans laquelle s'inscrit le rapport entre ces deux entités conatives à la recherche de puissance et de persévérance dans l'être. En l'occurrence, le tableau dressé par les différents individus interrogés dévoile un rapport tout à fait déséquilibré en faveur de ce qu'il est convenu d'appeler le capital, qui semble désormais relativement libre de redéfinir le concept de l'entreprise selon son bon vouloir et, bien entendu, de la manière la plus conforme à ses intérêts : une machine à cash dont les ressources humaines, matérielles et immatérielles deviennent des variables d'ajustement utilisées dans la perspective de mettre en valeur une épargne.

Par-delà les aspects structuraux, nous avons pu également observer dans la première partie que l'aspect *humain* est également très important dans le sens où il peut impacter la façon dont la relation entre fonds et entreprise se met en place dans le cadre d'un LBO. Il est donc très important, pour comprendre le LBO dans toute sa complexion, de réussir à comprendre comment les rapports humains sont impactés par cette opération financière ou plutôt comment ils sont *refaçonnés* par celle-ci.

1.4. LBO et rapports humains

Tout au long de l'étude, l'accent a été mis sur le fait que l'entreprise ne se limite pas à être un agent économique désincarné, se résumant à des états financiers et un ensemble d'actifs. Il s'agit au contraire d'une communauté d'individus rassemblés dans le but de mettre à disposition de ses clients un bien ou un service donné ou, de manière plus large, dans l'objectif de poursuivre un objet de désir commun (imposé d'ailleurs par l'employeur, nous y reviendrons). L'association de puissances d'agir diverses au sein d'un même collectif repose ainsi, pour rester dans une logique spinoziste, sur un équilibre fragile qui doit réguler de manière satisfaisante la violence pronatrice latente existant dans tout projet impliquant plusieurs individus et menaçant de l'anéantir en cas rapport de force trop déséquilibré ou brimant de manière excessive une des forces conatives en présence.

Eu égard à ces considérations, une réflexion appropriée autour des impacts du LBO sur le fonctionnement de l'entreprise française ne peut se passer d'une analyse des effets de cette manœuvre financière sur la manière dont s'établissent les rapports humains dans ce contexte dont on a bien compris d'ailleurs qu'il met sous pression l'entreprise de manière assez spectaculaire. Plus précisément, il est important de comprendre comment le compromis-rapport de force entrepreneurial est reconfiguré par l'arrivée de fonds d'investissements étrangers à l'essence du projet, présents pour une période de temps de limitée et dont l'arrivée se conjugue à une situation financière qui est *par construction* compliquée et difficile à vivre, avec un service de la dette imposant des résultats importants.

De ce point de vue, l'élément le plus frappant qui ressort des différents entretiens reste le rôle de pivot joué par le ou les managers de l'entreprise une fois que le LBO se met en place. Ainsi, contrairement à la situation traditionnelle où les actionnaires sont aussi les fondateurs de l'entreprise et ont donc vocation à la gérer et en assurer la pérennité, le LBO fait entrer au capital des actionnaires qui non seulement ne connaissent pas l'activité de l'entreprise mais revendiquent totalement (pour des raisons juridiques évoquées précédemment) leur volonté de ne pas être mêlés à la gestion opérationnelle de l'entreprise. En d'autres termes, les managers deviennent les seuls maîtres à bord ! Ils sont au sommet de la hiérarchie de la communauté socio-productive et sont débarrassés du contre-pouvoir actionnarial dans le domaine de la gestion opérationnelle. Ceci ne veut d'ailleurs pas dire que celui-ci disparaît : il s'exprime au contraire de manière encore plus prononcée, mais plus pour s'assurer que la méta-contrainte financière de remboursement de la dette est respectée. Les managers, matériellement du côté du travail mais symboliquement du côté du capital (et du pouvoir, forcément) sont les seuls

individus capables de donner une tendance d'ensemble au LBO et de faire en sorte que celui-ci se passe bien... Ou pas ! Ainsi, M. ZI a insisté sur le fait qu'il n'a pas suffisamment joué son rôle de manager au cours du LBO sur son entreprise, qui est d'ailleurs en train de se conclure. Il est convaincu qu'en imposant son point de vue de manière moins flexible, il aurait pu faire prendre à l'entreprise la voie d'une diversification de ses activités beaucoup plus vite et lui aurait ainsi évité les difficultés qui sont survenues après l'arrivée de concurrents industriels sur le marché de la diffusion de documents pour les avocats. Il le dit lui-même, le LBO exige que les managers aient de la poigne ! Malgré la toute-puissance des fonds qui sont ultra-majoritaires au conseil de surveillance, le manager n'en est pas moins la personne la plus à même de donner une direction au projet industriel-entrepreneurial pour la simple raison qu'il était là *avant* et qu'il connaît les enjeux du marché infiniment mieux que les salariés d'un fonds d'investissement, dont les compétences se limitent forcément aux aspects financiers.

Le témoignage de M. EE va relativement dans le même sens qui réaffirme le rôle central du dirigeant dans le destin de l'entreprise faisant l'objet d'un LBO. Il précise ainsi que le LBO peut avoir pour effet de « *déresponsabiliser* » les dirigeants, qui s'en servent comme argument pour justifier toute décision qui pourrait être vécue comme contraignante par les salariés de l'entreprise. Cette politique de l'autruche ne peut avoir qu'un effet très néfaste sur la vie de la communauté, dans la mesure où l'actionnaire, qui est forcément le grand absent dans la mesure où il ne se mêle pas de gestion *a priori*, devient une sorte de bouc émissaire pouvant justifier tous les blocages et toutes les crises au sein de l'entreprise, même lorsqu'elles ne sont pas du tout liées à l'existence d'un LBO. Ceci peut à terme rendre l'entreprise totalement ingérable et ingouvernable... Et provoquer son implosion ! M. EE a d'ailleurs insisté sur le fait qu'une de ses priorités en arrivant au sein de l'entreprise I a été de faire changer d'attitude à ses managers en interdisant le recours à l'excuse du sacro-saint LBO et de la présence financière pour imposer le consensus à des collaborateurs qui accumulent ainsi la frustration et le ressentiment à l'égard des nouveaux actionnaires. M. EA est également tout à fait d'accord avec l'importance de la vision donnée à l'entreprise par ses dirigeants dans le cas d'un LBO, et est convaincu que la survie de l'entreprise C de laquelle il avait été licencié aurait sans doute mis la clé sous la porte si les dirigeants n'étaient pas à la hauteur et n'avaient pas un projet extrêmement précis pour l'entreprise.

Quelle est la conséquence d'une telle montée en puissance du dirigeant dans l'entreprise, désormais devenu homme providentiel pour l'entreprise ? Au sens de M. EE, la principale conséquence est que son équipe de vingt cadres supérieurs et intermédiaires ont été soumis à

une pression hors norme tout au long de son expérience chez I, avec des horaires très difficiles (comme on l'a dit précédemment, ils doivent gérer l'entreprise ET s'occuper de rassurer les actionnaires en permanence, par le truchement du *reporting*) et surtout la peur de faillir à sa mission et, partant, de compromettre la vie de tous les salariés qui pourraient se retrouver au chômage en cas de mauvaise gestion de l'entreprise. Il estime que ce niveau de pression n'est tout simplement pas normal et ne devrait absolument pas être toléré. Par ailleurs, il insiste sur le fait que la véritable variable d'ajustement devient le manager intermédiaire, dont la quantité de travail à effectuer augmente mais sans contrepartie financière, ce qui n'est pas le cas des dirigeants les mieux placés.

Cette question de l'intéressement financier nous amène d'ailleurs à nous interroger sur l'intérêt *réel* du dirigeant haut placé. En effet, les fonds d'investissement ont pour habitude de demander aux managers de s'impliquer financièrement *via* l'achat de parts sociales de l'entreprise en leur faisant miroiter la plus-value qu'ils pourraient effectuer en cédant leurs parts. Cet intéressement financier des managers a pour effet d'aligner *objectivement* leur intérêt sur celui des nouveaux actionnaires et rend tout à fait supportables des décisions humainement difficiles (des plans sociaux impliquant le licenciement de plusieurs salariés) mais financièrement rentables car augmentant la valeur de l'entreprise aux yeux des acheteurs potentiels.

Ainsi, le dirigeant s'impose comme la figure incontournable du LBO car seul maître à bord en termes opérationnels, et le destin de l'entreprise demeure étroitement lié à son aptitude à assumer cette responsabilité. Ceci étant dit, il existe un revers de la médaille non négligeable constitué par l'accumulation de stress au niveau des dirigeants, désormais en permanence sur la sellette et menacés d'être licenciés: cette menace s'est ainsi matérialisée au sein de la structure de M. EA, la société d'édition de logiciels C qui a perdu un certain nombre de managers également en raison de l'ambiance « *insoutenable* » qui y régnait.

Nous avons jusque là dressé le tableau de fonds d'investissement totalement impersonnels, poursuivant de manière inflexible leur intérêt propre résidant dans le remboursement de la dette et la réalisation d'une plus-value de cession conséquente. En d'autres termes, le fonds d'investissement a été considéré comme un corps uniforme et solidaire, constitué de gens dont les potentiels conatifs étaient totalement alignés les uns sur les autres et se fixaient des objectifs rigoureusement identiques. D'après M. EE, il faut savoir faire la distinction entre le fonds d'investissement et les salariés qui le représentent au sein des entreprises cibles. En effet, il estime que très clairement, les logiques de carrière sont la seule et unique motivation de ces derniers et que c'est à cette aune qu'il faut analyser leurs comportements et prises de

décisions. M. EE concède que l'essentiel du temps, les intérêts de carrière des salariés et ceux des fonds d'investissement qui doivent satisfaire leurs clients sont alignés, ce qui explique la tendance d'un spectateur non averti à considérer salariés et institution comme un corps, un tout au sein duquel le consensus ne peut être compromis. Or M. EE a constaté au cours de son expérience personnelle que dans certains cas, la poursuite par les salariés de leurs propres intérêts peut jouer non seulement contre l'entreprise (qui, au risque de se répéter un énième fois, est considérée comme une variable d'ajustement) mais également contre les intérêts du fonds lui-même.

M. EE nous raconte donc qu'au cours du LBO sur la société I dont il était le dirigeant, le fait que celle-ci n'ait représenté qu'une opération relativement modeste par rapport au reste du bilan des deux fonds impliqués (une opération de 50 millions d'euros alors que les fonds gèrent des milliards) a été vécu par les représentants du fonds comme un facteur limitant pour leur progression au sein de leurs entreprises respectives. Ce n'est en effet qu'en faisant leurs preuves dans le cadre d'opérations ambitieuses qu'ils peuvent espérer gravir les échelons. Dans ce contexte, il devient donc facile de comprendre pourquoi les salariés du fonds ont tant insisté pour vendre l'entreprise lorsqu'elle a recommencé à renouer avec les profits suite à l'arrivée de M. EE à la direction, alors qu'il était évident qu'en raison du faible nombre de gros acteurs sur le marché de l'affichage publicitaire, une vente n'aurait fait l'affaire ni de l'entreprise (impossibilité d'être racheté convenablement par un connaisseur du secteur) ni du fonds (impossibilité de faire une plus-value conséquente). Il est vrai que la vente ne s'est pas matérialisée à ce moment-là mais le fait d'exprimer cette volonté de manière aussi claire a précipité la crise de gestion connue par l'entreprise.

Pour modérer les velléités carriéristes de leurs salariés, les fonds adoptent souvent une politique qui consiste à remplacer fréquemment les individus qui les représentent dans telle ou telle entreprise. Ceci a pour effet d'éviter que la poursuite d'objectifs personnels ne fasse perdre de vue au salarié qu'il est là pour représenter un fonds d'investissement ayant lui-même des comptes à rendre à sa clientèle... Cet élément a beaucoup surpris M. ZI, qui a eu affaire à trois salariés du fonds différents au cours du LBO dont sa société a fait l'objet. Il souligne au passage l'effet profondément déstabilisateur que ceci a pu avoir sur la relation entre lui-même et le fonds d'investissement N au capital de sa société... Il est donc important d'avoir en tête que le fonds n'est pas présent en tant que tel au capital des entreprises dans lesquelles il a des participations, mais bien *à travers* des salariés qui poursuivent leurs propres objectifs de puissance et leurs propres objets de désir, liés notamment à des considérations de carrière... Même s'il faut bafouer les intérêts de leur propre employeur.

Viennent enfin les salariés, qui sont souvent les grands oubliés du LBO. Il est frappant de voir à quel point le thème du sort des salariés suscite l'indifférence auprès des médias et ne figure que dans les préoccupations de second rang des fonds d'investissement ainsi que des dirigeants d'entreprise. Globalement, les dirigeants interrogés (notamment M. ZI) insistent sur le fait que leur rôle de tampon a été tout à fait central pour maintenir une certaine stabilité dans la vie de l'entreprise et pour éviter que les salariés ne soient trop perturbés par le changement d'actionnaires. Il est vrai que les dirigeants de sociétés de services sont ceux qui ont le moins à l'esprit des impacts du LBO sur leurs salariés : en effet, M. EE dont l'entreprise œuvre sur le marché de l'affichage publicitaire (avec donc une majorité de salariés cols bleus) insiste sur la pression importante dont font l'objet ses salariés, alors que M. ZI ou M. EA n'évoquent pas de changements significatifs dans la vie de leurs salariés suite au bouclage de l'opération de LBO.

La principale évolution dans les conditions de vie des salariés sur lesquelles règne un consensus à peu près parfait parmi les personnes interrogées est celui des pressions exercées sur la masse salariale et son impact sur les coûts de l'entreprise, dont on rappelle qu'ils doivent à tout prix être contenus pour favoriser le remboursement de la dette. Ainsi, M. EA précise que l'opération de LBO est la principale raison qui explique son licenciement de l'entreprise d'édition de logiciels C, dans la mesure où le mot d'ordre en cas de difficultés financières était « *il faut réduire la masse salariale* » : en l'occurrence, ceci s'est concrétisé à travers des plans sociaux. Dans d'autres cas, il s'est manifesté également par des phénomènes de stagnation des salaires, et ce même si l'entreprise était justement mise sous pression pour générer des revenus nets très élevés : c'est par exemple ce qui arrive dans la société A de M. ZI, où les résultats ont crû de manière spectaculaire tout au long du LBO sans que cela n'ait un quelconque effet sur les salaires.

Nous touchons là un élément très important permettant de comprendre les différences de perception du LBO existant entre les travailleurs d'une part et les dirigeants (au sens du *top management*) et actionnaires d'autre part. Il est en effet souvent affirmé que l'avantage du LBO est qu'en mettant la société sous pression avec l'épée de Damoclès du remboursement de la dette, il lui permet de concrétiser tout son potentiel et pousse chaque membre de la communauté socio-productive à donner le meilleur de lui-même. En d'autres termes, il s'agit là de l'archi-classique argument du bâton et de la carotte : le bâton du possible dépôt de bilan et la carotte de la rentabilité accrue... Ceci semble tenir la route, mais comme le dit très justement M. EE, ceux qui sont menacés par le bâton ne sont pas les mêmes que ceux que l'on récompense avec la carotte ! En effet, la société est effectivement poussée dans ses derniers

retranchements et génère plus de *cash flows* que jamais, mais les travailleurs à l'origine de ces progrès n'ont absolument pas accès au fruit de leur travail, vu qu'il est redistribué sous forme de dividendes servant à rembourser la dette ! On a souvent évoqué le concept de privatisation des profits et socialisation des pertes pour décrire la récente crise des *subprimes* et le capitalisme d'une façon générale: ce concept est parfaitement illustré par le mécanisme du LBO.

A la lueur de ces quelques explications, il devient facile de comprendre que le LBO n'ait jamais fait l'objet d'un enthousiasme fou de la part des travailleurs : ils sont les premiers concernés par l'effort sans commune mesure imposé à l'entreprise et ne sont absolument pas concernés par les récompenses.

En définitive, l'exploration des différentes catégories d'impacts que l'arrivée du LBO a eus sur le fonctionnement des entreprises permet de comprendre comment la notion-même d'entreprise et d'intérêt social est détournée de sa finalité originelle pour se mettre au service d'intérêts exogènes, qui ne concernent pas la communauté socio-productive *stricto sensu*. Que ce soit au niveau du gouvernement d'entreprise (l'orientation générale donnée à l'entreprise et à ses salariés), de la gestion opérationnelle (le maniement et l'utilisation des différentes ressources matérielles et humaines de la société) ou des rapports humains (remodelage des rapports de force entre les différents groupes d'intérêt existant au sein de l'entreprise), force est de constater que, pour reprendre les propos de M. EE, l'entreprise et sa stratégie sont, dans le cadre d'un LBO, subordonnés aux intérêts de la finance, incarnée et représentée par les fonds d'investissement.

