

# Le capital en action

Fabien Foureault

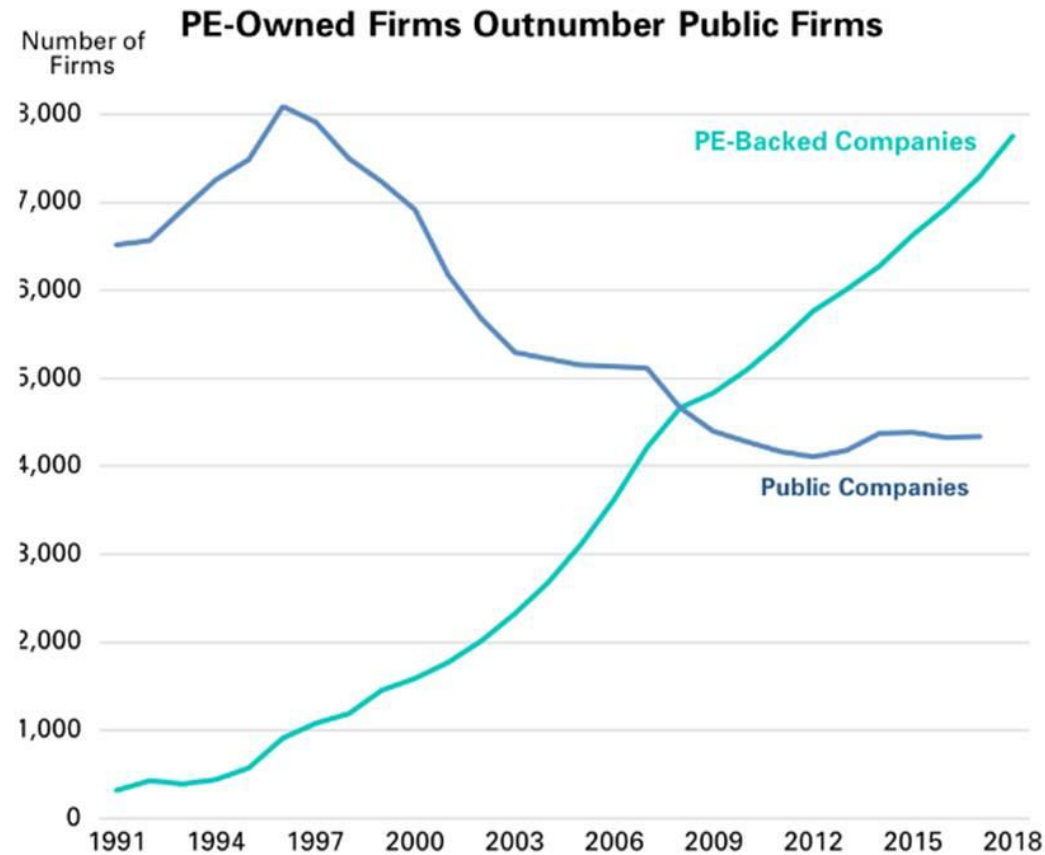
Atelier d'économie politique, CEPN (université Paris 13)

10/11/20

# Contexte

- La financiarisation dans le monde anglo-américain
  - Une nouvelle «conception du contrôle» des entreprises (Fligstein)
  - Accroissement du pouvoir des actionnaires (ex. part des dividendes et rachats d'actions)
  - Conséquences : ralentissement croissance, instabilité systémique, montée des inégalités
- La financiarisation en France: une portée atténuée, des modalités spécifiques?
- Les opérations de LBO (*Leveraged Buy-Out*) comme poste d'observation idéal

# Une éclipse des entreprises managériales ? US, Milken institute, 2019



# Une sociologie politique de la finance

- Pourquoi «sociologie politique» ?
  - La primauté des relations de pouvoir dans l'analyse du capitalisme
  - La centralité de l'entreprise comme «coalition politique» (March, 1962)
  - L'action collective des «investisseurs»
- Le LBO comme «arme organisationnelle» (Selznick, 1952)
  - Les stratégies de la valeur actionnariale sont une «nouvelle forme de la lutte des classes» (Fligstein et Shin, 2011, p. 421)
  - Les objectifs et les moyens: la discipline de la dette
  - Au-delà : le remodelage du capitalisme (français)

# Objectifs

<b>Mode de régulation de la firme</b>	<b>Bureaucratique</b>	<b>Financiarisé</b>
<b>Règle/heuristique pour les dirigeants</b>	Conserver le surplus et le réinvestir	Restructurer l'entreprise et distribuer les gains
<b>Relation à l'environnement</b>	Découplage et ajustement par slack	Recouplage et ajustement par flexibilité organisationnelle et salariale
<b>Engendrement du profit</b>	Extensif (économies d'échelle ou part de marché)	Intensif (optimisation des processus et ingénierie financière)
<b>Configuration</b>	Compromis fordien entre dirigeants et salariés sans les actionnaires	Compromis sloanien entre dirigeants et actionnaires sans les salariés
<b>Exemple</b>	EDF	Numéricable

