

Document  
mis en distribution  
le 6 décembre 2007



N° 409

# ASSEMBLÉE NATIONALE

CONSTITUTION DU 4 OCTOBRE 1958

TREIZIÈME LÉGISLATURE

---

Enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 14 novembre 2007.

## PROPOSITION DE RÉSOLUTION

*tendant à la création d'une **commission d'enquête** sur la place et le rôle des **fonds d'investissement** dans l'économie, sur leurs **méthodes d'acquisition d'entreprises** par effet de levier appelées **LBO**, sur les **conséquences** de telles pratiques pour l'**emploi**, les **salaires** et les **conditions de travail** ainsi que sur les solutions alternatives qui pourraient être mises en œuvre à partir de la constitution d'un **pôle financier public**,*

(Renvoyée à la commission des finances, de l'économie générale et du Plan, à défaut de constitution d'une commission spéciale dans les délais prévus par les articles 30 et 31 du Règlement.)

### PRÉSENTÉE

PAR MM. ALAIN BOCQUET, MME MARIE-HÉLÈNE AMIABLE, MM. FRANÇOIS ASENSI, PATRICK BRAOUEZEC, JEAN-PIERRE BRARD, MME MARIE-GEORGE BUFFET, MM. JEAN-JACQUES CANDELIER, ANDRÉ CHASSAIGNE, JACQUES DESALLANGRE, MME JACQUELINE FRAYSSE, MM. ANDRÉ GERIN, PIERRE GOSNAT, MAXIME GREMETZ, JEAN-PAUL LECOQ, ROLAND MUZEAU, DANIEL PAUL, JEAN-CLAUDE SANDRIER ET MICHEL VAXÈS,

députés.

## EXPOSÉ DES MOTIFS

MESDAMES, MESSIEURS,

Conduite à examiner le 17 janvier dernier une première proposition de création de commission d'enquête sur la place et le rôle des fonds d'investissement dans l'économie, présentée par les députés communistes et républicains, la commission des finances en avait rejeté le principe mais avait convenu : *« d'une part, de procéder prochainement à l'audition de plusieurs acteurs du secteur, comme l'AFIC, le "Collectif LBO" et CDC Capital Investissement, et, d'autre part, que la commission des finances de la prochaine législature organise une mission d'information »*.

Dix mois plus tard et malgré l'urgence économique et sociale, ces décisions n'ont été que partiellement mises en application. Seule une partie des auditions prévues, auxquelles il faudrait ajouter de nombreuses autres, a été réalisée le 24 janvier, sans traiter d'ailleurs l'ensemble des problèmes posés par l'irruption du dispositif des LBO (*Leveraged buy-out*) dans l'économie, ni faire non plus le tour de ceux abordés le 24 janvier.

Et, en dépit de la constitution d'une nouvelle commission des finances pour la XIII<sup>e</sup> législature, la mission d'étude n'est toujours pas engagée ni le Collectif LBO auditionné. Or les réunions des 17 et 24 janvier de la précédente commission, avaient confirmé l'ampleur des problèmes posés. Et nombre d'évènements, économiques en priorité, survenus en 2007 notamment cet été, ont tendu une situation déjà fort préoccupante.

Avant de les évoquer, il faut cependant revenir sur les décisions de janvier dernier de la commission des finances.

Ces décisions étaient intervenues en effet au terme d'un échange nourri par un rapport consacré au dispositif des LBO. Dispositif qui, il faut le rappeler, permet l'acquisition d'entreprises par un endettement pouvant atteindre 75 % ou 80 %, voire

plus, du coût de l'opération dont la charge est imputée à la société cible et donc à ses salariés.

Ce rapport mettait en avant : le poids économique manifeste acquis par les fonds d'investissement ; la méconnaissance de leurs effets sur l'emploi, les salaires et les conditions de travail.

Sur le premier point, les données publiées par l'Association française des investisseurs en capital (AFIC), sur la base d'une étude du cabinet d'audit Ernst & Young, constituent des éléments utiles, d'appréciation de la situation.

En 2005, le capital investissement a levé en France, 12 milliards d'euros et a investi 8,1 milliards d'euros dans 1 253 entreprises non cotées, soit une hausse de 55,6 % par rapport à 2004. Il représente, à travers les 4 852 entreprises en portefeuille, près de 200 milliards d'euros de chiffre d'affaires, et plus de 1,5 million d'emplois, soit près de 9 % des effectifs salariés du secteur privé.

Mais ces chiffres ne permettent pas d'apprécier l'expansion continue du système des LBO – en 4 ans le marché européen des LBO a pratiquement triplé –, ni son extension à l'ensemble des secteurs de l'économie française, qu'il s'agisse par exemple comme aujourd'hui, de la santé et des activités médicales (résidences médicalisées), ou dans une toute autre direction, de la plasturgie. Ce travail indispensable reste à faire.