En termes spinozistes, il semble incontestable que la finance ait opéré (dans le cadre du LBO, mais en réalité de manière plus générale avec la financiarisation de l'économie et la déréglementation financière) une captation de la *puissance d'agir* de la communauté socio-productive pour la mettre au service de ses propres intérêts. La contribution de chacun, devient nettement plus importante en raison de l'importance des contraintes financières pesant sur l'entreprise, et ce surplus d'effort demandé aux salariés n'est pas récompensé de quelque manière que ce soit, si ce n'est à travers...la survie de l'entreprise ! En effet, les flux de trésorerie générés par l'accroissement du volume d'affaires servent directement à rembourser la dette : les salariés ne récoltent à aucun moment le fruit de leur travail. Pire, ils deviennent (et toute l'entreprise avec eux) des variables d'ajustement au service de la finance, de ses contraintes et de ses objectifs.

Évidemment, les différentes personnes interrogées insistent souvent sur le fait que le tableau ne doit pas être noirci plus que de raison, et qu'un fonds d'investissement flexible et

pédagogue peut rendre le LBO tout à fait vivable et tolérable. Ceci étant dit, l'exception ne fait pas la règle et les bons sentiments d'une minorité ne doivent pas faire passer au second plan des éléments liés à la façon-même dont un montage de LBO est mis en place, à son *essence*. Qu'il soit vivable ou insupportable, ce mécanisme n'en est pas moins emblématique de l'instrumentalisation dont les entreprises font l'objet sous la férule de la finance, qui les transforme *de fait* en machines à cracher des bons résultats financiers et les détournent de leur finalité originelle, à savoir l'épanouissement matériel et psychologique d'une communauté socio-productive à travers la mise sur le marché d'un bien ou d'un service.

Pour une compréhension plus globale du phénomène de la financiarisation de l'économie à travers l'étude du LBO, il est cependant également nécessaire d'opérer une réflexion qui prenne le point de vue du capital. En effet, nous avons jusque là insisté sur la perception entrepreneuriale du LBO et de ses effets, ce qui nous a permis de comprendre que l'entreprise est profondément remaniée par l'arrivée de la finance en son sein. Mais il s'agit aussi de comprendre comment le capital a vécu cette *empuissantisation* dont il a fait l'objet au cours des trente dernières années, pour découvrir où celle-ci a pris racine, et surtout explorer les arguments les plus importants avancés par les hérauts de la finance pour en évaluer la pertinence et surtout ce qu'ils cachent réellement. Ces arguments majeurs sont au nombre de deux : la fourniture de la *liquidité* à l'actionnaire sortant, et la gestion optimale du *risque* inhérent à un mécanisme LBO.

Au terme de cette analyse, nous tâcherons d'analyser différentes pistes pouvant représenter autant d'alternatives au LBO et à ce que l'on a convenu d'appeler le régime d'accumulation du capital à dominante financière dérégulée.

Partie 2. Le LBO vu par le capital

2.1. La contre-révolution monétariste

Indéniablement, les transformations structurales induites par le mécanisme du LBO dans l'entreprise sont édifiantes. Confiscation de l'intérêt social, mise sous pression de la communauté socio-productive afin de respecter l'échéancier du remboursement de la dette d'acquisition, crispation des relations humaines et omniprésence du stress, transformation d'un projet humain de long terme en machine à cash fonctionnant sur des logiques de cycles de cinq à sept ans... La conception de l'entreprise, le paradigme entrepreneurial a changé du tout au tout au cours des dernières décennies. Ceci étant dit, s'il est effectivement important de relever l'importance et la diversité des impacts des LBO sur l'entreprise, il est tout aussi vital de comprendre de quoi les LBO, et finalement le capital-investissement dans son ensemble, sont finalement le nom. D'où nous viennent-ils, eux qui jusqu'à l'orée des années 1980 étaient complètement inconnus au bataillon ? Comment sommes-nous passés d'un monde où les instruments et les marchés financiers étaient tout à fait rudimentaires et le financement se faisait essentiellement par le truchement du crédit bancaire à l'ancienne, à un monde où ils sont désormais sur-sophistiqués et omniprésents dans la vie économique des pays développés ? C'est une question qui mérite d'être posée, à l'heure où il semblerait que le financement de l'économie ne puisse se faire qu'à travers l'intervention des marchés financiers... On oublie trop souvent en effet que cette vérité absolue de l'économie n'est en réalité à l'ordre du jour que depuis quelques dizaines d'années. Il s'agit donc d'essayer de déceler les origines profondes de cette révolution intellectuelle pour comprendre *effectivement* de quoi nous parlons lorsqu'on lève le voile sur les LBO et leurs effets. Comme le disait Spinoza en son temps, « *tout ce qui a été fait peut être défait, à condition de comprendre comment ça a été fait* »¹⁰...

Les recherches et les entretiens renvoient ce *big bang* de la théorie financière à ce qu'il a été convenu d'appeler la contre-révolution monétariste. Qu'est-ce qui se cache derrière cette expression obscure ? Pour le savoir, il faut remonter à l'époque de la crise majeure connue par le monde industrialisé au cours des années 1970, avec la conjonction de ce qu'on a appelé le

¹⁰ Lordon F. (2006), *L'Intérêt Souverain*, La Découverte.

choc pétrolier¹¹ (accroissement brutal du cours du baril décidé par les pays membres de l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole (OPEP), suite à la guerre israélo-arabe dite de Kippour) et le ralentissement subit des gains de productivité de l'industrie, passés d'un rythme constant de 4 à 5% au cours des Trente Glorieuses à 1-2% à partir du milieu des années 1970. Plus généralement, nous avons là affaire à une véritable crise du régime d'accumulation fordiste, fondé sur un accroissement permanent de la productivité et sur une redistribution équitable des fruits de la croissance entre capital et travail de sorte à maintenir le pouvoir d'achat des ménages à flot et ainsi garantir des débouchés à la production.

Les conséquences économiques de cette crise ne se font pas attendre, qui vont se manifester à travers ce que l'on appelle maintenant la stagflation, savant mélange de stagnation de la richesse produite annuellement et d'inflation, à savoir augmentation excessive des prix des produits consommés par les ménages. Surtout, cette crise montrera les limites des politiques dites de relance keynésienne qui cherchent à re-dynamiser la demande intérieure et donc l'activité économique par l'intermédiaire de la dépense publique (grands projets d'infrastructure, recrutements et hausses de salaires dans la fonction publique, politique fiscale tournée vers la redistribution des richesses), mais qui n'ont finalement pas réussi à résoudre le problème de la stagnation économique et du chômage. Qui plus est, la conjonction de deux phénomènes tels que la récurrence des déficits publics et l'inflation tendent à corroborer la thèse selon laquelle le financement du déficit par création monétaire est à l'origine du phénomène inflationniste qui, *in fine*, érode le patrimoine des agents économiques et leur prélève du pouvoir d'achat.¹² En définitive, il semblerait que la politique monétaire (expansion de la masse monétaire dans le but de réactiver la machine économique) ne puisse avoir d'effets bénéfiques sur l'économie à long terme, mais uniquement des effets monétaires néfastes, car en augmentant la masse monétaire, les autorités font croire aux travailleurs que leur salaire réel a augmenté, ce qui les conduit à augmenter leur offre de travail. À court terme il y aura donc une diminution du chômage, mais rapidement les travailleurs s'aperçoivent que les prix ont augmenté en même temps, ils diminuent donc leur offre de travail.

C'est à partir de ces éléments que va se faire jour l'école de pensée économique des monétaristes de Chicago dont le chef de file sera Milton Friedmann, qui sera une source d'inspiration pour beaucoup de personnalités politiques à partir des années 1980.

¹¹ Bouvier G. et Pilaski C. (2008), *Soixante ans d'économie française : des mutations structurelles profondes* (http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?ref_id=ip1201)

¹² Lordon F. (2000), *Fonds de pension, pièges à cons ?*, Raisons d'Agir.

L'économiste Jacques Généreux résume assez bien la préoccupation centrale des monétaristes avec ces quelques mots :

« Les monétaristes redoutent qu'en dépit de son inutilité sociale la politique monétaire ne trouve une utilité politique perverse si on la laisse aux mains des gouvernements. En effet, la création monétaire peut constituer un moyen simple, trop simple, de financer des déficits publics, donnant l'illusion immédiate que la dépense publique ne coûte rien à la nation, tandis que l'accélération de l'inflation provoquée par l'excès de monnaie fera en réalité payer un impôt caché en ponctionnant le pouvoir d'achat des ménages. »^{13,14}

De ces considérations théoriques dérive la conclusion qui nous intéresse : l'offre de monnaie ne doit plus être aux mains de la puissance publique, qui doit s'en séparer pour laisser un banquier central s'en occuper en fixant des règles dans le marbre (si possible dans la Constitution) préconisant une évolution stable de l'accroissement monétaire qui doit suivre la croissance effective de la richesse produite par la nation. Progressivement, le monde développé va passer d'une logique de financement de l'économie par la création de monnaie au niveau bancaire (la banque émet un crédit non pas avec les dépôts accumulés au préalable, mais pas simple écriture comptable, ou création monétaire) à une logique patrimoniale ou financière : c'est désormais les agents financiers (notamment les investisseurs institutionnels : fonds d'investissement, fonds de pension, fonds mutuels, etc.) qui vont financer l'économie productive grâce à l'épargne accumulée par leurs soins, ce qui correspond assez bien à l'idée selon laquelle l'économie n'a pas vocation à être tirée par la création monétaire mais bien par le réinvestissement du patrimoine accumulé. On sait aujourd'hui que la création monétaire ne s'est pas arrêtée pendant les années 1980 : il a simplement été transféré de la puissance publique aux banques privées, qui ont donc été les principales responsables de la création d'un nombre sans précédent de bulles spéculatives dans l'univers des actifs financiers et des produits financiers dérivés (nous reviendrons à ce sujet plus loin), et *in fine* à la démultiplication de crises liées à des krachs boursiers partout dans le monde.

L'école de la Régulation, chapeautée par Michel Aglietta, va identifier dans cette évolution un changement de régime d'accumulation du capitalisme, qui passe de ce qu'il a été convenu d'appeler le régime d'accumulation fordiste au régime d'accumulation dit patrimonial ou financier, qui tient son nom de ce que la finance y tient désormais un rôle majeur, notamment aux États-Unis. Aglietta insiste ainsi sur la démocratisation des marchés financiers induite par

¹³Généreux J. (2001), *Les vraies lois de l'économie*, Seuil.

¹⁴Sapir J. (2003), *Les trous noirs de la science économique*, Points.

le rôle toujours plus important des fonds de pension¹⁵, qui seront talonnés par les fonds d'investissement spécialisés dans le *private equity*. Les ménages (surtout les plus fortunés, évidemment...) investissent leur patrimoine sur les marchés, encouragés par la puissance publique à grands coups d'incitations fiscales, et le voient s'accroître grâce aux tendances haussières de ces derniers. Même les ménages non-détenteurs d'actifs profitent de ce *boom* en associant la flambée des cours à une amélioration de la situation économique. Le cercle vertueux consommation-emploi-croissance est ainsi enclenché, validant *ex post* le pari haussier des acteurs du marché financier. L'investissement est quant à lui tiré par les profits eux-mêmes issus de la consommation des ménages. Au niveau du rapport salarial (rappelons-le, le rapport salarial est un des trois rapports sociaux constitutifs du capitalisme au sens de Karl Marx, avec le rapport de propriété et le rapport marchand), de nouveaux phénomènes apparaissent qui sont constitutifs d'une volonté collective de faire advenir la démocratie actionnariale, en alliant le capital au travail : stock-options, systèmes d'épargne retraite gérés par capitalisation, individualisation des rémunérations, réduction des protections collectives.¹⁶

Il est très important de noter la montée en puissance de ce que l'on appelle les investisseurs institutionnels, ces entités chargées d'accumuler et de gérer l'épargne des ménages et donc très demandeuses de titres financiers. Cette demande importante va venir alimenter la dynamique haussière et les revenus financiers (dividendes, plus-values de cession, etc.) vont pousser la consommation des ménages. Ce mécanisme génère de la croissance économique... sans inflation, en raison de la double contrainte actionnariale (il faut donner toujours plus aux actionnaires) et concurrentielle (il faut être aussi compétitif que les concurrents) qui est exercée sur les entreprises et induit une discipline importante dans la gestion des coûts de production, notamment la masse salariale qui doit être contenue autant que possible. Cette double contrainte combinée à l'évolution institutionnelle internationale (libéralisation commerciale et financière) fournit un cadre cohérent au régime d'accumulation patrimonial (par opposition au régime précédent dit fordiste, dans lequel les travailleurs salariés, à l'origine des gains de productivité observés, bénéficient d'une répartition favorable de la valeur ajoutée à travers des hausses de salaires constantes) issue qui va animer le capitalisme jusqu'à l'heure actuelle.¹⁷

¹⁵ Aglietta M. (1997), *Régulation et crises du capitalisme*, Odile Jacob.

¹⁶ Clévenot M. (2008), « Les difficultés à nommer le nouveau régime de croissance », *Revue de la Régulation* (<http://regulation.revues.org/7606>)

¹⁷ Lordon F. (2009), *La crise de trop*, Fayard.

Pour parler plus précisément du cas du capital-investissement, qui est celui qui nous intéresse ici, il se rapproche en vérité beaucoup de ce qui a été évoqué plus haut. Sa démocratisation provient directement des changements de régulation relatifs aux règles d'investissement des institutionnels (notamment les fonds de pension et les assurances), qui ont permis l'afflux massif de capitaux issus de l'épargne agrégée vers des activités telles que le capital-risque, à savoir l'investissement de capitaux dans des sociétés en plein essor. C'est aux États-Unis que le concept de capital-investissement naît et se développe, en raison notamment de deux évolutions réglementaires de taille. La première est l'émergence d'un format juridique (le *limited partnership*) adapté à la réunion de fonds destinés au capital-investissement en raison de la transparence fiscale qu'il garantit, et surtout la modification en 1978 du *Prudent Man Rule*, une batterie de dispositions législatives relatives au droit du travail qui constituaient autant de barrières à l'entrée pour les fonds institutionnels désireux d'investir leurs capitaux dans le capital-investissement. Plus tard, la révolution technologique fournira un cadre favorable à un ultérieur développement du capital-investissement, avec des sommes tout à fait considérables investies par des investisseurs institutionnels dans des entreprises œuvrant dans le domaine des nouvelles technologies de l'information et de la communication. Le capital-investissement sera d'ailleurs un des principaux responsables de la naissance d'une bulle spéculative qui se conclura à l'orée des années 2000 par ce qu'il a été convenu d'appeler la crise des valeurs dotcom ou crise Internet.¹⁸

Plus spécifiquement, le LBO se développe dès les années 1970 aux États-Unis, et il apparaît que cette modalité de reprise des entreprises par endettement ait eu pour origine les difficultés des grosses entreprises américaines de l'époque. En effet, celles-ci avaient toutes connu un développement suivant le modèle de la diversification et s'étaient transformées en conglomérats très rentables tant que la croissance était là, mais difficiles à gérer en période de crise. Dans ce contexte, le LBO facilitait ce que l'on appelle les opérations de *spin-off*, qui permettent à une société donnée de se débarrasser de ses filiales ou activités dites annexes, c'est-à-dire non liées à son cœur de métier. A noter que cette évolution procède également d'une volonté de rendre la société plus lisible pour les investisseurs, dans la mesure où, comme nous l'avons évoqué plus haut, le paradigme du financement par les marchés s'est progressivement imposé et exigeait des entreprises qu'elles soient faciles à appréhender et, partant, peu diversifiées. En effet, il est plus facile d'estimer la valeur de marché à un instant t pour une société mono-métier, s'adressant à une clientèle homogène et surtout plongée dans

¹⁸Conseil d'Analyse Économique, *Private equity et capitalisme français*, 2008 (<http://www.cae.gouv.fr/IMG/pdf/075.pdf>)

un contexte marchand prévisible (concurrence, réglementation, niveau de croissance, etc.). Eu égard à l'importance de l'opinion des investisseurs dans un monde comme celui du LBO, où il n'est question que de plus-value de sortie (cf. la partie suivante dédiée à la problématique de la liquidité), on comprend aisément que le *spin-off* ait été le mobile premier de développement du LBO.