## Les fonds de *private equity* (PE)

- Levée de fonds (10 ans)
- Prise de contrôle de cibles (5 ans)
- Rationalisation (rentabilité)
- Réalisation de la plus-value (vente à autre actionnaire)

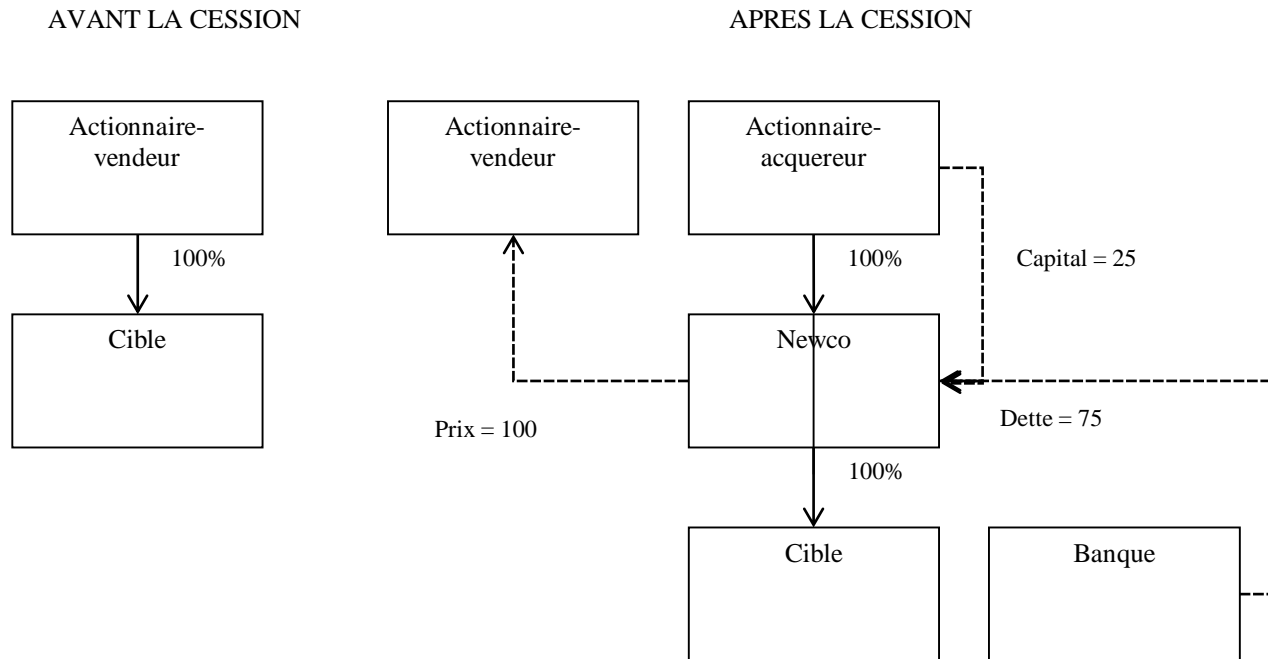
---

## Creating value

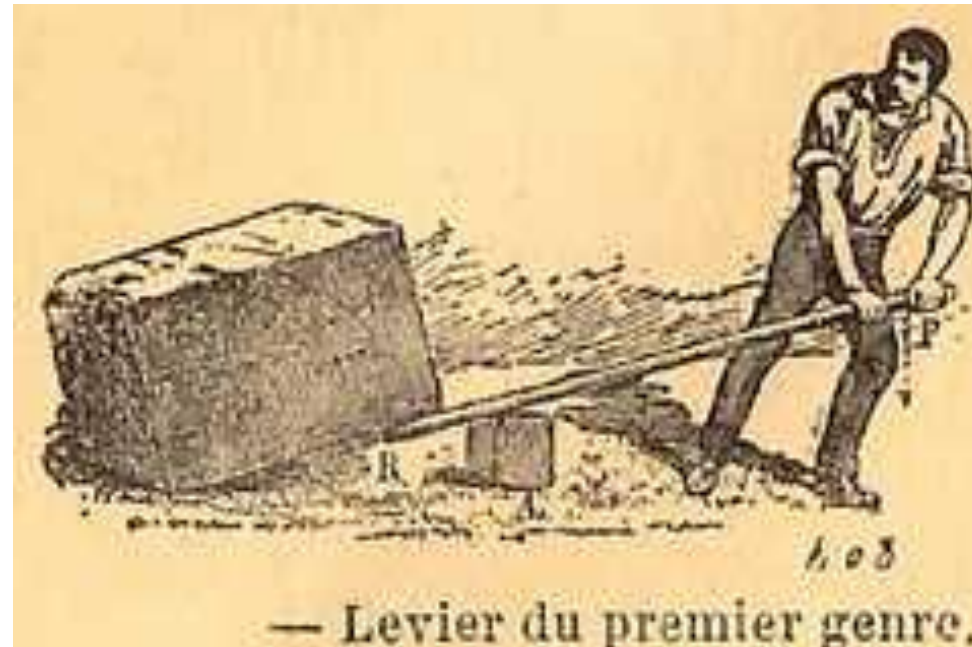
██████████ is a long - established private equity house with its roots in European buyouts. We discover compelling opportunities, back winning management teams and create value for investors. Since 1980 we have invested in 137 buyouts worth €46 billion.