Il est nécessaire de mesurer cette croissance et cette emprise, leur évolution la plus récente, si l'on veut bien en particulier considérer et rapprocher ce chiffre d'affaires énorme (200 milliards d'euros), des 1 700 milliards d'euros du PIB national, ou les 1,5 million d'emplois sous LBO, équivalents des 1,5 million d'emplois que concentrent les plus grandes entreprises françaises regroupées au sein du CAC 40.

Il est temps qu'une commission d'enquête parlementaire éclaire la représentation nationale sur ces enjeux, à l'instar du Royaume-Uni, de l'Allemagne, des Pays-Bas, du Danemark mais aussi des États-Unis et de l'Australie.

Sur le second point, celui de l'impact social des LBO, les éléments d'appréciation évoqués en particulier par M. Patrick

Sayer, alors président de l'AFIC, dans son audition du 24 janvier 2007 devant la commission des finances, reposaient sur une étude rendue publique postérieurement à cette audition, et réalisée par la société Constantin qui se présente elle-même comme le second cabinet français d'audit indépendant.

Les conclusions tirées par l'AFIC sont largement contestées, qu'il s'agisse de l'évolution des salaires au sein des entreprises sous LBO, ou de l'évolution de l'emploi. Tout aussi important, les conditions de réalisation de cette étude et les conditions de lecture ont été remises en cause. Pour l'essentiel, la véritable étude reste à faire.

Sur 800 entreprises recensées, seules 200 avaient en effet, été enquêtées et à peine 94 avaient répondu formant en outre, un échantillon non explicite. De plus il a été établi que les entreprises sous LBO, disparues entre 2003 et 2006, figuraient très peu nombreuses dans l'échantillon, et que par contre les entreprises de taille moyenne ou grande y étaient sur représentées : 28 % des entreprises enquêtées, alors qu'elles ne constituent que 20 % des entreprises en LBO recensées.

Faut-il le souligner, nombre de témoignages de salariés, d'élus du personnel et de délégués syndicaux infirment les conclusions très favorables hâtivement tirées par les auteurs et commanditaires de cette étude d'impact. C'est, exemple parmi d'autres, le cas de TDF rapporté par un délégué du personnel :

*« À TDF nous subissons notre deuxième LBO. De 1998 à 2006, les effectifs ont fondu de 3 600 à 2 600 salariés (...). Notre activité concerne la diffusion radio et télé en analogique et en numérique (...). Les accords RTT, les embauches sont remis en question par les nouveaux actionnaires (...). Les fonds Texas Pacific, Axa private equity, la filiale de la CDC et Charterhouse ont racheté TDF pour 4,9 milliards d'euros à des fonds qui avaient acheté TDF en 2002 pour 1,7 milliard d'euros. Le taux d'endettement pour l'opération de rachat est proche de 80 %. Ils coupent donc tout ce qui est social. »*

Ces constats de terrain, relevés en 2007, confortent l'appréciation explicite que portait le quotidien *La Tribune* dans son édition du 27 novembre 2006 :

*« Il ne faut pas se voiler la face : les fonds sont des gestionnaires rigoureux et exigeants, d'abord motivés par la plus-value qu'ils réaliseront lors de la revente (d'ailleurs de plus en plus rapide), de leurs participations. Et loin des statistiques de la profession qui font état d'un développement de l'emploi sous leur gestion, la perception des salariés et du management intermédiaire, auxquels on demande des performances accrues et parfois des sacrifices, est tout autre. Pour eux, les fonds ne sont pas des créateurs de valeur mais d'abord une nouvelle richesse dont ils se sentent exclus. »*

Les salariées de l'usine Arena de Libourne fermée au printemps dernier ne disent rien d'autres lorsqu'elles dénoncent la délocalisation en Chine des productions dont elles avaient la maîtrise. Cette décision du fonds d'investissement italien BS private equity a envoyé 169 ouvrières hautement qualifiées vers une cellule de reclassement et l'ANPE. *« On a été sacrifiées sur l'autel de la rentabilité »*, soulignait une déléguée syndicale. *« Cette usine était performante. Elle gagnait de l'argent. Mais les investisseurs voulaient en gagner plus, et ça fait mal. »* Quant aux salariées de l'entreprise pharmaceutique Arkopharma et aux élus du conseil général des Alpes-Maritimes qui viennent d'adopter début novembre, une motion dénonçant le projet d'acquisition de cette société par un fonds anglo-saxon, ils n'ont aucun doute sur la menace que représente cette opération en LBO pour les 1000 emplois en jeu.

