

# « *DES SOUS... ET DES HOMMES* »

une émission proposée et présentée par Pascale Fourier  
sur ALIGRE FM 93.1 en région parisienne  
<http://www.des-sous-et-des-hommes.org>

ÉMISSION DU 1<sup>ER</sup> MAI 2007

## Private equity et LBO : quand les entreprises non cotées sont dans le colimateur...

Avec **Pierre-Yves Chanu**, économiste à la CGT

---

**Pascale Fourier** : « *Et notre invité aujourd'hui sera Pierre-Yves Chanu, économiste à la CGT.*

*Évidemment, j'aurais préféré, à six jours de l'élection, faire une émission décortiquant dans les moindres détails le programme économique de Sarkozy, pour le combattre, et montrer en quoi, contrairement à ce qu'il dit, il n'est pas au service des humbles ; souligner que pour faire des heures supplémentaires, et gagner plus comme il le dit, encore faut-il que votre employeur vous donne des heures supplémentaires, parce que c'est bien lui qui décide. Et faut-il rappeler que les très nombreuses caissières employées avec des contrats de 25 heures, aimeraient bien tout simplement avoir un contrat de 35 heures...*

*J'aurais bien aimé décrypter ce que suppose la suppression des droits de donations et de successions annoncés dans la profession de foi de Nicolas Sarkozy, et réfléchir pour savoir aux intérêts de qui une telle mesure profiterait.*

*J'aurais aimé voir tant de choses... rappeler que le programme économique de Sarkozy ne peut pas servir les petits et les humbles.*

*Mais, faut-il le rappeler, chaque animateur est bénévole à Aligre, et notre vraie vie professionnelle nous empêche parfois de faire ce que nous aimerions apporter.*

*Alors oui, Ségolène Royal n'est peut-être pas la tasse de thé de beaucoup d'entre nous, mais remonter la pente de la casse sociale qu'organisera Sarkozy sera impossible après cinq ans d'exercice. Alors...*

*En attendant, d'ailleurs, celle-ci continue sous la droite actuellement encore au pouvoir. Moi, ce qui m'avait interpellé, c'est l'annonce de 300 emplois supprimés dans l'entreprise Well, au Vigan, dans le Gard, dont la production de collants allait être délocalisée en Italie et en Asie. À Libourne, c'étaient 165 emplois supprimés à Arena,*

qui produit des maillots de bains. « LBO » entendait-on dire, « Leverage Buy Out ». Et « Private Equity » entendait-t-on encore. Qu'était-ce ? J'ai voulu en savoir plus et suis donc allé rencontrer Pierre-Yves Chanu, économiste à la CGT.

Dans d'autres émissions que j'ai faites, avec d'autres économistes, on avait vu que les entreprises cotées en Bourse étaient soumises à la pression des actionnaires. Et j'ai cru comprendre que, actuellement, c'étaient aussi les entreprises non cotées qui étaient dans le collimateur, qui se faisaient racheter par des sortes de fonds de pension. Ça fonctionne comment ? »

**Pierre-Yves Chanu** : « Je pense que vous faites référence à ce qu'on appelle d'un nom barbare — mais on utilise beaucoup les terminologies anglo-saxonnes en économie et en finance — les fonds de Private Equity.

Ce qu'il faut rappeler d'abord, c'est que la majorité des entreprises ne sont pas cotées en Bourse. En France, on a 2 millions d'entreprises. On en a 700 qui sont cotées en bourse. Bien sûr, ce sont des entreprises qui appartiennent à des groupes, donc ça fait plus, mais il faut rappeler que la majorité des entreprises sont des entreprises non cotées.

De ce point de vue, l'un des phénomènes nouveaux observés depuis quelques années, c'est la montée en puissance de reprises, de la part de fonds d'investissement qu'on appelle des fonds de « Private Equity » — ce qu'on peut traduire par « gestion privée », ou « gestion de fortune » — qui sont des fonds qui ont la capacité de lever des sommes absolument considérables, et qui placent en fait largement l'argent des fonds de pension. Ce sont ces opérations qui se sont développées dans la période récente. La plus spectaculaire est le rachat d'une entreprise d'électricité texane pour 44 milliards de dollars par l'un des principaux fonds de Private Equity. »