# Leveraged Buy-Out (LBO)



# L'effet de levier de l'endettement



$$R = r + (r-i)(d/k)$$

# Une sociologie politique de la finance

- Pourquoi «sociologie politique» ?
  - La primauté des relations de pouvoir dans l'analyse du capitalisme
  - La centralité de l'entreprise comme «coalition politique»
  - L'action collective des actionnaires
- Le LBO comme «arme organisationnelle» (Selznick, 1952)
  - Les stratégies de la valeur actionnariale sont une «nouvelle forme de la lutte des classes» (Fligstein et Shin, 2011, p. 421)
  - Les objectifs et les moyens: la discipline de la dette
  - Au-delà : le remodelage du capitalisme (français)

# Michael Jensen (PhD U.Chicago, prof. HBS) en 1989

*« Debt is in effect a substitute for dividends – a mechanism to force managers to disgorge cash rather than spend it on empire-building projects with low or negative returns, bloated staffs, indulgent perquisites and organizational inefficiencies [...] Overleveraging creates the crisis atmosphere managers require to slash unsound investment programs, shrink overhead, and dispose of assets that are more valuable outside the company » (Jensen, Harvard Business Review, 1989, p. 67)*



# Charles de Croisset (IGF, Goldman Sachs Europe) en 2006

*« [le LBO] a peut-être encore mauvaise presse. Les fonds de Buy-Out ont contribué à la reprise économique dans le monde, enregistrée depuis les chocs pétroliers des années 1970. En réintroduisant la pression actionnariale, ils ont guéri les entreprises du « syndrome de bureaucratisation » qui menaçait toute celles ayant atteint une part de marché significative [...]. La pression pour l'actionnaire est encore mal perçue en France, mais elle est nécessaire. » (CF n°782, janv. 2006)*



# Probématique

- LBO en France: pourquoi ? Avec quelles conséquences?
- Enquête quali/ quanti: 68 entretiens et 1428 opérations (+ docs écrits)
- Plan
  - Structure du champ
  - L'émergence et la croissance des LBO
  - Les relations entre fonds et directions
  - La reconfiguration du pouvoir managérial
  - La concurrence et la coopération dans l'entreprise

Sciences sociales

Fabien Foureault

## Le Capital en action

Comment les fonds d'investissement prennent le contrôle des entreprises

# Points de discussion

- I. Le développement des LBO remet-il en cause le modèle français ?
- II. La prise de contrôle conduit-elle à une dépossession des dirigeants ?
- III. La logique financière déstructure-t-elle les entreprises ?

I. Le développement des LBO remet-il en cause le modèle français ?

# Naissance dans les «gogo 60's»



# Le champ des opérations, en France dans les années 2000

- Les fonds français ont moins de capitaux, mais sont plus nombreux (66%) que les fonds anglais (10%) et américains (6%)
- Trois fonds français sont particulièrement dotés en capitaux: PAI Partners, Axa PE (Ardian), Wendel Investissement
- Axa PE cumule toutes les ressources pertinentes (capitaux, parts de marché, centralité réseaux, prix reçus)
- Une «élite parisienne» articule les espaces internationaux et régionaux
- Le rôle central de la Caisse des Dépôts et Consignations

# La reconfiguration du champ

Types de fonds	Années 1980		Années 2000	
	N	%	N	%
Nouveaux acteurs, dont	5	24%	158	45%
Independants	4	19%	113	32%
Fonds	0	0%	32	9%
Bourse	1	5%	8	2%
Assurances	0	0%	5	1%
Acteurs traditionnels, dont	12	57%	101	28%
Banques	6	29%	70	20%
Etat	6	29%	16	5%
Industrie	0	0%	9	3%
Famille	0	0%	6	2%
NA	4	19%	96	27%
Total	21	100%	355	100%

# Le «LBO français»

- Années 1970-1980: La classe dirigeante repense le modèle français par «l'acclimatation» de solutions américaines et anglaises (Benquet et Bourgeron, 2019; Benquet, Foureault et Lagneau-Ymonet, 2020)
- 1984: le Rachat d'Entreprise par les Salariés (RES)
  - Le recadrage cognitif : des actionnaires aux cadres, des restructurations à la *transmission*
  - Alain Célérier (TEAM gestion): « *Les problèmes de succession et la vente d'une société étaient suspects, souvent assimilés à un échec ou une fin de règne [...] Pour entrer dans nos mœurs, le LMBO a donc pris l'aspect d'une mesure sociale: la reprise d'entreprise par les salariés* » (CF n°15, sept. 1988)
  - Le rôle de l'Etat : du contrôle au perfectionnement technique
- A partir des années 1990 : le cadrage «gouvernance d'entreprise» se superpose
- Années 2000: le LBO comme «atelier de réparation du capitalisme» (CAE, 2008)