Le second élément ayant joué en faveur de l'émergence du LBO est en réalité étroitement lié au premier : il s'agit de la performance estimée globalement insuffisante des managers au pouvoir dans les grandes entreprises, avec des taux de rentabilité des capitaux propres ne correspondant pas aux attentes d'un capital dont on aura compris qu'il est à cette époque en pleine phase d'*empuissantisation*, pour utiliser un terme propre au vocabulaire spinoziste et très prisé par Frédéric Lordon. Ainsi, l'argument fonctionne de manière assez simple : l'endettement massif servant à racheter des entreprises *via* LBO induit l'omniprésence d'une pression sur le manager et ses équipes, qui vont ainsi chercher à concrétiser au maximum le potentiel de l'appareil industriel ainsi que des ressources financières, humaines et matérielles de l'entreprise. En d'autres termes, c'est donc la logique de la carotte et du bâton qui est instituée par les apporteurs de capitaux, au motif qu'elle permet une meilleure mise en valeur de la société cible.

En définitive, l'on voit bien que le capital-investissement (pour ne pas dire la *finance*) en général et le LBO en particulier ne sortent pas de nulle part, mais qu'ils sont partie prenante d'une véritable révolution intellectuelle que les spécialistes d'histoire économique ont nommée *contre-révolution monétariste*, dont l'apport (bien qu'on puisse contester qu'il s'agisse là réellement d'un apport) principal est d'avoir repensé en profondeur le rôle de la monnaie, du crédit et de la banque (avec, rappelons-le, l'objectif de limiter au maximum l'inflation au niveau des biens de consommation et, partant, limitant l'offre de crédit direct aux entreprises et aux ménages) au sein de l'économie et surtout l'avènement de l'idée selon laquelle l'investissement doit désormais être financé par l'épargne amassée au préalable par des agents économiques. La déréglementation financière qui en a suivi a fourni un contexte favorable à l'avènement et au succès des fonds de gestion de l'épargne privée, notamment des fonds de *private equity* et plus précisément ceux qui sont spécialisés en LBO.

Ce retour historique (et théorique) est important pour comprendre que le virage pris par l'économie de l'ensemble des pays développés n'est pas le fruit du hasard ou une évolution immanente, inéluctable voire transcendantale des sociétés de ces pays. Pour parler en termes spinozistes, elle procède réellement d'une volonté de fournir un nouveau cadre institutionnel à l'organisation de la *violence politique* s'exerçant entre les deux groupes d'intérêt que sont le

capital et le travail, dont les forces conatives s'opposent quasiment par construction, et a fourni au premier tous les instruments lui permettant de faciliter son projet de « *se rendre maître de l'espace [économique] et à y déployer sa force (sa volonté de puissance) et à repousser tout ce qui résiste à son expansion.* »¹⁹

A qui doit-on ce virage idéologique majeur qui a refaçonné en profondeur l'identité-même des sociétés occidentales ? C'est là que le propos devient presque amusant. En effet, une évolution qui semble éminemment libérale (pour ne pas dire néolibérale) est en réalité essentiellement l'œuvre du Parti Socialiste français²⁰, qui a joué le rôle de catalyseur y compris dans le contexte de la construction européenne. La liste des épisodes assimilables à des avancées institutionnelles de la finance et imputables aux socialistes est tout à fait impressionnante. Le plus édifiant reste sans doute la loi de déréglementation des marchés financiers de 1986 présentée par Pierre Bérégovoy (alors ministre des Finances), abattant tous les obstacles à la circulation des capitaux (domestiques et étrangers) sur la Bourse de Paris et permettant à un investisseur de sortir du capital d'une entreprise aussi facilement qu'il l'a abordée. Au passage, soulignons aussi que l'arrivée massive des investisseurs institutionnels étrangers en France est essentiellement liée aux premières émissions d'Obligations Assimilables au Trésor (OAT), des obligations émises par le Trésor français et souscrites par des agents économiques privés. Le but de cette initiative est à l'époque de créer des titres d'une liquidité suffisante pour inciter des investisseurs institutionnels (américains notamment) à en prendre en portefeuille.

Cette initiative de déréglementation trouve un écho au niveau continental (car la déréglementation a bien pour propos d'être opérée sur la base internationale la plus étendue possible) à travers le sommet de Fontainebleau (1984) et l'Acte Unique (1986), ce dernier faisant de la question financière le domaine où la logique du grand marché européen a vocation s'appliquer de la manière la plus rapide et la plus intense. A ce propos, la directive Delors-Lamy (deux socialistes) datant de 1988 fixe 1990 comme l'année au terme de laquelle la pleine mobilité des capitaux au sein de l'UE mais aussi entre les pays membres de l'Union *et les autres* doit être réalisée (article 63 de l'actuel Traité de Lisbonne).

Très clairement, les socialistes ont donc œuvré de manière active pour faire de l'Union Européenne un pôle d'attraction pour les capitaux internationaux, en faisant du marché européen une sorte de terrain vague de la finance dépourvu de toute forme de protection juridique. L'apogée de la révolution intellectuelle vécue par le Parti Socialiste français reste

¹⁹ Nietzsche F. (1995), *La volonté de puissance*, Tel.

²⁰ Lordon F. (2009), *La crise de trop*, Fayard.

sans doute la proposition de la candidate Ségolène Royal en 2007, proposant le développement d'un gigantesque fonds de pension collectif car « *c'est la manière dont [elle] envisage le financement des retraites aujourd'hui* ». Mais l'on peut aussi évoquer les régimes fiscaux plus que généreux accordés aux stock-options (Strauss-Kahn, 1998) ou la promotion de l'épargne salariale, à l'origine du développement des investisseurs institutionnels français (les PPESV – Plans Partenariaux d'Epargne Salariale Volontaire – de Laurent Fabius en 2001). Indéniablement, s'il faut désigner un responsable de la contre-révolution monétariste et de la déréglementation financière en France, il s'agit bien du Parti Socialiste.

2.2. La question de la liquidité

Après avoir recensé et catégorisé les principaux impacts concrets du mécanisme des LBO sur le fonctionnement des entreprises, nous avons fait un retour historique au cours de la partie suivante et avons essayé de lever le voile sur les raisons qui ont permis à la finance de s'imposer comme nouveau paradigme économique à partir des années 1970. Nous allons maintenant essayer de creuser davantage le concept de *conatus* du capital pour réinterpréter la financiarisation (et le LBO en particulier) à l'aune des apports de la pensée spinoziste. Qu'est-ce que le *conatus* du capital, que recherche-t-il et quels sont les instruments que la financiarisation ont mis au service de sa puissance ?

Comme nous avons vu en introduction du présent travail, le capital peut être considéré comme étant collectivement animé par un *conatus* (rappelons-le, le *conatus* est « *l'effort par lequel une chose quelconque agit ou s'efforce d'agir* ») ou volonté de puissance. La référence au *conatus* tire sa pertinence du fait que la caractéristique fondamentale du capital, comme toute forme conative au sens de Spinoza, est qu'il tend à se déployer sans se fixer de limites. Il est une « *finalité sans fin* ». En effet, le capital n'a-t-il pas vocation à être investi pour permettre d'en accumuler encore plus, et ce sans autres limites que celles fixées par les unités productives ou la loi ? A ce titre, nous pouvons considérer que Marx avait bien cerné le projet d'expansion infinie de l'être du capital, lui qui avait souligné que « *la circulation de l'argent comme capital possède (...) son but en elle-même ; car ce n'est que par ce mouvement toujours renouvelé que la valeur continue à se faire valoir.* »²¹ Le mouvement du capital n'a

²¹ Marx K. (1982), *Le Capital*, Éditions du Progrès.

donc pas de limite, il a vocation à s'accumuler indéfiniment et ce jusqu'à ce que des résistances le briment dans son expansion sans fin.

Ceci nous amène à nous interroger sur les instruments qui permettent à celui-ci d'imposer son objet de désir aux autres corps auxquels il est confronté, et en particulier le corps du travail. Il peut sembler un peu schématique de rassembler des réalités aussi hétérogènes que celles des cadres et des ouvriers dans un seul et même groupe social, mais c'est pertinent au sens où le groupe social des travailleurs salariés peut être considéré, *en dernière analyse*, comme ayant les mêmes intérêts fondamentaux. En effet, ce n'est pas tout d'affirmer la nature éminemment conative du capital, encore faut-il mettre en évidence les instruments qui lui permettent de se manifester très concrètement à la face du monde et aux dépens des autres groupes d'intérêts avec lesquels il peut entrer en conflit dans la poursuite de son objet de désir qui est, rappelons-le, sa propre expansion à l'infini.

Indéniablement, le régime d'accumulation fordiste avait grandement limité les marges de manœuvre du capital et réduit grandement son aptitude à dicter sa loi en imposant ses conditions aux travailleurs. Pour être plus précis, la réglementation extrêmement stricte concernant les délocalisations et la libre circulation des capitaux ainsi que les barrières douanières emprisonnaient de facto le capital dans un carcan qui empêchait que celui-ci n'impose ses objectifs propres et puisse passer d'une entreprise à l'autre *ad libitum* ou même s'adonner à des opérations spéculatives, en fonction du sacro-saint taux de rentabilité qui lui était promis par telle ou telle activité.²² Ainsi, la communauté européenne n'autorise la libre circulation des capitaux que depuis 1988 et la directive 88/361 libérant les opérations monétaires ou quasi-monétaires, cette directive s'étant ensuite transformée en article 63 du TFUE (Traité de Fonctionnement de l'Union Européenne) interdisant toute restriction aux mouvements de capitaux entre les États membres et aux paiements entre États membres et pays tiers. De même, le GATT (*General Agreement on Tariffs and Trade*, ancêtre de l'Organisation Mondiale du Commerce) et des accords multilatéraux tels que l'AMI (Accord Multilatéral sur les Investissements) qui ont considérablement réduit les obstacles posés au libre-échange commercial et la libre circulation des capitaux à l'échelle mondiale, n'ont induit de réels changements qu'au sortir des années 1970. Enfin, la déréglementation des marchés financiers dans tous les pays développés (1986 en France, sous le fêrule du ministre des finances Pierre Bérégovoy) a fini de faire passer le monde de la logique du compromis fordiste, où le capital industriel avait la part belle mais était contrebalancé par des structures institutionnelles le contraignant à impliquer de manière considérable le travail dans le partage

²² Lordon F. (2012), *Capitalisme, désir et servitude*, La Fabrique.

de la valeur ajoutée, à la logique néolibérale dans laquelle c'est désormais la déréglementation à tous crins qui devient le cheval de bataille des décideurs.

Aujourd'hui, les choses ont ultérieurement évolué et le monde a globalement avancé dans le sens d'une libération quasi-complète du capital. Le tournant néolibéral des années 1970 y est évidemment pour beaucoup qui a imposé le concept de *mondialisation* à la face du monde, ce processus de déréglementation du plus grand nombre de secteurs possibles sur la base internationale du plus grand nombre de marchés possibles. Aujourd'hui, le capital circule comme bon lui semble sans être freiné aux frontières et sans s'engager sur des durées de temps trop longues aux côtés d'un entrepreneur ou d'une quelconque entité en besoin de financement. L'image d'Épinal de cette liberté de circulation des capitaux est sans doute constituée par le développement des marchés financiers, notamment les marchés action sur lesquels s'échangent les titres adossés à des entreprises ayant fait appel public à l'épargne, et sur lesquels le temps moyen de détention des titres est en moyenne de 6 minutes désormais. Et nous arrivons là à l'élément central qui a permis l'établissement d'un rapport de force favorable au capital : il s'agit de la *liquidité*.

Comment définit-on la liquidité ? Il s'agit de l'aptitude donnée à un instant t au détenteur d'un actif donné (financier, immobilier ou autre) de le céder sans que cela n'ait d'effet majeur sur les prix. Pour utiliser une analogie, la liquidité est comparable à une propriété de dilution, au sens où elle est la mesure du niveau d'impact d'une rencontre entre l'offre et la demande d'un actif donné sur l'ensemble du marché, niveau d'impact qui se mesure évidemment par la variation du prix subséquente.²³ D'après la théorie financière, c'est l'élément *central* permettant de faire la différence entre un bon et un mauvais marché : quelle possibilité donne-t-on à l'investisseur de pouvoir se retirer sans conséquences et retourner au cash en cédant ses actifs ? La notion de liquidité est tout à fait cruciale pour comprendre les évolutions macro-économiques connues par le monde au cours des dernières décennies. Ainsi, comme le souligne Jacques Sapir²⁴, la loi de 1973 instituant l'indépendance de la Banque de France vis-à-vis du Trésor public et, introduisant donc le financement *privé* des déficits de l'État n'avait pas pour vocation première de juguler l'inflation (c'était une motivation importante et ouvertement revendiquée par le président français de l'époque, Valéry Giscard d'Estaing) mais bien de rendre plus liquide le marché interbancaire en lui fournissant des actifs relativement peu risqués permettant donc de solidifier leurs bilans, ce qui a le mérite de

²³ Lordon F. (2010), « Instabilité boursière, le fléau de la cotation en continu », *Le Monde Diplomatique*, 2010 (<http://blog.mondediplo.net/2010-01-20-Instabilite-boursiere-le-fleau-de-la-cotation-en>)

²⁴ Intervention de Jacques Sapir sur BFM Business le 7 mai 2012 (http://www.youtube.com/watch?v=smHrVc3_JbA)

renforcer la confiance sur le marché et, *in fine*, de fluidifier les échanges. De même, et pour utiliser une autre analogie, les appels à la déréglementation, notamment sur le marché du travail, ont principalement vocation à flexibiliser et donc *fluidifier* ledit marché en permettant l'embauche et le licenciement pratiquement *ad libitum*, en fonction du bon vouloir de l'employeur.

Qu'on ne s'y trompe pas, la liquidité est plus qu'une caractéristique parmi d'autres du capitalisme néolibéral à dominante financière : elle est un *paradigme*, une vision du monde (économique)²⁵. Un dernier exemple marquant est le projet socialiste de loi de séparation bancaire actuellement en discussion au Parlement : en effet, les dirigeants des grandes banques françaises insistent sur l'importance de ne pas les empêcher d'intervenir sur les marchés financiers en raison de leur aptitude à y assurer la liquidité en jouant le rôle de teneur de marché (*market maker* en anglais, se dit de l'agent pouvant proposer à tout instant un prix à l'achat et à la vente pour les titres échangés sur un marché donné), ce qui permet très concrètement à tout vendeur potentiel de vendre ou à tout acheteur potentiel d'acheter...

En termes spinozistes, la liquidité correspond sans doute à l'élément décisif qui a permis au *conatus* du capital de déchaîner sa puissance pronatrice. En effet, il introduit un paradigme nouveau dans lequel le critère clé en fonction duquel un marché sera considéré comme performant sera son aptitude à se plier au bon vouloir du capital, à le laisser aller et venir comme bon lui semble sans lui opposer une quelconque résistance. Car c'est bien de cela qu'il s'agit : le paradigme de la liquidité est avant tout le paradigme de la *défausse*.²⁶ Le marché liquide est avant tout celui sur lequel aucune forme d'engagement n'est imposée à l'apporteur de capital, qui n'est plus contraint de rester collé à un actif quelconque car il peut à tout moment trouver un acheteur ou, a contrario, réussir à trouver un vendeur. Nous sommes là en présence de la caractéristique phare du capital moderne, qui lui permet de poursuivre son propre objet de désir (la recherche de la plus-value) sans *rien* concéder aux entreprises en termes d'engagement sur le long terme. Évidemment, la conséquence au niveau de la convergence des intérêts du capital et de l'entreprise ne peut qu'être négative : en effet, dans un paradigme de la liquidité, le capitaliste ne recherche plus la plus-value à travers la mise en valeur économique de la communauté socio-productive qu'est l'entreprise (cela, le capital *industriel* de l'époque fordiste, qui se finançait du crédit bancaire assez rudimentaire, le garantissait), mais bien à travers la perception que se font les autres investisseurs de la valeur de ses titres à l'instant t. Au passage, nous noterons à quel point l'avènement de la société

²⁵ Lordon F. (2009), *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières*, Raisons d'agir.

²⁶ Lordon F. (2012), *Capitalisme, désir et servitude*, Éditions La Fabrique.

commerciale comme personne morale a joué le rôle de puissant catalyseur de la liquidité : il est en effet beaucoup plus facile de se transmettre du papier-monnaie (ce que l'on appelle les titres de propriété) que du capital industriel et l'ensemble des ressources matérielles, financières et humaines y afférentes. Nous sommes là pleinement dans la logique de la rationalité mimétique : ce qui compte aux yeux des détenteurs de capitaux n'est plus la valeur ajoutée économique et les fondamentaux d'une entreprise (chiffre d'affaires, carnet de commandes, base clients, etc.), mais bien l'idée que se font les autres agents présents sur le marché de la valeur du papier-propriété ! S'en suit donc logiquement une prise de distance d'avec la réalité de l'entreprise, qui passe paradoxalement au second plan. On le voit, le paradigme de la liquidité introduit un changement extrêmement important dans la manière de *penser* l'entreprise. On ne peut à ce titre que souscrire aux propos d'André Orléan²⁷, économiste qui s'inspirait lui-même de Keynes pour dire que la liquidité est une propriété éminemment *anti-sociale*. Elle est une demande d'autorisation à ne pas s'engager et à pouvoir fuir au moment où on le juge pertinent sans avoir à rendre de comptes à qui que ce soit. C'est la possibilité d'apporter ses capitaux tout en pouvant les retirer à tout instant.