**Pascale Fourier** : « Mais quel est le but de ses reprises ? C'est parce que les patrons... »

**Pierre-Yves Chanu** : « En fait, il y a plusieurs cas de figure. D'abord, du point de vue de l'investisseur, c'est-à-dire du fonds de pension, ça permet en fait d'avoir une rentabilité supérieure à celle qu'ils auraient en bourse : on va faire 20 % quand la bourse rapporte seulement 15 %, et ça les intéresse par rapport à leur problématique qui est de payer des retraites. Du point de vue des entreprises, en fait, on peut trouver plusieurs cas de figures :

- Le plus classique, c'est le départ à la retraite de l'employeur, qui a donc besoin d'un repreneur.
- Un deuxième cas de figure qui est fréquent, c'est une entreprise qui considère que l'une de ses activités n'est plus stratégique : elle va donc chercher à la vendre.
- Et puis, le troisième, c'est que l'on retrouve parfois ces reprises par des fonds d'investissement dans le cas d'entreprises en difficulté. »

**Pascale Fourier** : « Et quand vous disiez qu'il réussissent à obtenir 20 % de rentabilité, ils font comment, ces braves gens ? »

**Pierre-Yves Chanu** : « C'est une technique un peu compliquée qui consiste à utiliser ce que les économistes appellent un « effet de levier ». En fait, si on la rachète une entreprise qui a une rentabilité financière de 15 % en rachetant les trois quarts par endettement, et que l'endettement est à 5 %, la rentabilité du quart de fonds propres va faire plus de 15 % : c'est ce qu'on appelle l'effet de levier. »

**Pascale Fourier** : « *On emprunte auprès d'une banque ?* »

**Pierre-Yves Chanu** : « En fait, on emprunte à plusieurs banques. »

**Pascale Fourier** : « *Et, je n'ai pas très bien compris comment le fait d'avoir un endettement permet de gagner plus d'argent. Vous pourriez le ré-expliquer ?* »

**Pierre-Yves Chanu** : « Le principe c'est que, si vous avez une rentabilité de 15%, et que vous n'êtes pas endetté, vous avez des fonds propres de 100 qui vont rapporter 15.

Si maintenant, au lieu de ne pas être endetté, vous êtes endetté pour les trois quarts, vous n'allez plus avoir que des fonds propres de 25, votre entreprise va toujours rapporter 15. Sur ces 15, si vous vous endettez pour les trois quarts à 5%, ça va vous faire un peu plus de 3%. 15 moins 3, cela fait 12. Eh bien 12, rapporté au 25 de vos fonds propres, ça ne fait plus 15%, ça fait presque 50%. C'est ça que l'on appelle l'effet de levier. »

**Pascale Fourier** : « *On pourrait se dire, tout cela c'est une très, très bonne chose parce que ça permet d'assurer justement la reprise d'entreprises de personnes qui autrement allaient les laisser tomber parce qu'ils partaient à la retraite. Donc c'est une bonne chose, toute cette affaire, non ?* »

**Pierre-Yves Chanu** : « Que les entreprises trouvent un repreneur, c'est une bonne chose. D'ailleurs il y a des techniques qui existent de longue date, y compris par des acteurs publics, qu'on appelle le capital-risque et à laquelle je suis tout à fait favorable.

Le problème qui est posé, c'est le comportement de ces repreneurs, qui cherchent en fait purement à réaliser une opération financière, et pour ce faire, au lieu d'accompagner l'entreprise dans la durée — ce qui serait une excellente chose —, ils font en sorte de pouvoir la revendre au bout de quatre ans, en général, et de la revendre beaucoup plus cher qu'ils ne l'ont achetée au départ. Pour faire ça, d'abord ils vont essayer de diminuer tous les coûts qui peuvent être diminués. Et assez vite, ces coûts, ce sont les frais de personnel. Et surtout, comme il faut bien payer l'endettement qui a permis d'acheter l'entreprise, un argent qui aurait servi à investir va chercher à rembourser l'endettement. Donc l'entreprise ne va pas investir et progressivement elle va avoir des difficultés. »

**Pascale Fourier** : « *Mais certains diraient que finalement les Private Equity, c'est mieux que ce que font les investisseurs en bourse : au moins, ils restent 4 ans...* »