II. La prise de contrôle conduit-elle à une dépossession des dirigeants ?

# Une divergence de «conceptions du contrôle ?» (Zajac et Westphal, 2004)

	<b>Logique d'agence</b>	<b>Logique managériale</b>
<b>Présupposés sur les dirigeants</b>	Agents des actionnaires Poursuivent des stratégies opportunistes qui vont à l'encontre de celles des actionnaires qui sont mieux à même de diversifier les investissements	Délégués de l'organisation Professionnels dont les compétences stratégiques sont essentielles à une bonne allocation des ressources
<b>Présupposés sur l'entreprise</b>	Un nœud de contrats, une fiction légale	Une institution avec des compétences spécifiques
<b>Liens avec les représentations sociales</b>	Logique du marché capitaliste	Logique de l'autonomie professionnelle
<b>Liens avec la théorie des organisations</b>	Théorie de l'agence de Jensen et Meckling	Théorie managériale de Chandler
<b>Implications pour la politique de rémunération</b>	Utilisation des incitations pour aligner les intérêts	Utilisation des salaires et autres avantages pour attirer et garder les talents
<b>Implications pour l'allocation de la trésorerie</b>	<b>Redistribution aux actionnaires</b>	<b>Conservation pour réinvestir</b>

# Des conflits gérables

- Des conflits non permanents : aléa, dénouement
  - Une divergence de «conceptions du contrôle ?»
    - Certes: distance, abstraction, objectivité (Boussard, Chambost)
    - Des actionnaires pas si néoclassiques : Dominique Nouvellet (Siparex)  
*«Lorsque les membres entendent Henry Kravis, fondateur, actionnaire et gestionnaire de KKR, déclarer que l'entreprise est une commodity, leurs cheveux se hérissent! A leurs yeux, une entreprise, c'est tout sauf cela! »*  
(Borderie, 2009, p. 214)
    - Des dirigeants pas si innocents : la rhétorique humaniste des *cost-killers*
- Des «associés-rivaux condamnés à vivre ensemble» (Bourricaud cité dans Lazega, 2009)

# Intérêts et limites de la participation

*« [L'actionnaire] a laissé au management un bon niveau d'autonomie tout en étant très présent quand cela était nécessaire, au cours des acquisitions par exemple. Il a su aussi garder une vision long terme du développement de HauteTechnologie, en investissant dans l'outil industriel et en maintenant l'effort d'innovation. [...] Il a été dur de convaincre [l'actionnaire] qu'il était nécessaire d'arrêter les frais, même si HauteTechnologie était rentable. Depuis, la décision a été prise d'arrêter la production de photomultiplicateurs, qui restait un foyer de perte pour l'entreprise et qui constituait un souci pour l'équilibre financier du groupe. » (Entretien du PDG de HauteTechnologie pour la presse, mai 2009.)*

# Les bases du «compromis sloanien»

- L'enrichissement des dirigeants
  - Des managers-actionnaires (39 % du capital en moyenne)
  - Les *management packages*: jusqu'à 15 % de la PV rétrocédée pour un LBO primaire et 35 % pour un LBO bis
  - Ex. Converteam (2008) : se partager 700 millions d'euros en 3 ans en surfant sur une croissance insoutenable
- Du dépeçage à la croissance externe (*build-up* ou *buy-and build*)

Xavier Moréno (Astorg Partners) : « *cette stratégie associe l'expertise du dirigeant qui gère la croissance de l'entreprise et celle du financier qui l'aidera à identifier les cibles, à négocier leurs acquisitions et à mettre en place les financements. [...] Nous participons donc ensemble à la création de valeur, et c'est ensemble que nous en récoltons les fruits. Ainsi mené, le LBU [Leveraged Build-Up] est une stratégie qui réconcilie le financier et l'industriel* » (CF n°467, Janv. 1999, p. 20).

- L'incorporation
  - Créer un club de dirigeants (ex. club Trèfle)
  - Devenir un associé opérationnel (*operating partner*)
  - Fonder son cabinet de conseil ou son fonds d'investissement (Noël Goutard, de Valéo à NG Investments)

# «Ça fait réfléchir...»

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

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

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

*Q : Donc le LBO c'était à la mode ?*

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

# Les bases du «compromis sloanien»

- L'enrichissement des dirigeants
  - Des managers-actionnaires (39 % du capital en moyenne)
  - Les *management packages*: jusqu'à 15 % de la PV rétrocédée pour un LBO primaire et 35 % pour un LBO bis
  - Ex. Converteam (2008) : se partager 700 millions d'euros en 3 ans en surfant sur une croissance insoutenable
- Du dépeçage à la croissance externe (*build-up* ou *buy-and build*)

Xavier Moréno (Astorg Partners) : « *cette stratégie associe l'expertise du dirigeant qui gère la croissance de l'entreprise et celle du financier qui l'aidera à identifier les cibles, à négocier leurs acquisitions et à mettre en place les financements. [...] Nous participons donc ensemble à la création de valeur, et c'est ensemble que nous en récoltons les fruits. Ainsi mené, le LBU [Leveraged Build-Up] est une stratégie qui réconcilie le financier et l'industriel* » (CF n°467, Janv. 1999, p. 20).