Dans le contexte des LBO, la liquidité est certainement un des principaux chevaux de bataille de ses défenseurs (les fonds d'investissement spécialisés dans le capital-transmission, les dirigeants vendant leur entreprise). Ceci étant dit, il faut préciser le propos car il pourrait sembler contradictoire qu'une opération imposant tout de même plusieurs années d'engagement du fonds d'investissement aux côtés de l'entreprise cible (avant d'en ressortir en vendant sa participation à un autre acteur, moyennant une plus-value le plus souvent non négligeable). En effet, la liquidité telle qu'elle se manifeste dans le monde de la Bourse (où les titres changent de mains à peu près toutes les 6 minutes) n'est pas tout à fait la même que celle du monde de la *private equity*, et plus précisément celui du LBO. Ici, il s'agit de comprendre la liquidité comme capacité donnée à un actionnaire sortant de se défaire de ses titres au moment où il estime que l'heure est venue de revendre ses parts et de quitter le bateau. En effet, il est une situation inextricable dans laquelle les PME se retrouvent coincées systématiquement lorsque le dirigeant-fondateur décide de prendre sa retraite et de réaliser une plus-value sur les titres qu'il possède. Que ce soit dans la logique d'une transmission familiale à un de ses descendants ou éventuellement de la cession plus classique à une personne physique ou morale intéressée, il est tout de même assez rare que les fonds propres de l'acheteur suffisent à couvrir le prix demandé par le vendeur. Ainsi, l'utilisation massive de l'endettement par l'intermédiaire du LBO permettra d'atteindre la taille critique nécessaire

²⁷ Orléan A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob.

au rachat des titres de l'actionnaire sortant, qui aura ainsi pu retourner au cash : c'est en ce sens que le LBO est un montage œuvrant dans le sens d'une fluidification des transmissions de parts sociales d'entreprises non cotées en Bourse.

Aussi, il n'est pas surprenant qu'au cours de nos études terrain, la réponse la plus fréquente à la question « *Pourquoi avez-vous opté pour le LBO ?* » soit : « *Parce que je n'avais pas d'autre solution* ». Dans le cas de M. ZI, actionnaire actuel de la société A, la situation était en effet typique de l'illiquidité: le premier était en effet détenteur avec deux autres actionnaires de 100% des titres et ses associés ont un jour décidé de vendre leurs parts pour sortir du capital et partir à la retraite. Désireux de rester propriétaire de ses parts mais incapable de racheter celles de ses associés à la valeur de marché, il n'a donc eu d'autre choix que de faire appel à un fonds d'investissement spécialisé dans le LBO pour reprendre les parts desdits associés et ainsi satisfaire tout le monde... Du moins du côté du capital ! En effet, rappelons-nous qu'il s'agit ici de décisions qui sont prises sans consulter les salariés qui, dès lors, se limitent à prendre acte de l'évolution de l'actionnariat (et le cas échéant, en subir les conséquences). Nous retrouvons la même situation dans le cas de M. ED, actuel PDG de la société P découverte au cours de mon expérience académique à HEC : c'est son père qui détenait la totalité des parts et désirait la transmettre à son fils tout en s'assurant une solide plus-value lui permettant de prendre sa retraite. Encore une fois, M. ED ne disposant pas des fonds nécessaires au rachat des parts, il a dû faire appel à un montage LBO qui a donc garanti *la liquidité* des parts détenues par le père de M. ED : le *holding* créé *ad hoc* a racheté une proportion du capital en finançant le rachat par un recours massif à l'endettement, et le fils a donc repris les parts restantes pour s'assurer une place au conseil d'administration et aussi une fonction exécutive, allant plus loin que les fonds d'investissement qui se mêlent rarement de gestion opérationnelle. Là encore, les salariés de l'entreprise n'ont pas eu leur mot à dire... Enfin, M. RG désireux de devenir chef d'entreprise en rachetant une société déjà existante, s'est retrouvé dans la même situation : comment racheter une entreprise avec des fonds propres (son épargne propre, en fait) insuffisants ?

On le voit, le LBO est souvent décrit par les dirigeants des entreprises comme étant un passage obligé. « *Je n'avais pas le choix* », « *Mes moyens étaient insuffisants* »... En l'occurrence, le caractère incontournable de l'opération est bien entendu lié à la *liquidité* des titres de l'entreprise concernée, dont l'actionnaire sortant ne veut souvent pas donner les clés à n'importe qui et désire dans le même temps réaliser une plus-value qu'il considère comme étant légitime. La solution pour laquelle optent donc un nombre croissant de dirigeants, à savoir celle de faire appel à un fonds d'investissement a priori neutre en termes de gestion

opérationnelle et apte à mettre sur la table les capitaux nécessaires au rachat des actions (bien que ses fonds propres *à lui* soient largement minoritaires), permet en général à la personne dont le dirigeant sortant souhaite qu'elle prenne le relais de n'acheter qu'une part tout à fait minoritaire du capital et de devenir *de facto* le seul maître à bord, à condition évidemment de satisfaire les exigences du montage en termes d'échéances financières (le remboursement de la dette). En effet, le fait d'être le seul actionnaire réellement concerné par la gestion opérationnelle de l'entreprise lui garantit d'occuper les fonctions exécutives les plus élevées et, partant, d'être le décideur.

Si l'on voit évidemment l'intérêt de cette *liquidité* pour le dirigeant sortant et celui qui veut prendre sa place, elle n'est pas sans poser de problèmes conceptuels majeurs, au-delà même du principe démocratique qui voudrait que les salariés d'une entreprise soient consultés avant qu'une décision aussi lourde de conséquences (pour eux, car c'est bien avec leur travail que la dette pourra être remboursée... !). En effet, au niveau des fonds d'investissement, le mot d'ordre (et ceci est bien compréhensible, encore une fois) reste la maximisation de la plus-value de sortie afin de satisfaire les clients dont on gère les fonds car le secteur étant extrêmement concurrentiel, il faut faire mieux que les autres institutions pour ne pas voir la masse de capitaux gérés fondre comme neige au soleil. Or la contrainte temporelle (rappelons-le, les fonds s'engagent souvent pour une durée n'excédant pas 5 ans) implique que la plus-value ne se fait plus en réinvestissant patiemment les profits générés dans le but de gagner en productivité et d'assurer une croissance de long terme à l'entreprise, mais bien en convainquant les potentiels repreneurs de la qualité du papier-propriété qu'elle détient. En d'autres termes, le regard des fonds d'investissement n'est pas tourné vers les entreprises, *ils se regardent entre eux*.²⁸ Là où le capital industriel pouvait tergiverser avec la maximisation immédiate du profit/plus-value pour viser une expansion de long-terme en lien avec la valeur ajoutée économique (et partant, sociale) de l'entreprise, le capital financier est engagé dans une perpétuelle course contre la montre, menacé par l'épée de Damoclès représentée par l'endettement massif et contraint de garantir des taux de rendement élevés à ses clients : comment son attention pourrait-elle se détourner du jugement porté par les *autres* acteurs du marché sur les titres qu'il détient ? Dès lors, tous les investisseurs (même s'il n'y a pas d'investissement au sens littéral du terme ici, puisqu'on parle de *rachat* de titres déjà existants) ne sont intéressés que par le prix supposé de leurs actifs, donc à l'avis des acheteurs

²⁸ Lordon F., « Instabilité boursière, le fléau de la cotation en continu », *Le Monde Diplomatique*, 2010 (<http://blog.mondediplo.net/2010-01-20-Instabilite-boursiere-le-fleau-de-la-cotation-en>)

potentiels quant à la valeur supposée desdits actifs, ce qui a pour effet d'introduire la *spéculation* de manière massive dans la stratégie des fonds.

Étymologiquement parlant, le terme de spéculation provient du latin *speculum*, qui veut dire miroir. Ce terme reflète exactement l'idée que nous nous sommes efforcés de véhiculer à travers les lignes précédentes. Le fonds d'investissement a un comportement fondamentalement *spéculatif* dans le sens où son objectif n'est pas l'accumulation du capital en concrétisant le potentiel de l'appareil productif d'une entreprise (à travers éventuellement des investissements consistants et, partant, une certaine tolérance aux taux de rentabilité des fonds propres assez élevée) se manifestent par des résultats objectifs (chiffre d'affaires, résultats opérationnel et net, emploi, etc.), mais bien tirer profit d'un accroissement de la valeur du papier-propriété qui est, elle, affaire de *croyance collective* de la communauté des capitalistes. Cette déformation du regard financier, l'illustre économiste John Maynard Keynes l'avait parfaitement saisie qui la comparait de manière brillante à un concours de beauté au cours duquel il était demandé aux votants de sélectionner non pas la femme dont ils considéraient qu'elle était la plus belle, mais celle dont *les autres votants* considéraient qu'elle était la plus belle. Comme dans le cas financier, l'attention des votants est infiniment moins centrée sur les femmes présentes sur le podium que sur les autres votants, dont il faut essayer de comprendre ce qu'ils pensent... Or eux-mêmes cherchent précisément à comprendre ce que je pense que je pense ! On le voit, on entre là dans une logique sans fin et celle-ci est précisément induite par le concept de liquidité.

Fondamentalement, on voit que le corrélat de la liquidité, à savoir la spéculation, implique une nouvelle façon de voir le monde dans laquelle tout est avant tout affaire de *croyances* : croyance que des sociétés Internet sans clients, sans profits et sans chiffre d'affaires sont l'avenir, croyance que le marché immobilier va continuer de croître *ad vitam aeternam*, etc. Les exemples cités ne sont évidemment pas innocents et ont vocation à introduire la conséquence logique d'une telle approche, à savoir la démultiplication des phénomènes de bulle spéculative. En effet, des effets de mode se font jour dès lors que les acteurs du monde de la finance ne sont plus guidés et motivés que par le comportement de leurs concurrents (qui sont en fait leurs acolytes, mais passons) et de manière cyclique, l'on voit que des marchés ou des secteurs donnés font l'objet d'emballlements collectifs qui font s'envoler les valeurs des produits qui s'échangent sur ceux-ci : l'envolée du cours de bourse des compagnies Internet à la fin des années 90 et la frénésie autour des dérivés de crédits hypothécaires de type *subprimes* dans la période 2004-2008 ont ceci en commun qu'ils ont été rendus possibles non pas par les fondamentaux économiques mais bien par la communion des institutions

financières dans la croyance que ces marchés pouvaient effectivement permettre de matérialiser le miracle des rentabilités financières indéfiniment croissantes conjuguées à l'absence de risque. Évidemment, ces phénomènes de mode ne viennent pas de nulle part et sont toujours induits par un environnement favorable : bénédiction du monde académique, assentiment des agences de notation et des analystes financiers, blanc-seing des banques (y compris les banques centrales) qui se matérialise à travers une politique monétaire généreuse... Tous ces acteurs, qui ont évidemment intérêt à ce que les échanges se développent à outrance, vont contribuer à faire émerger les phénomènes de bulle en produisant de puissants mécanismes incitatifs. A titre d'exemple, les agences de notation américaines (Moody's, Fitch, Standard and Poor's) ont systématiquement accordé la meilleure note possible (AAA) aux produits financiers issus des créances immobilières titrisées qui ont plus tard donné la crise des *subprimes*, garantissant donc leur parfaite fiabilité et l'impossible défaut de paiement... Or on sait bien que c'est justement tout le contraire qui s'est produit, dans la mesure où la quasi-totalité de ces produits se sont avérés être hautement toxiques et ont été à l'origine de la chute de Lehman Brothers et de la quasi-matérialisation du risque systémique à l'échelle mondiale (effondrement de l'ensemble du secteur bancaire).

Qu'en est-il au niveau des LBO ? Eh bien c'est également un marché sur lequel le mécanisme de la bulle spéculative s'est développé de manière assez impressionnante, et on le comprend : les promesses de rentabilité faites aux acteurs du marché n'ont pas manqué d'attirer l'intérêt des acteurs du marché et de ceux gravitant autour, avec pour conséquence d'inciter à un emballement collectif autour de ces opérations. On retrouve ici tous les ingrédients évoqués plus haut, notamment la bénédiction du monde des économistes en la personne notamment d'Elie Cohen, directeur de recherche au CNRS qui n'a pas manqué de souligner à quel point le mécanisme des LBO était « *sain* » et apportait plus que la Bourse selon la technique capitaliste de la « *destruction créatrice* »²⁹, et plus généralement du Cercle des Économistes, ce cercle de réflexion regroupant des économistes et universitaires de renom et ayant pour but d'ouvrir le débat économique au grand public. On retrouve également l'avis favorable prononcé par les institutions chargées de la surveillance et la gestion du risque (souvent des départements internes aux banques créancières, mais également les agences de notation) et le soutien prononcé des institutions bancaires, comme le prouvent les témoignages de salariés des fonds d'investissement qui reconnaissent que « *les banques [leur] prêtent tellement d'argent qu'il faut bien l'investir quelque part* ». Les mêmes causes

²⁹ Mezzi D. (2006), « Danger d'Infection », *Rouge Hebdo*, (<http://orta.dynalias.org/archivesrouge/article-rouge?id=3145>)

entraînant toujours les mêmes effets, tous ces éléments ont évidemment encouragé l'ensemble des acteurs à monter des opérations toutes plus risquées les unes que les autres, avec un recours à l'effet de levier qui est devenu, à la veille de la crise des *subprimes*, tout à fait impressionnant et invraisemblable. Les experts du domaine ont tous à l'esprit l'exemple de la société de distribution de pièces détachées automobiles Autodistribution, rachetée par le truchement du LBO en 2006 par le fonds d'investissement de Bahreïn InvestCorp à un prix exorbitant de 650 millions d'euros... Dont 550 millions d'endettement ! Le capital de la *holding* créée *ad hoc* était donc composé à 85% par de l'endettement... Pour information, la société, qui a frôlé la faillite, a été rachetée en 2009 par un autre fonds d'investissement britannique, TowerGroup, à un prix d'à peine 86 millions d'euros, soit moins de 15% de sa valeur trois ans auparavant... On le voit, cette communion laïque du capital autour de croyances ayant tout du mythe (ici, « *le LBO offre des rendements d'exception moyennant un risque toujours gérable* ») finit par avoir des effets saisissants sur la perception d'un marché – ici celui des entreprises- et qui sont par ailleurs totalement en décalage avec les fondamentaux économiques.³⁰

Par-delà la récurrence de la spéculation induite par la liquidité, il est un autre élément assez frappant qu'il faut souligner également le caractère paradoxal de cette caractéristique, d'autant plus qu'elle est absolument évidente dans le cas du LBO. En effet, le bon sens voudrait que l'argument de la liquidité concerne des entreprises dont les titres sont difficilement cessibles en raison de l'état de santé de l'entreprise : en effet, on comprendrait qu'une entreprise ne réussissant pas à dégager des marges suffisantes et avec des perspectives d'avenir sombres ne soit pas à même d'attirer de potentiels repreneurs (ou même des banques) ... Or dans le cas du LBO, les fonds d'investissement insistent précisément sur le fait qu'il n'est réalisable que si l'entreprise cible dégage un *cash flow* particulièrement élevé et fait des résultats très importants ! En d'autres termes, l'ensemble des acteurs financiers qui sont du côté du rachat font de la (très) bonne santé financière de l'entreprise une condition *sine qua non* à la réalisation de l'opération, ce qui par ailleurs est tout à fait compréhensible eu égard à la pression dont les finances de l'entreprise vont faire l'objet pour le remboursement de la dette ! A cet égard, le cas de la société AT dirigée par M. ZI est tout à fait édifiant : en effet, on parle là d'une société qui s'est spécialisée d'entrée de jeu dans un métier sur lequel elle n'avait aucun concurrent jusqu'en 2009 (la diffusion de documents pour les avocats) et réalisait des résultats excessivement bons, ce qui a d'ailleurs poussé le fonds d'investissement N qui

³⁰ Lapoix S., « LBO, première explosion avant le krach », *Marianne*, 2009 (http://www.marianne.net/LBO-premiere-explosion-avant-le-krach_a177234.html)

l'avait rachetée, à se reposer sur les lauriers qui lui étaient garantis par AT (réaction logique à la crise des *subprimes* qui a occasionné pour ledit fonds une perte de repères assez majeure) et à sous-estimer le risque de voir arriver des concurrents qui pourraient menacer les marges faramineuses de la société.