**Pierre-Yves Chanu** : « Oui, mais ce serait mieux s'ils restaient plus que quatre ans. Leur problème, en réalité, ce n'est pas la croissance à long terme de l'entreprise ; leur problème est de doubler le prix de vente de l'entreprise dans une période très courte. »

**Pascale Fourier** : « *J'avais entendu un économiste, proche du MEDEF dans le temps, qui disait que finalement c'était quand même de bonnes choses, ces Private Equity, parce que ceux qui investissaient dans des entreprises comme celle-là, plus petites, pas des multinationales par exemple, étaient plus proches de la direction, étaient plus présents, étaient plus attentifs à la réalité de ce qui se passait dans l'entreprise. C'est l'expérience que vous en avez ?* »

**Pierre-Yves Chanu** : « Là encore, il y a reprise et reprise. C'est-à-dire qu'on ne peut pas comparer le comportement d'un investisseur dans une entreprise du CAC 40 avec le comportement d'un fonds dans une entreprise de 50 salariés. Ce n'est pas du tout pareil : dans une entreprise de 50 salariés, l'employeur, il travaille, il est très proche de ses salariés. Donc, en fait on compare des choses qui ne sont pas comparables.

Dans une entreprise importante rachetée par un fonds d'investissement, dans la pratique, le fonds d'investissement va dessaisir la direction de l'entreprise de ses prérogatives, dans la mesure où c'est lui qui va décider de la stratégie. Il ne va pas la décider en étant proche de l'entreprise, il va la décider en regardant des ratios. Moi je n'appelle pas être proche de l'entreprise et de ses salariés, de regarder si le montant des stocks rapportés au chiffre d'affaires correspond aux statistiques des analystes financiers, ou ne correspond pas. »

**Pascale Fourier** : « *LBO* », *qu'est-ce que ça va changer dans la gestion des entreprises ?* »

**Pierre-Yves Chanu** : « Ce qu'on observe dans les LBO, c'est qu'il y a trois conséquences très importantes dans la gestion de l'entreprise :

- La première, c'est sur les salaires et emplois. Dans la mesure où on cherche à réaliser des économies, on va très vite — mais ça, je crois qu'on l'a déjà évoqué — faire des économies sur l'emploi. Donc, il ne va pas y avoir forcément de plan de licenciement, mais l'entreprise ne va pas créer d'emplois.
- Deuxième conséquence, c'est sur l'investissement. On observe, notamment aux États-Unis, que les entreprises sous LBO sont des entreprises qui investissent moins que les autres, et à un moment donné, ça atteint la substance de l'entreprise.
- Et puis la troisième chose, ce sont des conséquences sur la gouvernance de l'entreprise. La direction de l'entreprise, c'est-à-dire concrètement son conseil d'administration, est dessaisie de ses activités, puisque sa prérogative principale, qui est de définir la stratégie, est définie par le fonds d'investissement.
- Et puis une quatrième conséquence, c'est que, dans un pays comme la France où il y a des institutions représentatives du personnel, qui ont un certain nombre de droits, les prérogatives de ces institutions représentatives sont vidées de toute

substance, puisque, là encore, ça se décide ailleurs que dans l'entreprise. »

**Pascale Fourier** : « *Depuis tout à l'heure, on dit « fonds d'investissement » mais, en l'occurrence — ma question est peut-être un peu bête — ce sont des gens comme vous et moi ?* »

**Pierre-Yves Chanu** : « Non. Ou alors il faudrait qu'on ait un peu d'économie... Les fonds d'investissement sont des établissements financiers d'un certain type qui sont spécialisés dans ce type d'opérations financières. En France, concrètement, ce sont principalement des filiales des banques et des compagnies d'assurances qui sont spécialisées dans ces activités. Par exemple, Axa, l'un des plus importants, a une filiale, « Axa Private Equity », qui est spécialisée dans ces opérations. Et même un acteur public comme la Caisse des Dépôt possède une importante structure de Private Equity qui s'appelle « CDC entreprises ». À l'origine, c'était ce qu'on appelait le « capital-risque », mais aujourd'hui 90 % de ces filiales de Private Equity font des opérations de reprises d'entreprises, et pas du capital-risque au sens classique du terme. »

**Pascale Fourier** : « *Il y a un petit truc que je ne comprends pas. Axa, normalement, fait des assurances... Quel est son intérêt de se lancer dans ce genre d'affaire ?* »