- L'incorporation
  - Créer un club de dirigeants (ex. club Trèfle)
  - Devenir un associé opérationnel (*operating partner*)
  - Fonder son cabinet de conseil ou son fonds d'investissement (Noël Goutard, de Valéo à NG Investments)

# La balance des forces (Zald, 1969)

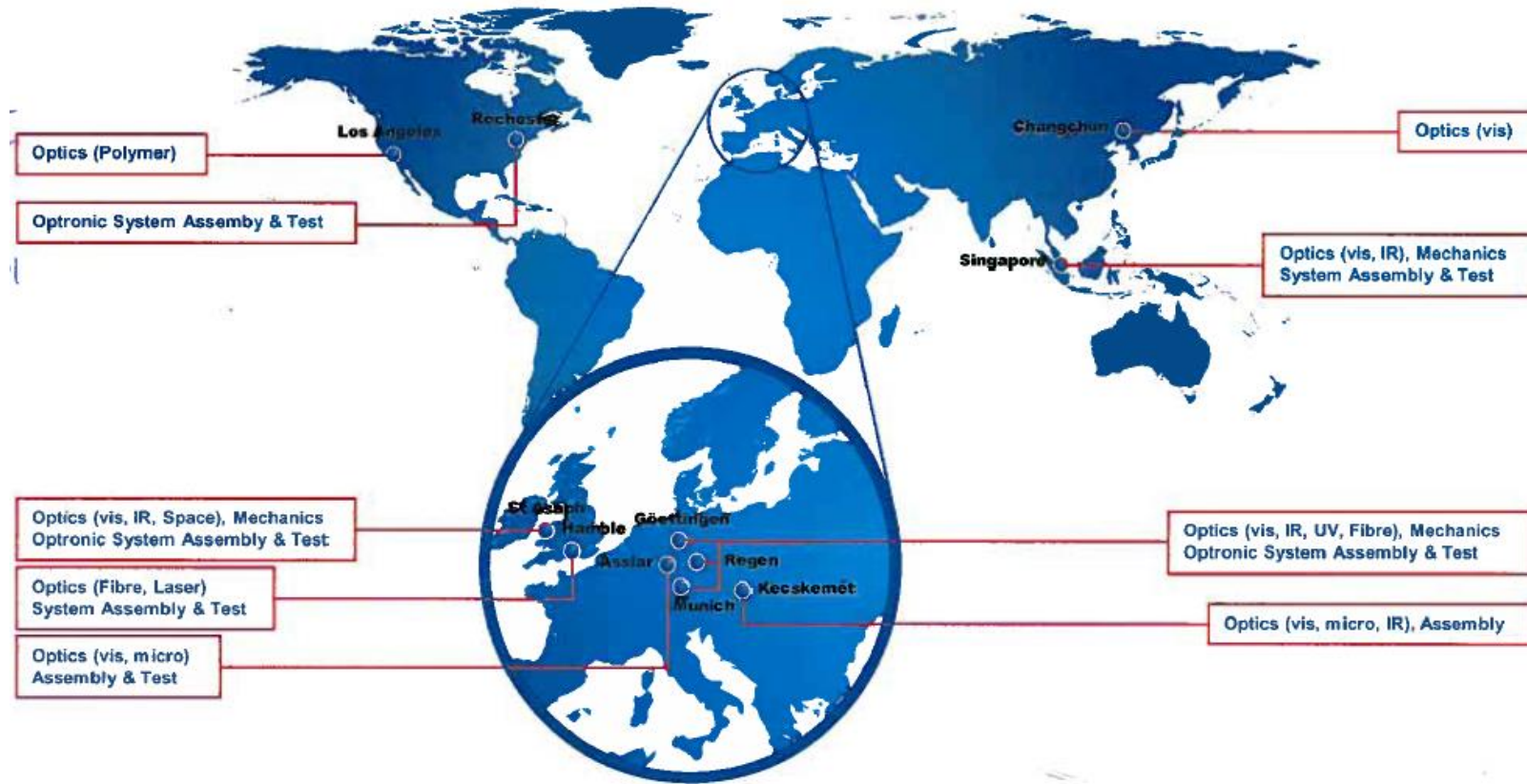
<b>Facteurs structurels de pouvoir</b>	<b>Fonds de PE</b>	<b>Directions des cibles</b>
<b>Concentration de la propriété</b>	+	-
<b>Endettement</b>	+	-
<b>Légitimité dans le secteur</b>	-	+
<b>Connaissances opérationnelles</b>	-	+
<b>Statut social des membres (ambigu)</b>	+	-
<b>Age de l'organisation (ambigu)</b>	-	+
<b>Crise économique et crise de succession</b>	+	-

III. La logique financière  
déstructure-t-elle les entreprises  
?

# Les études disponibles

- Sur l'emploi: une «destruction créatrice» plus élevée que les entreprises comparables
  - Des résultats nets plutôt négatifs sur l'emploi aux Etats-Unis
    - Davis et al. 2014 : -4,7 % (LBO secondaires : + 7%; P-to-P : -10 %)
    - Davis et al. 2019 : -4,4 % (LBO secondaires : + 6%; LBO sur filiales: -16%)
  - France: incertain
- Sur la stratégie, l'organisation et les conditions de travail : peu d'études empiriques.
  - En théorie : focalisation sur efficience > croissance, remodelage structure formelle
  - Les cibles sont tout autant rationalisées que les firmes cotées (Bloom et al. 2015).
    - Lean management
    - Indicateurs & incitations
    - Décentralisation sélective
  - Une performance qui s'essouffle vite ?