Dans une autre configuration, il est donc certain que les entreprises concernées par les opérations de LBO seraient susceptibles d'intéresser bon nombre de repreneurs... Notamment les salariés qui, eux, sont directement concernés par sa pérennité, même si elle doit passer par des investissements lourds et éventuellement des résultats moins ambitieux par moments. Évidemment, le principal obstacle à cette autre configuration est que le LBO a permis aux actionnaires de PME de réaliser des plus-values tout à fait extravagantes, en faisant au passage le bonheur des fonds d'investissement dont la mise en fonds propres est minime (et dont la rentabilité des capitaux propres assurée) et des banques, dont on verra ensuite qu'elles peuvent de cette façon accroître leurs profits (elles prêtent des sommes déjà conséquentes, à des taux qui sont en plus assez élevés, notamment dans le cas de la dette *mezzanine*, qui est celle qui est remboursée dans un second temps, jouissant d'un rendement plus élevé mais est donc plus risquée...) tout en se débarrassant du risque par une série de montages financiers, notamment *via* la *titrisation* et le recours aux dérivés de crédit, deux mécanismes sur lesquels nous reviendrons plus loin. Assurément, l'on retiendra donc que l'argument de la liquidité a tout du parapluie pour beau temps, dans le sens où ceux qui l'apportent ne visent que des entreprises très saines et, partant, tout à fait désirables, et surtout parce que celle-ci disparaît au moment-même où on en aurait le plus besoin, c'est-à-dire en pleine période de crise (en 08-09, celle des *subprimes*) et quand il devient compliqué de trouver une solution de sortie pour un actionnaire donné...

Indéniablement, le paradigme de la liquidité a donc permis au capital de façonner le monde de l'entreprise à sa manière, en l'adaptant à son regard friand de flexibilité, d'adaptabilité et de standardisation. Pour revenir à Spinoza, il semble clair à l'aune de notre analyse que la liquidité est un élément tout à fait central dans la mise à disposition du *conatus* du travail au service de celui du capital dans la poursuite de son propre objet de désir, à savoir la maximisation de la rentabilité des capitaux investis. Le néolibéralisme a ceci de particulier qu'il a en effet pour projet de mettre fin à toute forme de réticence de la part du *conatus* du travail, de le *colinéariser* totalement afin de rendre l'enrôlement aisé et surtout d'étendre *ad infinitum* son pouvoir. L'entreprise est mise au service du capital et devient un moyen pour lui d'atteindre ses objectifs de puissance, de se maintenir et de s'accroître. Dans le cas spécifique du LBO, le capital, ou plutôt l'*épithumè* (tu terme grec *thumos*, qui signifie âme ou

animation) capitaliste pour utiliser un vocabulaire appartenant à Michel Foucault³¹, se manifeste aux agents économiques qui lui sont subordonnés (les travailleurs, donc, et de manière plus générale la communauté socio-productive qu'est l'entreprise) *via* des affects de peur, ce qui veut dire que leur motivation (du latin *motus*, mouvement) est avant tout liée à la volonté d'éviter le dépôt de bilan qui est menace de se matérialiser à tout instant si les échéances de remboursement ne sont pas satisfaites. En d'autres termes, c'est vraiment la crainte d'être empêché dans la reproduction matérielle de sa « *vie nue* » qui va désormais mettre le corps salarial en mouvement, et la volonté d'éloigner l'affect triste qui serait lié à l'impossibilité de « *boire, manger, se loger, s'habiller et quelques autres choses encore* »³², comme le disait en son temps Karl Marx...

Le cas des LBO est à cet égard édifiant, qui a réussi à transformer des PME pour l'essentiel familiales, donc des projets s'inscrivant dans le très long terme, en des structures dont la vocation est d'exister par cycles de 2 à 5 ans successifs, sans réelle possibilité de se projeter au-delà et de penser la pérennité de l'entreprise. S'il est vrai que Keynes disait (à juste titre, d'ailleurs !) qu'à long terme, « *nous sommes tous morts* », il est tout aussi vrai qu'un peu plus de long-termisme ne ferait pas de mal à des structures socio-productives dont la nature-même est d'être pensées pour durer et persévérer dans l'être.

2.3. La question du risque

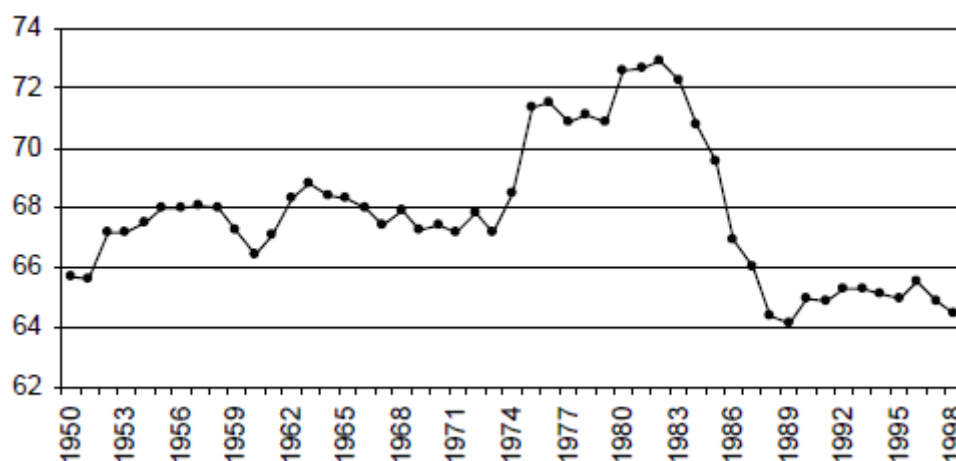
La question de la liquidité amène logiquement celle du risque et de sa gestion dans la nouvelle configuration institutionnelle représentée par le néolibéralisme. En effet, les mécanismes spéculatifs systématisés par la recherche de la liquidité de la part des investisseurs et autres acteurs des marchés financiers induit évidemment une démultiplication des risques d'éclatement des bulles, qui font brutalement chuter le marché et ramènent tout le monde sur terre après l'euphorie généralisée, avec un retour des produits échangés à des valeurs extrêmement modestes (rappelons ici le cas de la banque d'investissement américaine Citigroup, dont le cours de Bourse est passé de 557 dollars en décembre 2006 à 15 dollars en février 2009... Soit une perte de valeur de 93% ! Difficile d'expliquer cette chute autrement que par l'éclatement d'une bulle spéculative...). Évidemment, ceci n'est pas sans poser quelques soucis. L'instabilité désormais omniprésente car consubstantielle de la flexibilité est

³¹ Lordon F. (2012), *Capitalisme, désir et servitude*, Éditions La Fabrique.

³² Marx K. et Engels F. (1976), *L'idéologie allemande*, Broché.

aussi porteuse de risques, car la destruction de valeur induite par un éclatement de bulle n'est pas négligeable et doit bien être supportée par un apporteur de capital ayant parié sur les valeurs qui sont désormais en train de s'effondrer...

D'autre part, un autre risque plus général et tout aussi important et consubstantiel du néolibéralisme est celui qui est lié à l'omniprésence depuis les années 1970 de l'endettement privé. En effet, comme le souligne brillamment Christophe Ramaux³³, l'un des piliers du régime néolibéral d'accumulation du capital est la pression sur les salaires (notamment les *bas salaires*), restés dramatiquement bas depuis le tournant du début des années 1980. C'est ce que Frédéric Lordon a nommé le capitalisme de basse pression salariale. Thomas Piketty, économiste spécialiste des questions fiscales françaises, le prouve avec l'effondrement de la part salariale dans la valeur ajoutée brute des entreprises depuis 1983 et le fameux tournant de la rigueur pris par le gouvernement Mauroy³⁴ :

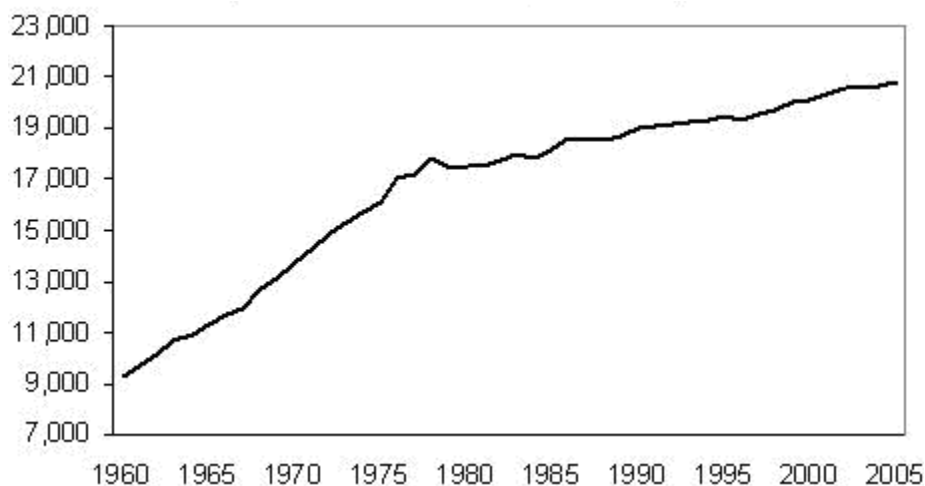


Part salariale dans la valeur ajoutée brute des entreprises non financières en France, 1950-1998

Dans le même ordre d'idées, le quotidien Le Monde a publié en juillet 2012 un document statistique démontrant qu'à partir de la fin des années 1970, le pouvoir d'achat réel du salaire net moyen français a stagné de manière assez frappante :

³³ Ramaux C. (2012), *L'État Social*, Mille et une nuits.

³⁴ Piketty T. (2001), *Les hauts revenus en France au XXème siècle. Inégalité et redistribution, 1901-1998*, Grasset.



Pouvoir d'achat réel du salaire net annuel moyen (€ constants aux prix de 2000)

Par voie de conséquence, le moteur qui a tiré l'économie dans les pays développés au cours des dernières décennies est le crédit, ou plus exactement l'excès de crédit qui notamment pu permettre à des millions de ménages américains d'avoir accès à la propriété immobilière (du moins jusqu'au jour où le mécanisme des *subprimes* l'a permis, c'est-à-dire tant que les défauts de paiement n'étaient pas au-dessus de la moyenne). Ceci représente d'ailleurs la principale rupture représentée par le passage d'un régime d'accumulation du capital de type fordiste, où l'accroissement constant du pouvoir d'achat des travailleurs/consommateurs à mesure que les profits des entreprises croissent s'imposait comme une réalité incontournable pour les partenaires sociaux et les pouvoirs publics (c'est d'ailleurs à ce moment-là que le salaire minimum est introduit, par Jacques Chaban-Delmas en janvier 1970³⁵). C'est une autre logique qui s'impose à partir de la fin des années 1970, notamment dans la mesure où la France a basculé dans une logique de « *revenu minimum garanti du capital* » via des dividendes représentant une part toujours croissante de la valeur ajoutée des entreprises. Ainsi, le quotidien L'Atlantico souligne que les dividendes représentaient 3,5% de la valeur ajoutée en 1983, alors qu'on en est à 9% en 2009.³⁶

Ainsi, la consommation des ménages qui représente à peu près 70% du PIB en France et plus ou moins la même chose dans l'ensemble des autres pays développés a été massivement financée par le crédit au cours des 3 dernières décennies, ce qui a évidemment des conséquences non négligeables sur le risque et sa gestion. La culture de l'endettement s'est

³⁵ Limonaire, *Vivre avec le SMIC*, 2012 (<http://limonaire.blog.lemonde.fr/2012/07/24/vivre-avec-le-smic>)

³⁶ Sorry J-L. (2013), « Pourquoi le passage de 3 à 9% de la part des dividendes dans la valeur ajoutée n'est pas le reflet de l'atroce cupidité des capitalistes », *Atlantico*, 2013 (<http://www.atlantico.fr/decryptage/pourquoi-passage-3-9-part-dividendes-dans-valeur-ajoutee-est-pas-reflet-atroce-cupidite-capitalistes-bernard-cohen-addad-600812.html#0EoZXBDFAH4ePs09.99>)

étendue jusqu'à la manière dont l'entreprise est pensée, et le mécanisme du LBO le prouve de manière incontestable. Il s'agit ici pour nous de comprendre comment ce risque est géré dans le cadre du LBO et surtout de savoir sur qui il repose, *in fine*.

Comme nous l'avons vu jusqu'ici, le LBO est une opération qui est financée massivement par endettement. D'après les calculs du juriste Gerald Pasquier, 60 à 80% du capital des *holdings* créées *ad hoc* pour la réalisation de ces opérations provient de l'endettement³⁷. Cet endettement se répartit en deux types :

- la dette dite *senior*, remboursée prioritairement et donc moins risquée. Cette dette reçoit l'essentiel des cash flows dégagés par l'entreprise cible au cours des premières années et jouit d'une rémunération se situant entre 2 et 3% sur une période moyenne de 7 ans en général. C'est donc la partie de la dette la moins risquée. ;
- la dette dite *mezzanine*, qui est remboursée après la dette senior et donc plus risquée. Elle jouit d'une rémunération de 10 à 15% sur une période s'étendant entre 8 et 10 ans.

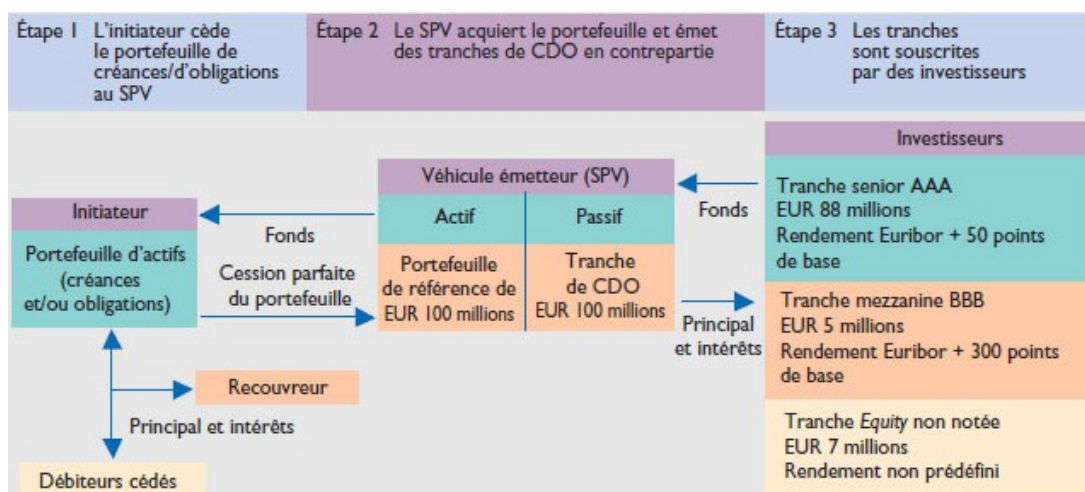
Les crédits représentent le principal type de créances sur tiers détenus par les banques. Il y a quelques décennies, à l'époque où les banques exerçaient leur métier de manière classique, les crédits restaient sur les livres des banques (dans leurs actifs comptables) et ce jusqu'à remboursement complet par le client. En d'autres termes, des sommes considérables restaient ainsi bloquées pendant des périodes de temps assez importantes (à titre d'exemple, un crédit immobilier est remboursé en 10 à 20 ans en fonction des ménages), ce qui pose deux problèmes. D'une part, il y a là un évident souci de *liquidité* (sommes mobilisées sur le long terme sans possibilité de retourner au cash, caractère irréversible de l'engagement) dont on a déjà parlé dans la partie précédente. D'autre part se pose le problème du risque. En effet, le mécanisme décrit plus haut implique fondamentalement que la banque demeure porteuse du risque de défaut de paiement tant que l'intégralité de la créance n'a pas été recouvrée. Or une autre évolution majeure connue par l'économie au cours des dernières décennies est que les banques, pour des raisons de contraintes réglementaires notamment (notamment la satisfaction des ratios prudentiels imposant à la banque de respecter des ratios de capitaux propres *Tier-1* –très sûrs- par rapport au total de ses engagements risqués. Les accords de Bâle III imposent 8%), ne veulent *plus* être porteuses de risque. Du moins, elles souhaitent l'être le moins possible. Ainsi, la sélection et le portage du risque, qui était jadis une spécialité

³⁷ Pasquier G. (2008), *LBO et Titrisation (2): Opérations de Titrisation Envisageables dans un LBO Classique* (<http://geraldpasquier.com/2008/07/10/lbo-et-titrisation-2-operations-de-titrisation-envisageables-dans-un-lbo-classique/>)

bancaire, les banques n'en veulent plus. La solution que l'ingénierie financière a pondue pour régler ce problème est la titrisation.