**Pierre-Yves Chanu** : « Axa fait des tas de choses. L'un des phénomènes les plus importants dans le secteur des assurances depuis 20 ans, c'est ce qu'on appelle la « banque-assurance », c'est-à-dire qu'on a un rapprochement entre les métiers de la banque et les métiers de l'assurance. Dans le même temps, on a un éclatement des métiers de la banque. En fait, faire de l'assurance-vie par exemple et faire de l'épargne, ce sont des choses très proches, et ça amène donc les compagnies d'assurances à aller de plus en plus sur les métiers bancaires. C'est pour cela que Axa a une filiale de Private Equity. »

**Pascale Fourier** : « *Et si ces gens-là n'existaient pas, quel autre processus pourrait-on mettre en oeuvre pour justement assurer la reprise d'entreprise de patrons qui partent à la retraite, etc... ?* »

**Pierre-Yves Chanu** : « Je rappelle que, avant, il existait ce qu'on appelle le capital-risque. Le capital-risque peut fonctionner autrement que les fonds de Private Equity. Le principal reproche que je fais à ces fonds, c'est de sortir au bout de quatre ans quand il faudrait être présent pendant 10 ans, et d'avoir fait une augmentation du résultat économique de ces entreprises. On pourrait faire la même chose, c'est-à-dire en particulier reprendre les entreprises, mais le faire différemment. De ce point de vue-là, on serait en droit d'attendre d'un acteur public comme la Caisse Des Dépôts par exemple de faire autre chose. C'est pour cela que, en ce qui nous concerne, à la CGT, nous proposons la création de Fonds Régionaux pour le Développement Solidaire des Territoires, qui associeraient des acteurs publics avec des investisseurs privés et dont l'une des fonctions pourrait être d'aider à la reprise des entreprises par les salariés, mais à des conditions différentes à la fois d'un point de vue financier,

et du point de vue de la capacité effective de ses salariés de décider de ce que fait leur entreprise. »

**Pascale Fourier** : « *Tout à l'heure vous avez utilisé le mot « capital-risque ». Mais on ne l'a jamais défini : qu'est ce que ça veut dire ?* »

**Pierre-Yves Chanu** : « Ce qu'on appelle le capital-risque, c'est en fait une technique financière, qui existe depuis très longtemps. Existaient dans les années 60 et 70 les sociétés de développement régional, par exemple, qui faisaient ce qu'on appelle aujourd'hui du capital-risque. Ca consiste à intervenir dans des entreprises, soit en fonds propres, soit en leur accordant des prêts, entreprises dans lesquelles les banquiers ou la bourse n'iraient pas naturellement parce que le risque est trop élevé, l'idée étant que si on réussit à mutualiser ce risque, on peut investir là où naturellement on n'investirait pas. Cette technique peut être extrêmement utile, notamment pour les PME, que les banques ont naturellement tendance à ne pas avoir envie de financer, en tout cas à long terme. »

**Pascale Fourier** : « *Les personnes qui investissaient dans le capital-risque n'avaient pas les exigences qui sont celles des Private Equity ?* »

**Pierre-Yves Chanu** : « Moins nettement. On investissait à plus long terme, mais on n'avait pas les exigences de rentabilité qu'on a aujourd'hui. »

**Pascale Fourier** : « *Parce qu'ils étaient moraux ?* »

**Pierre-Yves Chanu** : « C'était différent. Je dirais parce que la finance a beaucoup changé en 20 ou 30 ans et que, c'est vrai, l'exigence de rentabilité financière il y a 20 ans n'était pas ce qu'elle est aujourd'hui. Et puis on avait des acteurs publics qui intervenaient dans une logique de service public. Alors, après, il y a eu d'autres problèmes, mais ce n'était pas parce qu'ils ont été moraux qu'ils ont eu des difficultés, c'est parce que ce n'était pas toujours bien géré. »

**Pascale Fourier** : « *Est-ce que ça veut dire à terme, finalement, entre ce qui se passe à la Bourse et ce phénomène de Private Equity, que l'ensemble des entreprises qui ont un peu de corps on pourrait dire, qui sont quand même assez importantes, vont passer entre les mains de financiers qui vont demander une rentabilité aussi importante ?* »

**Pierre-Yves Chanu** : « Il y a quelque chose d'important dans ce que vous dites, c'est que n'importe quelle entreprise ne peut pas faire l'objet d'un LBO.