# Le cas: Technologie Avancée



A worldwide network of 11 manufacturing sites on three continents

# Reconfiguration du pouvoir managérial

- Renforcement du pouvoir propriétaire
  - les «100 premiers jours» : la stratégie du choc (2005) ?
  - *« Au début on avait des réunions... Enfin y'en a une, le maximum... y'a une réunion qui a duré –avec nos actionnaires [Capital Investments]- le maximum ça a été 18h. 18h dont les 7 ou 8 dernières heures, moi tout seul contre deux d'entre eux. C'est vraiment « contre », ça été très...très pénible. Donc ceci étant dit, après j'ai compris que c'est un grand classique. Les débuts sont toujours difficiles et ils en font exprès, pour montrer au management que les choses ne seront plus aussi faciles... qu'à l'intérieur d'un groupe comme [Systémix] ».* (entretien avec le PDG, 19/11/09)
  - Focalisation sur critères financiers : valeur des actions, Operating Cash Flow, EBITDA, Ventes et autres
- La crise du contrôle (2009-2010) et la nomination d'un émissaire
  - Avec la récession, un revirement stratégique mal accepté
  - Démission du PDG et remplacement par un associé opérationnel (Suédois, ex-cadre automobile)
- Mais pas de colonisation de l'entreprise
  - Après 2010: maintien de la coalition militaro-commerciale
  - Nomination du directeur de la division «*Defense & Aerospace*»

# Une ingénierie organisationnelle

## Structuration

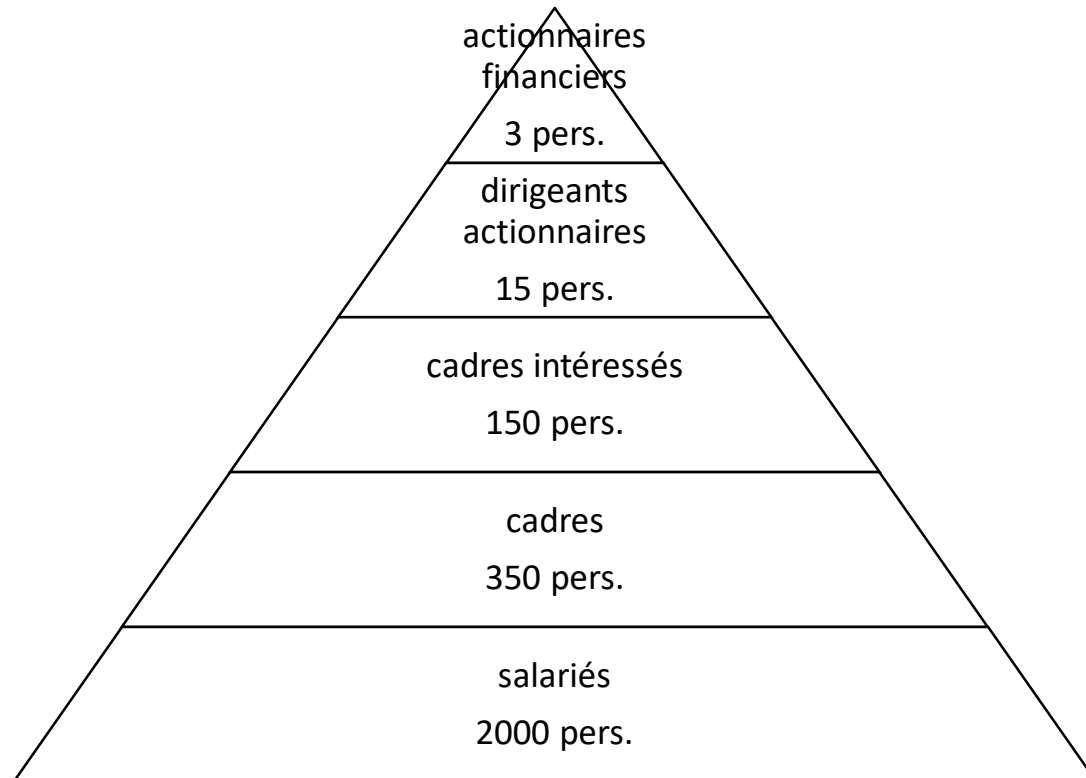
- 2005
  - Business plan et plan à 100 jours
  - Réunions mensuelles avec Capital Investments
  - Création d'une fonction financière
  - Mise en place d'un SI et d'un dispositif de gestion des stocks
- 2006
  - Acquisition Technik (doublement taille)
  - Comités d'intégration
- 2007
  - Plan de bonus pour les cadres
  - Etouffement du siège, mise en place d'une structure multidivisionnelle
  - Mise en place d'un *Key Account Management* et de réunions de R&D
  - Acquisition Optics
- 2008
  - Inauguration d'une nouvelle usine (Singapour)
  - Autorisations pour recrutements, investissements, grands contrats
- 2009
  - Fusion des marques
- 2010
  - centralisation/décentralisation, abandon des synergies
  - Planification top-down
  - Nouvelle usine en Allemagne