De quoi s'agit-il ? Il s'agit de la transformation d'un actif immobilisé dans un bilan en *titre*, à savoir un produit financier de type obligataire négociable sur un marché *ad hoc*. Cette opération est de fait une opération de refinancement mais sur les marchés, car les banques peuvent ainsi retourner à la liquidité sans avoir à en réclamer à la banque centrale (qui prête l'argent à ses propres conditions). La transformation dudit actif se fait en le convertissant dans un premier temps en ABS, pour *Asset Backed Security* (titre adossé à un actif). Concrètement, la banque vend un portefeuille de créances à un véhicule d'investissement créé *ad hoc* que l'on appelle SPV, pour *Special Purpose Vehicle*. Les flux entrant dans ce SPV sont constitués des versements d'intérêt des débiteurs dont les crédits ont été mutualisés (ou mis en *pool*), et ceux qui en sortent sont des flux financiers qui sont des droits rattachés à des titres à revenu fixe souscrits par les investisseurs (les fameux ABS).³⁸

Ceci étant dit, si les flux entrent de manière indifférenciée (ils sont fongibles), ils ne ressortent pas au hasard. Ainsi, les ABS sont répartis en trois tranches aux rendements et risques variables. Ainsi, la tranche senior, la plus sûre (comme dans le cas du montage LBO), est celle qui jouit de la rémunération la plus faible. La tranche intermédiaire est la mezzanine, et l'on retrouve là aussi le jargon du mécanisme LBO. Enfin, il existe une troisième et dernière tranche nommée *equity*, ce qui veut dire fonds propres en anglais, le nom voulant dire que le degré de risque pesant sur cette tranche-là est tellement important que sa souscription de la part d'un investisseur peut être considérée comme un apport en fonds propres.



³⁸ Lordon F. (2008), *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières*, Raisons d'agir.

Schéma d'un véhicule d'ABS³⁹

Ce mécanisme de titrisation, particulièrement prisé par les institutions bancaires à partir des années 1980, a évidemment fait le bonheur des banques dans le cadre du financement des opérations de LBO. En effet, ces opérations sont hautement risquées car imposant à l'entreprise cible de remonter des dividendes pour le service de la dette *indépendamment* de la nature de ses résultats opérationnel et financier. Grâce à la titrisation, les banques réussissent donc le coup de maître consistant à se refinancer massivement tout en se protégeant contre un éventuel échec de l'entreprise cible à respecter l'échéancier de paiement (le *covenant*). En d'autres termes, les banques ont trouvé l'instrument leur permettant de financer des opérations même très risquées sans avoir à se soucier de leur éventuel échec, dans la mesure où elles ne portent plus le risque mais l'ont transféré à d'autres investisseurs ! En d'autres termes, c'est bien là une évolution assez radicale du métier bancaire, qui consistait jadis avant tout en une sélection soignée des risques pour ne prendre que ceux qui méritent d'être pris, en assumant la responsabilité de la matérialisation d'un défaut de paiement du client.

Ce mécanisme, qui nous a bien été décrit par NB, analyste financier auprès de la banque d'investissement R qui a beaucoup travaillé sur les LBO au cours d'une précédente expérience dans la banque d'investissement SG, a été massivement utilisé dans les opérations de LBO jusqu'à la crise financière de 2007-2008. M. NB m'a ainsi garanti qu'encore en 2011, une bonne partie des crédits consentis aux *holdings* dans le cadre d'opérations de LBO faisaient en back-office l'objet de manipulations diverses et variées dont l'objectif était d'extraire les créances du bilan pour les transmettre à des véhicules d'investissement offshore et en faire des titres revendables à des investisseurs... L'apothéose de cette tendance a été atteinte en 2006. En langage technique, on qualifie une opération de LBO faisant recours au mécanisme de titrisation de *Securitization Buy Out*, ou SBO (rachat financé par la titrisation). En France, la première opération de ce genre a concerné l'entreprise BSN Glasspack⁴⁰ spécialisée dans la fabrication de verre. Pour information, le moment de prêts titrisés détenus par les véhicules financiers *ad hoc* (les fameux SPV) s'élève encore à 1504 milliards d'euros en France au 1^{er} trimestre 2012 d'après la Banque de France⁴¹. C'est près de 75% du PIB

³⁹ Banque de France (2005), « Modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière », *Revue de la stabilité financière*.

⁴⁰ Pasquier G. (2008), *LBO et Titrisation (2): Opérations de Titrisation Envisageables dans un LBO Classique* (<http://geraldpasquier.com/2008/07/10/lbo-et-titrisation-2-operations-de-titrisation-envisageables-dans-un-lbo-classique/>)

⁴¹ Banque de France (2012), *Statistiques relatives aux organismes de titrisation de la zone euro, premier trimestre 2012* (http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosysteme_et_international/statistiques-relatives-aux-

français qui a donc été sorti par les banques de leurs bilans et transformé en actifs financiers : on imagine sans peine le degré de propagation du risque sur les marchés financiers qu'un mécanisme d'une telle ampleur peut induire...

L'externalisation du risque, les institutions bancaires en ont fait une spécialité à partir des années 1980. Ainsi, ces dernières ne se sont donc pas limitées à la titrisation, mécanisme puissant mais dont les investisseurs voient qu'il leur fait porter un risque (même s'ils en sous-estiment la portée). Un autre instrument a donc été mis en place qui appartient à la famille des dérivés de crédit, il s'agit des CDS, pour *Credit Default Swaps*. Là encore, il s'agit de faire le jour sur un instrument dont peu de profanes connaissent le mode de fonctionnement.

Il s'agit là d'une police d'assurance contractée par un créancier qui, par son truchement, se prémunit contre le risque de défaut de paiement de son débiteur. En effet, la banque A qui détient une créance (par exemple une obligation) sur une entreprise reçoit de manière récurrente des flux financiers sous la forme d'intérêts de la part de cette entreprise, mais est dans le même temps exposée au risque de défaut de son débiteur qui mettrait un terme au paiement d'intérêts et anéantirait la valeur des titres obligataires détenus. Grâce aux CDS, A peut faire porter le risque de défaut de paiement à une entité B que l'on appelle vendeur de protection, moyennant le versement d'une prime mensuelle. En cas de survenue d'un événement de crédit, l'entité B est tenue de rembourser A à hauteur du dommage qu'elle a enduré. Le contrat spécifie de manière très précise la nature des événements susceptibles de contraindre B à dédommager A, car perturbant l'échéancier sur lequel A s'était entendue avec son débiteur initial : faillite pure et simple de l'entité de référence, restructuration de la dette, changement de devise, etc. Si un tel événement se produit, le créancier A cesse de verser la prime au vendeur de protection B, et celui-ci peut dès lors indemniser A de deux façons : paiement en liquide de la valeur nominale de la créance assurée contre livraison des titres décotés (*physical settlement*) ou règlement de la seule décote (*cash settlement*). Ainsi, A est totalement prémuni contre les risques de moins-values : il est invulnérable !

C'est évidemment ce sentiment d'invulnérabilité qui explique la croissance exceptionnelle du marché du CDS, qui atteint la coquette somme de 62 000 milliards de dollars quelques semaines avant la faillite de Lehman Brothers. Son autre gros avantage par rapport à la titrisation est qu'il est moins contraignant et demande moins de procédures administratives : là où l'ABS implique d'avoir un ensemble de crédits pour former un *pool* et la création d'un véhicule d'investissement spécifique qui va s'occuper de la création et l'émission des titres, le CDS est un contrat parfaitement flexible, utilisable sur mesure et au cas par cas. Qui plus est,

[organismes-de-titrisation-de-la-zone-euro-1er-trimestre-2012.pdf](#)

l'avantage du CDS est qu'il est susceptible d'intéresser les investisseurs dans le sens où il implique le versement d'une prime par le débiteur initial... Sans apport de fonds ! En effet, en dehors de l'achat du contrat de CDS et des provisions de capital (souvent anecdotiques) pour faire face aux événements de crédit, le CDS est un actif rapportant à son détenteur (les primes), et ne lui coûtant rien !⁴²

On comprend aisément qu'un tel mécanisme ait été très prisé à par les banques impliquées dans les mécanismes de LBO, notamment avant la crise de 2008 lorsque les proportions d'endettement des *holdings* atteignaient des sommets⁴³. Grâce à ce contrat d'assurance, on peut donc prêter des sommes tout à fait conséquentes aux fonds d'investissement désirant racheter une entreprise avec un apport minime en capitaux propres, sans avoir à craindre que la structure extrêmement fragile qui est ainsi créée (rappelons-le, c'est l'entreprise cible qui garantit le remboursement de la dette d'acquisition grâce au cash flow qu'elle dégage chaque mois... Ce qui implique qu'il y en ait !) puisse s'effondrer en raison d'une détérioration des résultats de l'entreprise ! Comme on l'a dit plus haut, c'est un sentiment grisant d'invulnérabilité qui envahit les banques, car dans le domaine des risques de crédit, *tout* peut désormais être couvert, l'aléa est désormais totalement maîtrisé et les protections offertes ne laissent plus rien passer. Là encore, le témoignage de M. NB est très clair : le mécanisme du CDS est massivement utilisé sur le marché du LBO et permet donc de rendre possible des opérations tout à fait périlleuses simplement parce que les banques créditrices n'ont plus à se soucier du défaut de paiement de la *holding* (qui serait une conséquence naturelle de difficultés financières de la société cible). S'autoriser des comportements très risqués simplement parce qu'on a la garantie de ne pas avoir à en assumer les conséquences néfastes, cela s'appelle l'*aléa moral* et il a contribué de manière notable au développement du marché des LBO.

Que retenir de cet exposé sur la titrisation et sur les assurances de crédit ? Il y a, en matière de risques, deux éléments assez frappants dans la tendance générale prise par l'économie sous l'emprise de la finance au cours des dernières décennies. Comme dit précédemment, il est tout de même très intéressant de voir que la principale stratégie des institutions bancaires et financières face au risque, dont elles sont prétendument passionnées et cherchent à le gérer de manière optimale, n'est autre qu'une stratégie de la *défausse* et de la couverture. D'autre part, et c'est là beaucoup plus grave, les mécanismes individuels de protection face au risque de défaut de paiement d'un débiteur ont un effet réellement paradoxal sur l'ensemble des acteurs,

⁴² Lordon F. (2008), *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières*, Raisons d'agir.

⁴³ International Swaps and Derivatives Association, Market Survey 2008

dans la mesure où *in fine*, le risque global explose littéralement car on s'autorise des opérations (notamment le LBO, mais également des prêts immobiliers à des ménages moyennement solvables par exemple) tellement dangereuses qu'au bout du compte, les défauts de paiement massifs des débiteurs *initiaux* (des ménages et des entreprises, donc) deviennent inéluctables et promettent de faire s'effondrer comme un château de cartes le mécanisme prétendument invulnérable des dérivés de crédit.

Là où la banque sélectionnait auparavant de manière attentive les risques présentés par des candidats au crédit pour ensuite retenir les acteurs les plus fiables et, surtout, porter le risque de défaut jusqu'au remboursement intégral de la dette, des investisseurs financiers manipulent désormais des instruments dérivés très complexes (car on ne connaît pas les débiteurs initiaux dont l'éventuel défaut pourrait faire perdre de la valeur aux titres) en s'en remettant intégralement à l'avis des agences de notations, profondément corrompues par le fait qu'elles sont payées par les investisseurs qui leur demandent leur avis et donc dépendantes du développement du marché ! C'est ainsi que les tranches senior des CDO ont pu recevoir la notation maximale par les différentes agences de notation, garantissant leur fiabilité...qui sera promptement démentie par l'ampleur de la crise de 2008, qui finira par affecter même les titres prétendument les plus sûrs.

En l'occurrence, le marché des LBO a été affecté de manière assez impressionnante par la crise de 2008 et les défauts de paiement qui s'en sont suivis. Encore actuellement, l'agence de notation Moody's attire l'attention des investisseurs sur le fait que près de 133 milliards d'euros de dettes liées à des rachats à effet de levier pour 254 entreprises non notées vont arriver à maturité en 2015 et courent un risque très élevé de défaut, le marché du crédit étant actuellement très contracté du fait du prolongement de la crise en Europe.⁴⁴ D'après l'agence de notation, près d'un quart de ces entreprises risquent de mettre la clé sous la porte...Très clairement, on voit là que les stratégies individuelles de la défausse et de réduction du risque, de même que les comportements spéculatifs induits par la recherche de la liquidité par les détenteurs d'actions d'entreprises non-cotées n'ont fait qu'accroître dans des proportions invraisemblables les risques pris par la collectivité, à travers des valorisations d'entreprises totalement invraisemblables et l'apparition d'une bulle spéculative comme on en avait rarement vues...

Indéniablement, le LBO représente un cas typique de ce que Frédéric Lordon nomme l'*empuissantisation* du capital par la révolution néolibérale des années 1980. Là où le contexte

⁴⁴ Amar L. (2012), « LBO : une nouvelle menace sur l'Europe », *L'Expansion*, (http://lexpansion.lexpress.fr/economie/les-lbo-une-nouvelle-menace-sur-l-europe_296455.html)

institutionnel des Trente Glorieuses induisait un alignement objectif des intérêts de celui-ci sur ceux de l'entreprise, notamment en termes d'horizons temporels (le bon vieux crédit à la papa permettait des partenariats de long terme entre entreprises et institutions bancaires, par delà les turpitudes de la vie quotidienne des marchés financiers qui ferment les vannes au moment où on a le plus besoin d'eux), nous sommes maintenant dans un contexte où les entreprises sont devenues, par le truchement du papier-propiété (les actions), des marchandises que l'on s'échange sur un marché, ici le *private equity*, pour les plus grosses la Bourse. Comme on l'a suggéré dans la partie précédente, la recherche permanente de la liquidité par le capitaliste est symptomatique d'une conception de l'investissement radicalement différente de ce qu'il a pu être dans l'histoire du capitalisme.

D'une espèce d'aventure dans laquelle le capital s'engage sur le très long terme, nous sommes passés à la recherche d'une plus-value de sortie à horizon cinq à sept ans avec la recherche permanente de la performance à revendre à des repreneurs potentiels, dans la mesure où les investisseurs sont maintenant plus occupés à se regarder entre eux qu'à regarder le marché. Indéniablement, la liquidité est l'élément qui a permis au *conatus* du capital de se délester des contraintes liées à l'*engagement* et de se consacrer exclusivement à sa propre reproduction en se retrouvant seul aux manettes de l'*imperium*, le commandement de la vie économique. L'externalisation du risque à travers les stratégies de titrisation et de couverture de crédit *via* les CDS a également participé à libérer le *conatus* du capital de la notion-même du risque, ultime élément le raccrochant à la réalité des fondamentaux économique et, partant, une des contraintes majeures qui l'empêchaient de progresser vers la poursuite d'un objet de désir dont on a déjà expliqué qu'il est a priori inatteignable en ce sens où il n'existe pas de limite raisonnable au-delà de laquelle le capital a vocation à cesser d'être accumulé.

Partie 3. Pour une alternative à l'hégémonie financière

3.1. La guillotine fiscale⁴⁵

Il est certes louable et nécessaire de se plonger au cœur de la mécanique et la logique financières pour les comprendre dans toute leur complexion et en dévoiler les aspects les moins acceptables, car ce n'est qu'à partir de là que l'on peut commencer à réfléchir à d'éventuelles alternatives. Car c'est bien l'objectif que doit se fixer un tel travail de réflexion : comme le disait Spinoza, « *tout ce qui a été fait peut être défait, à condition de comprendre comment ça a été fait* ».

Fondamentalement, qu'est-ce qui rend le LBO (et ses dérivés) possible ? Il semble bien que deux éléments puissent être considérés comme responsables : la dérive du secteur bancaire, plus occupé désormais à alimenter toutes les formes de bulles spéculatives (en l'occurrence, celle de la valorisation des PME considérée par certains des dirigeants interrogés comme « *délirante* », « *abracadabrante* », « *incroyable* ») qu'à contribuer au financement de l'économie productive, et la possibilité pour le capital de s'octroyer des dividendes considérables et ce indépendamment de la situation de l'entreprise. Notons à ce titre que la part des dividendes dans la valeur ajoutée est passée, à l'échelle de la France, de 3% en 1980 à près de 9% de nos jours, preuve s'il en est que nous sommes clairement arrivés à un stade où, comme le dit très justement l'économiste Benjamin Coriat, l'on peut parler de « *revenu minimum garanti du capital* ». Nous sommes exactement dans ce cas de figure avec le LBO, dans la mesure où la remontée de dividendes importants est rendue nécessaire par le remboursement de la dette qui doit *de toute façon* se faire, que l'entreprise aille bien ou pas.