Pour avoir une entreprise qui soit intéressante du point de vue d'un LBO, c'est-à-dire qui va pouvoir rembourser ses dettes, il faut d'abord que cette entreprise ait des revenus récurrents, c'est-à-dire qu'il ne faut pas que ça soit un secteur dans lequel pendant trois ans ça se passe bien, et pendant trois ans on fait des pertes. Il faut qu'on fasse tout le temps de l'argent. C'est la première condition.

La deuxième condition, c'est que ce ne sont pas des entreprises en création, ce sont

des entreprises plutôt à maturité, d'où le problème de succession des employeurs. Et puis, troisièmement, il faut que l'entreprise ne soit pas endettée, parce qu'il faut qu'on puisse utiliser la trésorerie qui est là pour précisément payer les dettes qui vont apparaître.

Donc, on ne peut pas faire ça avec n'importe quelle entreprise.

Après, oui, toutes les entreprises qui présentent ces caractéristiques peuvent potentiellement être la cible de fonds d'investissement. J'avais dit de manière un peu audacieuse qu'un jour les fonds de capital-investissement pourraient se payer EDF. On trouvait que j'avais un peu exagéré et puis, juste après, on a eu une opération aux États-Unis, où on rachetait un opérateur électrique, ce que l'on appelle un énergéticien, qui était plus petit qu'EDF, mais qui n'était pas incomparable. Toutes les entreprises rentables ayant une bonne trésorerie peuvent aujourd'hui, vus les montants en cause, faire l'objet potentiellement d'un LBO. »

**Pascale Fourier** : « *J'ai cru comprendre aussi que les Private Equity à un moment revendent l'entreprise. Ils la revendent à qui ?* »

**Pierre-Yves Chanu** : « A un autre fond de Private Equity. C'est bien là le problème. Pour faire simple, l'objectif, quand on va racheter une entreprise, ça va être de doubler la valeur de l'entreprise en quatre ans. Quand on a bien choisi sa cible, quand elle a effectivement beaucoup de trésorerie, quand les délais clients sont par exemple de 90 jours, on peut les faire baisser à 60 jours etc, et on va y arriver.

Le problème, c'est que le deuxième fond va aussi vouloir en quatre ans doubler à nouveau la valeur de l'entreprise, et là, ça va être beaucoup plus compliqué.

C'est pour ça que je pense que autant ce qu'on appelle les « LBO primaires » sont souvent soutenables si c'est bien fait, autant les LBO secondaires et tertiaires... Ce sont ceux-là où, en réalité, on va commencer à supprimer des emplois, où on va reporter des investissements indispensables, etc. »

**Pascale Fourier** : « *Est-ce que ça veut dire aussi que ça mène à une logique, soit de délocalisation, soit d'achat de matières à l'étranger.* »

**Pierre-Yves Chanu** : « Ça conduit fortement à la délocalisation. C'est-à-dire que si on est dans un secteur dans lequel il y a un potentiel de délocalisation, alors la première chose qu'on va faire pour améliorer la rentabilité, ça va être de délocaliser. »

**Pascale Fourier** : « *Et ça peut être carrément la fermeture des unités en France ?* »

**Pierre-Yves Chanu** : « Cela dépend des secteurs. Dans un certain nombre de secteurs, ça sera forcément la fermeture des unités en France. Si on est dans les secteurs genre petit électroménager, textile, oui, alors là, si on n'a pas encore délocalisé, c'est la première chose qu'on va faire. »

**Pascale Fourier** : « *C'était « Des Sous Et Des Hommes », sur Aligre FM, en compagnie de Pierre-Yves Chanu qui est économiste à la CGT.*

*Je ne peux que vous conseiller de vous intéresser de près à ce problème de LBO et*

*des Private Equity. On trouve assez peu de renseignements sur le net, mais il y a un collectif qui a été monté dont on peut sans doute se rapprocher.*

*La semaine prochaine, émission mystère pour l'instant. En vérité je suis comme tout le monde, j'attends le résultat des élections. Et donc, pour l'instant, je ne peux rien dire. Peut-être une rediffusion en attendant de pouvoir faire mieux, ce dont je vous prie de m'excuser.*

*Voilà. En tous les cas à la semaine prochaine, et j'espère qu'on ne pleurera pas. »*