## Restructuration

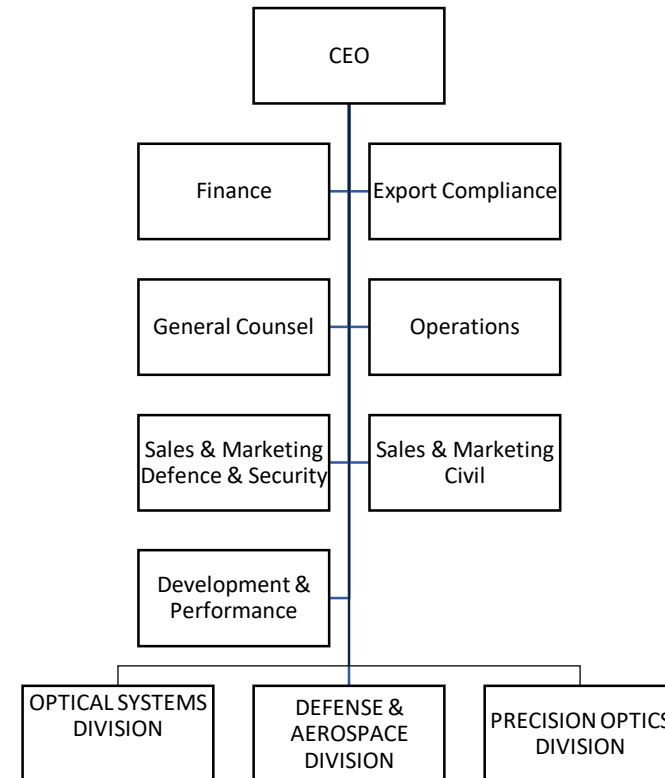
- 2008
  - cession d'une unité périphérique
  - Fermeture usine en Pologne
  - absorption de sites par Technik
  - fusion de deux unités américaines
- 2009
  - Chômage partiel en Allemagne
  - Revente de la société envisagée par Capital Investments
- 2010
  - Démission du P-DG, remplacement par émissaire de Capital Investments
- 2011
  - Cession de TA-PI
- 2012
  - Retrait de l'émissaire et remplacement par directeur de TA-UK (2010?)
- 2013
  - Vente à un concurrent sous LBO

# Un groupe plus structuré

## Le gouvernement par l'intérêt



## La forme multidivisionnelle



# Les raisons d'une faible coopération

- 2009 : Pression de l'actionnaire et de la direction sur l'intégration et les «synergies»
  - En recherche technologique : le séminaire peu fructueux, les groupes de travail en sommeil
  - En commercial : la concurrence larvée, le dispositif de *Key Account Management* détourné
  - Les top managers des unités freinent la politique du siège (brevets, trombinoscopes, sous-traitance...)
- Une raison centrale: un pouvoir peu légitime auprès de cadres méfiants
  - Incertitude forte et croissante : «*pas clair*», «*inquiétude*», «*expectative*», «*peur*»...
  - Préserver ses options stratégiques

# L'économie morale des cadres

*« On a aussi peur de donner trop d'informations techniques même si ça reste dans le Groupe. Par exemple nous à TechnologieAvancée on était des concurrents de Technik sur certains marchés. Il y a une certaine réticence à partager l'information. Personne n'est sûr que dans quelques années on ne sera pas de nouveau concurrents [...]. Les personnes qui travaillent dans le secteur de l'optique ont été témoins de beaucoup de changements : plusieurs propriétaires, beaucoup de réorganisations. On est conscient du fait que l'on a un propriétaire cette année, que le Groupe pourrait être cassé en plusieurs morceaux et que l'on pourrait avoir des propriétaires différents l'année prochaine.*

*Q : Ça pourrait arriver ?*

*Le business model de Capital Investments c'est d'acheter des entreprises et de les garder pendant trois ou cinq ans et de les vendre. Lorsque cela va arriver il n'y a aucune garantie selon laquelle le Groupe restera comme il est aujourd'hui. J'ai vécu ça de nombreuses fois dans ma carrière » (directeur de la R&D de TA-UK, 23/04/09).*