Il existe en vérité une troisième cause, qui est une conséquence de deux premières que nous venons de citer et est également le fruit de ce qu'il est convenu d'appeler « *l'hypocrisie néolibérale* » : alors que le libéralisme se flatte d'être la doctrine de l'égalité en droits et en dignité des êtres humains, l'idéologie kantienne selon laquelle « *il faut toujours traiter l'Homme comme une fin et non comme un moyen* », il est tout de même paradoxal de

⁴⁵ Lordon F. (2009), *La crise de trop*, Fayard, 2009

constater à quel point, une fois franchi le seuil de l'entreprise, l'actionnaire est omnipotent qui décide seul du destin de l'entreprise et des salariés pour poursuivre son propre objectif de maximisation de la plus-value issue de la cession de ses titres, quitte à les condamner à devoir rembourser sur plusieurs années une dette qui aura été contractée uniquement pour lui permettre de vendre ses parts dans les meilleures conditions.

Au cours de cette dernière partie, nous analyserons en profondeur chacune de ces causes en essayant de trouver des parades efficaces permettant de résoudre le problème à la racine.

Revenons donc à la problématique de la rémunération du capital. Comme nous l'avons expliqué, le mécanisme de LBO est rendu possible par l'absence de toute forme de plafond à la rémunération du capital par le truchement du dividende, qui ouvre en réalité la porte à toute forme de dérive confiscatoire. C'est ce que l'économiste Frédéric Lordon appelle la « *contrainte actionnariale* », à l'œuvre depuis l'époque de la déréglementation financière, contrainte consistant en l'exigence toujours plus prégnante des actionnaires de taux de rentabilité de leurs capitaux propres totalement déconnectés de l'état réel de l'économie (en l'occurrence, la France est en crise depuis 2007 et était auparavant – depuis l'arrivée de l'euro en 2002 – dans ce que les économistes considèrent comme un régime de « *croissance molle* »... Rien à voir avec les exigences de taux de rentabilité de capitaux propres supérieures à 15% !). Cette dictature de l'actionnariat est, toujours selon Lordon, liée à l'abattement total de toutes les formes de réglementation en vigueur depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale qui avaient pour objet de limiter les flux de capitaux en les contraignant à s'engager de manière plus ou moins durable aux côtés de l'entreprise (tout le contraire de la fameuse liquidité faisant maintenant paradigme), ainsi que d'empêcher la mise en concurrence de systèmes socio-productifs très hétérogènes par le truchement de ce que l'on appelle le libre-échange.⁴⁶

C'est principalement à cette liberté accordée au capital que l'on doit l'arrivée et le développement du mécanisme de LBO en France et dans l'ensemble des pays développés à partir des années 1980. En effet, la tombée des principales barrières réglementaires et institutionnelles retenant la puissance dominante du capital pousse celle-ci à reprendre sa progression jusqu'à atteindre les limites des nouvelles marges de manœuvre qui lui ont été octroyées : le LBO est la manifestation la plus spectaculaire de cette avancée décisive de la puissance capitaliste, qui fige les taux de rentabilité à deux chiffres dans le marbre *via* l'endettement, contraignant les entreprises cibles à faire remonter des flux de trésorerie sous forme de dividendes pour garantir le remboursement. Comme nous l'avons à plusieurs

⁴⁶ Lordon F. (2012), *Capitalisme, désir et servitude*, La Fabrique.

reprises souligné, il est dans la logique-même de la puissance d'aller aussi loin que les structures institutionnelles le lui permettent, c'est-à-dire jusqu'à ce qu'elle rencontre un obstacle qui la force à s'arrêter. Comme le dit Frédéric Lordon, « *ce que la configuration des structures met à la disposition des puissances dominantes, elles le prendront ; jusqu'où elle les autorise à aller, elles iront* »⁴⁷.

Aussi, il est vain d'attendre de la tempérance des apporteurs de capitaux de modérer leurs exigences de rentabilité des capitaux propres, qui par ailleurs n'ont cessé de croître depuis les années 1980. La solution la plus immédiatement réalisable nous provient directement des travaux de Frédéric Lordon et est celle de la fiscalité, qui pour le coup peut calmer les appétits à travers un seul texte de loi.

De quoi s'agit-il exactement ? En réalité, le propos est simple : il s'agit d'utiliser la fiscalité pour fixer un plafond très concret aux taux de rentabilité sur capitaux propres, en décrétant qu'au-delà d'un certain pourcentage, l'*intégralité* des flux de trésorerie destinés a priori aux actionnaires sont captés par le fisc. En d'autres termes, la fiscalité joue ici le rôle d'une guillotine, un peu dans l'esprit de ce que proposait en son temps Georges Marchais pour le revenu des personnes physiques, avec son fameux « *au-dessus de 40 000 francs, je prends tout* ».

Comment fonctionnerait cette guillotine dans la pratique ? Nous voyons bien qu'après avoir énoncé le principe général, un certain nombre de questions pratiques se posent : quel plafond pour quels secteurs d'activités, quels types de flux de trésorerie prendre en compte dans le calcul, etc. Dans la pratique, la rémunération des actionnaires d'une entreprise donnée se concrétise *via* deux éléments distincts : le premier est le débours effectif de la société sous forme de dividendes (à comprendre au sens large, donc intégrant également dans notre cas les *cash flows* détournés pour le service de la dette d'acquisition) et le second est composé des plus-values de cession effectuées. Il y a donc un prélèvement tributaire *direct* (les dividendes) et des plus-values de marché. Ce concept de rémunération de l'actionnaire est parfaitement exprimé par ce qu'on appelle le *total shareholder return* (TSR), qui est donné par la formule suivante :

$$TSR = (Price_{end} - Price_{begin} + Dividends) / Price_{begin}$$

Le TSR permet d'avoir une approche globale de ce que l'actionnaire et son capital coûtent effectivement à l'entreprise tout au long de leur présence en son sein, en rapportant les sommes empochées au capital-actions investi. C'est précisément pour cette raison qu'il

⁴⁷ Lordon F. (2009), *La crise de trop*, Fayard.

constitue un excellent point de départ pour une éventuelle guillotine fiscale. C'est en effet en fixant *de facto* une limite au TSR que l'on pourra mettre fin aux montages financiers agressifs reposant sur des effets de levier indécents et, plus généralement, à la cupidité actionnariale qui a prouvé plus souvent qu'à son tour qu'elle n'a pas de limite. Le propos n'étant pas de mettre fin à la rémunération du capital *pour de bon* (car l'investissement peut être constructif et apporter de la valeur à la société *s'il est correctement encadré par la puissance publique*) il s'agit donc de comprendre à quel seuil on fixerait la limite dudit TSR. En réalité, le principe directeur est encore une fois assez simple à comprendre : en prenant pour point de départ le taux sans risque (celui auquel sont rémunérées les Obligations Assimilables au Trésor d'une maturité de dix ans), on ajouterait un petit quelque chose (entre 3 et 5%) ayant pour but de rémunérer le risque pris par l'investisseur. Ainsi, de nos jours, pour un secteur dans lequel la prime de risque se situerait autour de 4,5%, ce plafond de la rémunération du capital se situerait autour de 6,5%, en considérant que l'Etat français rémunère les détenteurs de bons du Trésors à 2%. A ce titre, il est important de préciser que le risque n'étant pas le même dans tous les secteurs, il ne serait pas pertinent d'établir une prime de risque identique pour l'ensemble des entreprises françaises.

Se pose ensuite la question du calcul fiscal, car les deux types de rémunération ne sont pas simultanés : dans le cas du LBO, la plus-value de cession est réalisée au moment du débouclage de l'opération, alors que les dividendes sont versés à chaque exercice, généralement par acompte semestriel. Pour cette raison, le seul moyen d'estimer convenablement le TSR est d'attendre le débouclage du LBO, c'est-à-dire le moment où le fonds d'investissement réalise sa plus-value de cession et sort du capital de l'entreprise. Ainsi, on peut envisager un mécanisme selon lequel le prélèvement obligatoire aurait lieu au terme de l'opération, après fixation au préalable d'une valeur limite pour le TSR : en sommant la plus-value de cession et les dividendes que l'entreprise a servis aux actionnaires, on obtient une valeur de TSR donnée, et tout ce qui dépasse la limite fixée par la loi est prélevé par l'administration fiscale. A terme, il est raisonnable d'estimer que les TSR et les taux de rentabilité exigés vont s'aligner sur les limites fixées par la loi. Cette guillotine fiscale ne peut donc pas être considérée comme un instrument de politique fiscale car il ne pourra alimenter des dépenses reconductibles : à terme, les recettes générées seront nulles. Ceci dit, les revenus générés au cours des premières années d'application seront suffisamment importants pour pouvoir créer, par exemple, un fonds de participation public (ou accroître le capital d'un fonds public déjà existant, le Fonds Stratégique d'Investissement) se donnant pour objectif de

fournir les capitaux nécessaires à des PME triées sur le volet en fonction de critères socio-économiques (aptitude à la création d'emploi, etc.).

Indéniablement, ce mécanisme aurait de quoi calmer l'agressivité des fonds de *private equity* et aurait pour immense vertu de ramener les taux de rentabilité exigés à des valeurs plus convenables, mettant fin à la soumission de l'entreprise aux intérêts financiers. Il a le bon goût de libérer l'entreprise de contraintes que l'on peut très clairement qualifier d'anti-économiques, car jouant contre les intérêts de long terme et la pérennité d'un appareil (et, à terme, d'un tissu) industriel !

En d'autres termes, c'est ici à la contrainte actionnariale qu'il s'agit de répondre avec des arguments convaincants, car c'est précisément à cette contrainte-là (cumulée à la contrainte concurrentielle, celle de la compétitivité-prix) que l'on peut imputer le fait que le capitalisme soit devenu à ce point *antisalarial*, privatisant les profits qui ne concernent que quelques *happy few* étrangers à la notion d'*affectio societatis* et socialisant les pertes (financières, physiques, morales) à outrance.

3.2. Le système socialisé du crédit⁴⁸

Si la guillotine fiscale a l'immense avantage d'interdire de fait les pratiques financières les plus ambitieuses, à savoir celles imposant des niveaux de rentabilité invraisemblables aux entreprises, elle ne résout pas pour autant tous les problèmes liés au financement des entreprises et la transmission de parts sociales.

En effet, il existe un certain nombre d'opérations, notamment celles concernant l'achat de titres de propriété dans une société donnée, requérant des contributions financières qui sont au-dessus des moyens des agents économiques. C'est donc à ce moment-là qu'intervient le système bancaire, dont la vocation est de rendre accessibles des opérations de financement qui seraient impossibles autrement, et ce par le truchement du *crédit*. Il faut d'emblée expliquer en quoi consiste la différence fondamentale entre ce que l'on appelle la *banque* et la *finance* : cette dernière est l'activité qui consiste pour un détenteur de capital préalablement accumulé à la prêter à des agents en besoin de financement, alors que la banque procède par écriture comptable en mettant à leur disposition des fonds n'ayant pas été accumulés au préalable *via* la création de monnaie (scripturale, donc matérialisée par une écriture en compte).

⁴⁸ Lordon F. (2009), *La crise de trop*, Fayard.

La banque joue donc un rôle extrêmement important dans l'activité économique d'un pays donné, dans la mesure où elle a le pouvoir de munir les agents économiques de moyens qui n'existent pas a priori, avec l'objectif que ce crédit puisse permettre à l'entreprise de générer suffisamment de profit pour rembourser son emprunt. Pour être précis, le pouvoir que nous évoquons lui est en fait délégué par la puissance publique à travers une concession d'émission monétaire ou *autorisation* bancaire : dans un régime bancaire parfaitement fractionné, où les banques émettraient de la monnaie sans autorisation publique, la parité entre les différentes monnaies ainsi émises (les euros-A pour la banque A, euros-B pour la banque B, etc.) ne serait pas garantie : chacune des banques verrait sa monnaie soumise au jugement du marché interbancaire, entraînant ainsi une extraordinaire instabilité sur le marché monétaire. La puissance publique a donc pour rôle d'instituer la parfaite convertibilité et parité entre les différentes monnaies émises par les institutions bancaires ($1 \text{ euro-A} = 1 \text{ euro-B} = \dots = 1 \text{ euro-banque centrale}$).

Le régime monétaire actuel adopté par l'ensemble des États est donc le fruit d'un compromis entre un régime parfaitement fractionnée, où chaque banque serait souveraine dans l'émission monétaire avec une crédibilité sans cesse soumise au verdict marchand, et un pôle public du crédit qui serait soumis uniquement au pouvoir politique en place, présentant le risque potentiel d'utiliser la manne monétaire à mauvais escient. En effet, on voit bien que dans une économie marchande où la monnaie est le méta-bien, le bien permettant d'accéder à tous les autres biens, tous les conflits politiques qui appellent des arbitrages douloureux peuvent potentiellement être réglés facilement par simple utilisation du robinet monétaire, ce qui à terme induirait un chaos sans nom : surémission, surendettement, inflation... En effet, la sélectivité politique (qui n'est pas un mal en soi, mais ne doit pas être le seul critère d'évaluation) prenant systématiquement le pas sur la sélectivité économique des agents faisant acte de candidature pour l'obtention d'un crédit risque d'entraîner une augmentation significative des créances douteuses et la surémission inflationniste.

Ce compromis institutionnel, qui semble pertinent a priori, n'en a pas moins amplement démontré ses tares au cours des dernières décennies car il s'est concrétisé par une autonomie excessive des émetteurs privés. Ainsi, on a vu les banques créer des milliers de milliards de dollars/euros de monnaie pour alimenter les circuits de la finance de marché, en nourrissant la plus grande crise de mauvaises dettes que le capitalisme ait connue : la fameuse crise des *subprimes*. Plus largement, on constate que cette *empuissantisation* des concessionnaires privés de création monétaire conjuguée à la montée en puissance de la finance internationale a poussé les banques à s'éloigner du financement de l'économie productive (émission de crédits

à destination des entreprises) pour privilégier les logiques financières, beaucoup plus rentables et moins demandeuses d'efforts de sélection (voir à ce sujet la partie de notre travail consacrée à la gestion du risque). Entre autres, les institutions de *private equity* ont été les grandes bénéficiaires de ce changement de paradigme bancaire, et le cas des LBO en est tout à fait emblématique : là où la banque effectuait auparavant des prêts sur revenus aux entreprises, en évaluant leur aptitude à rembourser l'emprunt à travers l'analyse de leurs activités opérationnelles, elles se sont avec le LBO spécialisées dans le prêt sur gage ! En effet, elles prêtent maintenant à des *holdings* financières qui offrent l'entreprise-cible (pour être plus précis, l'ensemble de ses actifs) en garantie, la quantité d'argent prêtée étant alors proportionnelle à la valeur du bien donné en gage. Évidemment, cette nouvelle logique va permettre de mettre en place des opérations bien plus périlleuses, avec un recours à l'effet de levier totalement impossible dans la configuration traditionnelle de l'entreprise qui emprunte pour financer son activité. Le cas du LBO en est donc une preuve flagrante : l'activité bancaire a été littéralement confisquée par les intérêts d'une minorité, le monde de la finance (aidée par le fait que la Banque Centrale Européenne est statutairement chargée de maîtriser l'inflation uniquement sur les produits de consommation, pas sur les actifs financiers), retirant ainsi à la collectivité un des éléments les plus essentiels de l'expression de sa souveraineté : le droit de seigneurage.

Ainsi, le compromis institutionnel en place mérite d'être remis en question, non pas sur le principe (l'équilibre centralisation/fractionnement) mais davantage sur sa manifestation pratique : le statut des concessionnaires doit être revu, et ce dans le but de remettre le crédit (bien public s'il en est) au service de l'intérêt général.

Il faut donc revisiter le statut juridique de la banque pour en faire réellement un concessionnaire de service public. Celle-ci ne saurait être ni une société par actions (car on ne voit pas pour quelle raison des actionnaires privés devraient faire main basse sur un service public), ni une entité publique soumise à la tutelle de l'État. La rentabilité de ces nouvelles institutions bancaires doit impérativement être encadrée, pour éviter les excès les ayant poussées à privilégier les marchés financiers au détriment de l'économie productive. Toutefois, le profit lié à l'émission de crédits (les intérêts) doit évidemment exister : les banques ont des coûts de structures (loyers, salaires du personnel...) et la monnaie qu'elles émettent n'est pas totalement gratuite. L'essentiel des ressources bancaires provient en effet de prêts émis par la Banque Centrale (les dépôts accumulés au préalable représentent une petite partie du passif d'une banque commerciale) qui coûtent de l'argent : le taux directeur,

qui répond à des impératifs de politique monétaire, à savoir la régulation du rapport offre/demande de monnaie.

Ne pas faire disparaître le profit bancaire donc, mais le limiter : telle est la mission première de ce nouveau statut juridique *sui generis* de la banque. Toutefois, il ne peut pas se limiter à ça : qui aurait le pouvoir dans ces nouvelles structures, et comment serait-il exercé ? Dans la perspective (qui est la nôtre) où le crédit, les encaisses monétaires et les systèmes de paiement sont considérés comme des biens publics, il est nécessaire que les institutions concessionnaires de l'émission de monnaie soient chapeautées par l'ensemble des parties prenantes : salariés des entreprises, associations, pouvoirs publics, entreprises, etc. Évidemment, elles n'auraient pas directement la main sur le robinet monétaire (pas de fonctions exécutives) mais donneraient des orientations générales à la politique suivie par la banque.

De cette façon, la banque retrouverait son identité originelle, qui la consacre comme acteur-pivot de la création de richesse à l'échelle d'un pays : il faut que le crédit et la création monétaire soient remis entre les mains de ceux qu'ils concernent au premier chef, à savoir les citoyens/contribuables/déposants. Le propos d'une telle réforme serait de permettre à la banque de servir des projets collectifs et non les intérêts de minorités placées au sommet de l'échelle sociale par leurs moyens monétaires. Dans le cas du LBO, on pourrait donc imaginer que cette banque revisitée donne la priorité au destin des salariés des entreprises et non à l'actionnaire sortant en quête de plus-value de cession (excessive, rappelons-le) en leur garantissant un accès au crédit dans le cadre d'un rachat par l'ensemble des salariés des parts sociales qui sont mises en vente par l'actionnaire sortant.

La limitation fiscale des plus-values de cession ainsi que la limitation légale des profits bancaires devraient suffire à faire des salariés de l'entreprise des candidats crédibles à la reprise de leur propre entreprise, ce qui aurait également l'immense avantage de transformer l'entreprise en espace réellement démocratique. C'est d'ailleurs le propos de la dernière partie de ce travail : pour mettre fin au dévoiement financier de l'entreprise, il s'agit en dernière analyse de proposer un projet de société alternatif se donnant pour objectif de refonder la nature des rapports de pouvoir au sein de l'entreprise, qui n'est que le fruit d'un compromis politique voué à faire cohabiter des intérêts divergents au sein d'une même structure.

3.3. La révolution démocratique^{49,50}

Nous atteignons ici la conclusion de notre réflexion, supposée s'appuyer sur les enseignements de l'analyse élaborée jusque là pour proposer les instruments au service d'une réelle alternative paradigmatique à ce capitalisme à dominante financière. Car c'est bien de cela qu'il s'agit : l'ensemble des phénomènes décrits jusqu'ici ne sont finalement reductibles qu'à la manifestation concrète d'une forme donnée de ce rapport social si particulier qu'est le capitalisme.

Tâchons d'abord de donner une définition complète du capitalisme pour savoir exactement de quoi l'on est en train de parler. De tous ceux qui ont essayé d'appréhender ce concept, c'est probablement Karl Marx qui l'a cerné de la meilleure façon. Marx considère que le capitalisme se définit comme le cumul de trois rapports sociaux particuliers :

- le rapport marchand, entre un vendeur et son client ;
- le rapport de propriété, instituant la confiscation des moyens de production par une minorité ;
- le rapport salarial, entre l'employeur et l'employé.

De ces trois rapports, il est clair que celui pose le plus problème est bien le troisième, et ce même du point de vue du dogme libéral. Car si l'économie de marché et le droit de propriété participent bien de l'idéal individualiste du libéralisme, exhortant chacun à suivre son intérêt propre pour faire l'intérêt collectif (c'était le fameux argument de la main invisible d'Adam Smith), le rapport salarial est ouvertement en contradiction avec un des principes fondamentaux de celui-ci : l'exigence d'égalité en droit et en dignité de tous les hommes. Car tel est en effet le problème : peut-on davantage dévoyer le premier article de la déclaration des Droits de l'Homme qu'à travers le rapport d'un patron à son salarié, qui constitue somme toute un échange contractualisé entre l'obéissance inconditionnelle et un salaire mensuel ? N'est-il pas surprenant que l'idéal démocratique ayant prétendument façonné les pays occidentaux se revendiquant modernes se soit arrêté à la porte des entreprises, dans lesquelles nous passons, bon gré mal gré, l'essentiel de notre temps et au sein desquelles l'aptitude à participer à la prise de décision est indexée sur la participation financière, instituant une forme de suffrage censitaire qui rappelle furieusement les heures sombres de l'Ancien Régime ?

Alors que depuis le 16^{ème} siècle, les concepts d'individualisme et d'autonomie démocratique n'ont cessé de progresser, contribuant à propager l'idée que les peuples

⁴⁹ Lordon F. (2009), *La crise de trop*, Fayard.

⁵⁰ Lordon F. (2012), *Capitalisme, désir et servitude*, La Fabrique.

façonner leurs destins et sont les seuls à pouvoir décider de leur existence collective (ce que l'on appelle la *souveraineté*), l'entreprise est elle restée de ce point de vue au Moyen-Âge. Et à ce titre, peut-on trouver meilleur exemple du despotisme patronal/actionnarial que l'actuelle dictature de la finance, donnant des directions très précises aux entreprises (dans le sens de l'asservissement total aux intérêts du capital) avec pour point culminant le LBO dont nous discutons depuis maintenant près de 100 pages ?

En dernière analyse, la recherche de la véritable source des excès actuels est à aller puiser dans l'essence-même de l'entreprise capitaliste, qui n'a malheureusement pas pris une ride depuis que Marx l'a étudiée et étiquetée comme lieu d'expression de la dictature des patrons. En dépit des prétendues avancées juridiques et économiques du droit social et du contrat de travail, « *librement négocié entre parties parfaitement égales* », la réalité sociale est là : le capitalisme n'a plus été aussi antisalarial depuis fort longtemps, et fait regretter aux travailleurs l'époque du compromis fordiste des Trente Glorieuses, symbole d'avancées sociales considérables qui sont aujourd'hui mises à mal. Ainsi, la situation est claire et ne se prête à aucune erreur dans l'interprétation : dans l'entreprise, quelques-uns commandent et décident de l'avenir de la communauté socio-productives, et tous les autres n'ont d'autre choix que d'acquiescer de façon inconditionnelle. La solution ultime consiste donc à remettre en question le rapport salarial dans ce qu'il a de plus anti-démocratique, limitant la prise des décisions les plus importantes à ceux qui apportent le capital : qui décide de la mise en place d'un plan social ? Qui décide de ce que l'on fait et l'on ne fait pas dans l'entreprise ? Qui décide de reclasser à 100 kilomètres ou de fermer telle ou telle usine ? Toujours les mêmes, et c'est exactement pareil pour ceux qui sont les premiers à subir les conséquences de ces décisions.

S'attaquer à cette contradiction interne du libéralisme capitaliste pourrait donc représenter un tournant majeur des sociétés occidentales en général, et de la société française en particulier. Et en quoi devrait consister ce tournant ? A l'aune du travail effectué jusqu'ici, l'exigence semble s'imposer d'elle-même : la démocratie radicale partout, y compris (et surtout, en fait !) au sein de l'entreprise, afin que celle-ci cesse d'être un isolat tyrannique dans lequel le salariat peut être soumis à toutes les formes de harcèlements, de coups de force, de mises sous pression et de chantages au nom de la sacro-sainte rentabilité des capitaux propres.

Comme le souligne Frédéric Lordon (que l'on ne se lasse pas de citer), la démocratie est dans les sociétés modernes incarnée par un régime politique particulier qui est la république, substantif provenant du latin *res publica*, la chose publique. Il serait mal venu de qualifier une

entreprise de chose publique dans la mesure où cette communauté socio-productive concerne au sens strict trop peu de personnes pour être qualifiée de publique. Ceci étant dit, l'expression-même de communauté *socio-productive* nous renvoie au fait que les gens qui se retrouvent au sein d'une entreprise se caractérisent par un destin *commun*, ils forment une chose commune, une *res comuna*. On peut donc dire de l'entreprise qu'à défaut d'être une république (ce serait bien prétentieux de lui donner un tel qualificatif, sauf à se la figurer comme une espèce de gigantesque institution bureaucratique rassemblant l'essentiel de la population d'un pays donné), elle est une « récommune », et l'analogie politique n'est évidemment pas innocente : si la configuration politique par excellence de la modernité démocratique est la république, on ne voit pas au nom de quoi il devrait en aller autrement du côté de l'entreprise, qui ne peut donc se penser que sous la forme d'une récommune. Les individus membres de ladite communauté socio-productive doivent avoir la garantie juridique de pouvoir décider collectivement et totalement de la manière dont ils vont se mettre en mouvement pour assumer telle ou telle activité productive.

En d'autres termes, il est temps de mettre l'entreprise économique sous la juridiction de l'ordre démocratique, en mettant en application les idéaux célébrés avec emphase par ailleurs et méthodiquement bafoués à chaque fois que se présente l'opportunité de les mettre en application. Il devrait d'ailleurs étonner tout observateur un minimum attentif qu'une contradiction si flagrante n'ait pas suscité davantage de questionnements au cours des derniers siècles ! C'est donc paradoxal, mais au bout du compte le réel dépassement du capitalisme dans ce qu'il a de plus médiéval, à savoir le rapport salarial, réside dans une application rigoureuse de l'idéal libéral moderne, à savoir l'individualisme bourgeois. Il est à ce titre édifiant de noter que c'est là un point culminant du discours de Karl Marx en personne, qui a souligné à plusieurs reprises que la véritable société communiste ne pouvait se passer d'une première étape nécessaire qui est celle de la réalisation véritable des idéaux de la modernité bourgeoise !

Faire de l'entreprise un espace de démocratie participative, où l'on doit « *être le plus nombreux possible à penser le plus possible* » comme le disait Étienne Balibar, représenterait un tournant décisif au niveau des stratégies de reprises des entreprises à actionnaire sortant. En effet, une entreprise dans laquelle les salariés (qui sont tout de même les premiers concernés par toutes les décisions, rappelons-le !) auraient la possibilité d'être les principaux acteurs de la prise de décisions stratégiques est *par construction* une entreprise dont les parts sociales ne peuvent circuler d'un actionnaire à l'autre, moyennant des niveaux d'endettement plus ou moins supportables, comme s'il s'agissait d'une marchandise quelconque. Cette

nouvelle entreprise, cette *récommune*, ne saurait contourner l'avis de ses travailleurs lorsqu'une décision aussi importante que celle de la modification de l'actionnariat point à l'horizon.

Dans la logique récommunale, M. PL, syndicaliste et membre du Collectif LBO, a d'ailleurs proposé une initiative qui serait tout à fait envisageable et en ligne avec les principes énoncés plus haut : le droit de préemption des salariés sur les parts sociales de l'entreprise, à la valeur historique (avec éventuellement une petite plus-value, qui de toute façon ne saurait excéder une somme relativement modérée avec la guillotine fiscale présentée plus haut). Comme son nom l'indique, cette mesure consisterait à donner aux salariés la priorité au moment où l'actionnaire majoritaire manifeste sa volonté de vendre ses parts pour quitter le projet socio-productif au sein duquel il était impliqué, en leur permettant de faire une proposition de reprise s'ils en ont envie et si leurs moyens additionnés au capital qui est mis à leur disposition par la banque suffisent. Dans l'hypothèse où la décision serait négative, ils auraient tout de même voix au chapitre dans la sélection des repreneurs possibles, ce qui empêcherait la construction institutionnelle de l'entreprise de se retourner contre eux, un peu comme s'ils étaient les occupants d'un lieu qui ne leur appartient pas.

C'est la voie tracée par cette proposition de promotion de la démocratie dans l'entreprise qui pourrait permettre aux travailleurs de remettre des obstacles significatifs sur le chemin de l'accumulation illimitée de capital par une minorité de privilégiés, et surtout de recouvrer leurs droits en tant que membres d'une nouvelle forme d'entreprise, la *récommune*, se donnant *in fine* pour objectif de permettre à ses membres de vivre, enfin, une vie humaine.

Bibliographie

Introduction

Lordon F. (2001), « Le conatus du capital », *Le Monde Diplomatique*,
(http://www.fredericlordon.fr/textes/recherche/capitalisme_financiarise/pdf/Conatus_capital.pdf)

Lordon F. (2006), *L'Intérêt Souverain*, La Découverte.

Coriat B. (2009), « L'installation de la finance en France », *Revue de la Régulation*,
(<http://regulation.revues.org/6743>)

Spinoza, B. de (1990), *Éthique*, PUF Paris.

Rocchi J-M., Bertonèche M., Bouzou N., Gresse C., *MBA Finance*, Eyrolles, 2010

Article *Financiarisation* de Wikipédia en français,
(<http://fr.wikipedia.org/wiki/Financiarisation>)

Article *Leveraged buy-out* de Wikipédia en français,
(http://fr.wikipedia.org/wiki/Leveraged_buy-out)

Le Magazine des Affaires, avril 2008

La question du risque

Clévenot M. (2008), « Les difficultés à nommer le nouveau régime de croissance », *Revue de la Régulation*, (<http://regulation.revues.org/7606>).

Généreux J. (2001), *Les vraies lois de l'économie*, Seuil.

Sapir J. (2003), *Les trous noirs de la science économique*, Points.

Conseil d'Analyse Économique (2008), *Private equity et capitalisme français*, 2008
(<http://www.cae.gouv.fr/IMG/pdf/075.pdf>)

Nietzsche F. (1995), *La volonté de puissance*, Tel.

Lordon F. (2009), *La crise de trop*, Fayard., 2009

La question de la liquidité

Lordon F. (2009), *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières*, Raisons d'agir.

Lordon F. (2010), « Instabilité boursière, le fléau de la cotation en continu », *Le Monde Diplomatique*, (<http://blog.mondediplo.net/2010-01-20-Instabilite-boursiere-le-fleau-de-la-cotation-en>)

Lordon F. (2012), *Capitalisme, désir et servitude*, Éditions La Fabrique.

Lapoix S. (2009), « LBO, première explosion avant le krach », *Marianne*, (http://www.marianne.net/LBO-premiere-explosion-avant-le-krach_a177234.html)

Marx K. (1982), *Le Capital*, Éditions du Progrès.

Marx K. et Engels F. (1976), *L'idéologie allemande*, Broché.

Mezzi D. (2006), *Danger d'Infection*, Rouge Hebdo.

(<http://orta.dynalias.org/archivesrouge/article-rouge?id=3145>)

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

La question du risque

Banque de France, « Modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière », *Revue de la stabilité financière*, 2005

Banque de France, *Statistiques relatives aux organismes de titrisation de la zone euro, premier trimestre 2012*, 2012 (http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosysteme_et_international/statistiques-relatives-aux-organismes-de-titrisation-de-la-zone-euro-1er-trimestre-2012.pdf)

International Swaps and Derivatives Association, Market Survey 2008

Limonaire, *Vivre avec le SMIC*, 2012 (<http://limonaire.blog.lemonde.fr/2012/07/24/vivre-avec-le-smic>)

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

Pasquier G. (2008), *LBO et Titrisation (2): Opérations de Titrisation Envisageables dans un LBO Classique* (<http://geraldpasquier.com/2008/07/10/lbo-et-titrisation-2-operations-de-titrisation-envisageables-dans-un-lbo-classique/>).

Piketty T. (2001), *Les hauts revenus en France au XXème siècle. Inégalité et redistribution, 1901-1998*, Grasset.

Sorry J-L (2013), « Pourquoi le passage de 3 à 9% de la part des dividendes dans la valeur ajoutée n'est pas le reflet de l'atroce cupidité des capitalistes », *Atlantico*, 2013

(<http://www.atlantico.fr/decryptage/pourquoi-passage-3-9-part-dividendes-dans-valeur-ajoutee-est-pas-reflet-atroce-cupidite-capitalistes-bernard-cohen-addad-600812.html#0EoZXBDFAH4ePs09.99>)

Pour une alternative à l'hégémonie financière

Lordon F. (2006), *L'Intérêt Souverain*, La Découverte.

Lordon F. (2009), *La crise de trop*, Fayard.

Lordon F. (2012), *Capitalisme, désir et servitude*, Éditions La Fabrique.

Sorry J-L (2013), « Pourquoi le passage de 3 à 9% de la part des dividendes dans la valeur ajoutée n'est pas le reflet de l'atroce cupidité des capitalistes », *Atlantico*, 2013

(<http://www.atlantico.fr/decryptage/pourquoi-passage-3-9-part-dividendes-dans-valeur-ajoutee-est-pas-reflet-atroce-cupidite-capitalistes-bernard-cohen-addad-600812.html#0EoZXBDFAH4ePs09.99>)

Intervention de Benjamin Coriat sur Xerfi autour du thème « *Sortir l'entreprise de la financiarisation* » (<http://www.youtube.com/watch?v=0pMkONcTZHA>)