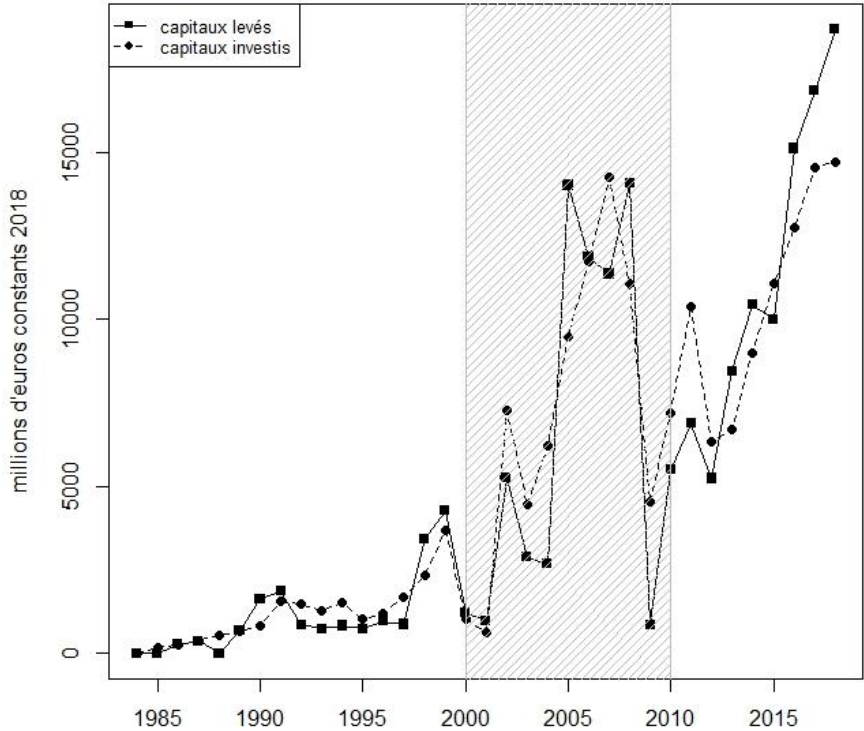
Un processus standard ?  
 Expansion →  
 Restructuration →  
 Accélération

« Le modèle était vraiment très simple:  
 achat, optimisation, *build-up*, revente en LBO  
 secondaire »

Christopher Mazek (Industri Kapital) dans la  
 presse

	Haute Technologie (HT)	Technologie Avancée (TA)
<b>Année du LBO</b>	2001	2005
<b>Durée du LBO</b>	7 ans	9 ans
<b>Secteur d'activité</b>	Optronique	Optronique
<b>Valeur de l'entreprise</b>	40 millions d'euros	220 millions d'euros
<b>Valeur des capitaux propres</b>	22 millions d'euros	100 millions d'euros
<b>% de contrôle acquis par le fonds de PE</b>	73%	90 %
<b>% de contrôle acquis par les cadres dirigeants</b>	27%	10%
<b>Caractérisation du fonds et du montage</b>	Fonds français, activisme moyen Montage financier peu agressif	Fonds anglais, activisme fort Montage financier agressif
<b>Nombre de salariés</b>	- Avant le LBO : 600 - A l'issue du LBO : 950 (pic de 1200 entre-temps)	- Avant le LBO : 1400 - A l'issue du montage : 1900 (pic de 2500 entre-temps)
<b>Modalités de sortie</b>	Cession à un autre fonds (LBO tertiaire)	Cession à un concurrent sous LBO, détenu par un fonds américain
<b>Issue de l'opération</b>	Bonne performance pour le fonds, toujours leader sur son marché	Mauvaise performance pour le fonds, en difficulté et liquidé en 2018

# To be continued...



# Conclusion

- Le LBO comme cas-limite du capitalisme financier
  - Le développement des LBO contribue à remodeler le capitalisme français
  - La prise de contrôle permet d'enrôler les dirigeants aux cotés des actionnaires
  - Les fonds d'investissement s'appuient sur la bureaucratie pour la réorienter vers des objectifs peu légitimes auprès des cadres
- Implications
  - Analyse du capitalisme: le capital *en action*
  - Débat public : comment la machine fonctionne

# Merci

- **Mémorandum avec le Public Investment Fund du Royaume d'Arabie Saoudite**



*Michel Chabanel, Président de l'AFIC, signe le Mémorandum pour favoriser l'investissement dans des fonds français.*

# Elargir la focale

- Méta-projet : Financiarisation en Europe, causes et conséquences
  - Une reformulation de la question sociale ?
- Comment expliquer le développement du « marché de la prise de contrôle » en Europe ?
  - Hypothèse : les différents modèles de gouvernance – qui donnent plus ou moins de pouvoir aux actionnaires - rendent compte de son inégal développement
  - Quanti : correspondance entre la morphologie des actionnaires et les modèles de gouvernance (*Household Finance and Consumption Survey*)
  - Quali : conceptions de l'entreprise et justification du rôle économique (entretiens)
- les constats de la littérature en sociologie des organisations et du travail sont-ils liés au marché de la prise de contrôle ?
  - Hypothèse : les changements de propriété facilitent le changement organisationnel (Modèle « *lean and mean* » ?)
  - Quanti : variables indicatives du *lean management* et capital social (*European Company Survey*)
  - Quali : expérience des réorganisations et trajectoires professionnelles des cadres et salariés (entretiens)