Gagner plus, atteindre et dépasser largement des taux de rendements annuels de 15 à 30 %, voire 50 %, pour rembourser le capital emprunté *« en deux ans et demi en moyenne »* rappelle *Le Figaro*, c'est l'objectif de l'ensemble des fonds, toujours plus nombreux, qui se constituent.

Des fonds à l'image de l'emblématique américain Blackstone, capable de conduire des opérations dépassant les 30 ou 40 milliards de dollars. Blackstone, présent en Europe où il est, par exemple, le second actionnaire de Deutsche Telekom, et qui a cédé cet été 9,7 % de son propre capital à l'État chinois pour 3 milliards de dollars.

Face à de tels prédateurs qui ont les moyens de racheter les plus grandes entreprises françaises, le moins que l'on puisse dire

est qu'il est devenu essentiel de faire le point de la financiarisation de l'économie nationale, européenne et mondiale qui s'accélère sous nos yeux.

Non seulement d'ailleurs faire le point de cette financiarisation mais aussi des remèdes qu'il convient d'y apporter, et qu'une commission d'enquête parlementaire a la responsabilité de contribuer à définir.

L'indice 2006 « Argos Soditic – Epsilon France » publié fin mars montrait que le prix des PME achetées puis revendues par des fonds, a connu une hausse de 30 % depuis deux ans. Cette tendance est générale en France et dans la zone euro. Une spéculation s'effectue autour de ces PME et ce mouvement est confirmé par le nombre de cessions, en constante augmentation depuis l'an 2000.

Alors, quand la presse économique constate que les *hedge funds*, fonds alternatifs ou fonds spéculatifs, sont passés de 600 à près de 10 000 en 25 ans ; quand elle chiffre à 700 % en 10 ans la progression de leurs encours qui dépassent les 1 240 milliards d'euros, c'est-à-dire, note *Le Monde*, « *presque le PIB de l'Italie* » ; quand elle rappelle que l'effet de levier (LBO) conduit ces fonds à emprunter parfois « *cinq à dix fois leurs fonds propres* »... il est plus que temps de remettre en cause l'opacité de ces situations, de contribuer à en établir un point précis et de les réglementer.

Le 24 janvier 2007 en réponse à une question du député communiste Jean Claude Sandrier, M. Gonzague de Blignières écartait au nom de l'AFIC le risque de constitution d'une bulle financière : « *Une bulle financière se crée lorsque des actifs ne peuvent plus être vendus. Or, en l'occurrence, les liquidités sont énormes et l'on trouve toujours un acheteur.* »

Jean-Paul Betbèze, chef économiste de Crédit agricole SA, se montre plus réservé lorsqu'il déclare qu'« *aux excès boursiers de la bulle Internet dans les années 2000, il ne faudrait pas répondre par un excès contraire dans le domaine du LBO et donc de l'endettement* ». Le LBO peut soutenir « *le développement des moyennes entreprises dont la France a tant*

*besoin pour développer et renforcer son tissu industriel » mais « un excès peut être fatal à nombre de PME ».*

Et pour ce qui est de trouver des acheteurs à tout coup, la chose est désormais moins sûre, à l'exemple de Daimler-Chrysler qui cet été, éprouvait d'autant plus de difficultés à céder sa filiale américaine au fonds Cerberus, que le groupement de 12 banques sollicité à cet effet, avait choisi au dernier moment, de se retirer. Il semble qu'il en ait coûté au bas mot 2,5 milliards d'euros à la firme allemande prise dans la crise des *subprime*, pour parvenir à ses fins. Et, à peine trois mois plus tard, il semble aussi que Cerberus soit déterminé à mettre en œuvre l'objectif de rentabilité à marche forcée qui caractérise ces opérations, si l'on en juge par les annonces cumulées de 23 000 suppressions d'emplois, de réduction des salaires ou encore de transfert de la gestion des retraites à un fonds de placement.

Ces mises en garde demandent d'être approfondies si l'on veut se faire une idée plus précise, mieux éclairée, de la situation de l'économie réelle. Prendre la mesure de l'état de dépendance dans lequel elle se situe désormais, face à ces techniques financières qui imposent aussi bien aux PME qu'aux grands groupes du CAC 40 des politiques de gestion répondant à l'exigence de sur création de valeur pour l'actionnaire.

Mais ces mises en garde rejoignent aussi, sur le fond, l'Appel de Paris adopté le 16 mars dernier, par des confédérations syndicales de 15 pays européens et une douzaine d'organisations syndicales internationales. Appel lancé aux ministres de l'OCDE et aux dirigeants du G8, pour que soient respectés dans les entreprises sous LBO « *la réglementation (sociale, juridique et fiscale), les droits des salariés à la négociation collective, à l'information, à la consultation et à la représentation* ».

Ces fonds, développe l'Appel de Paris, sont devenus « *en très peu de temps des détenteurs de valeurs considérables de capitaux, et des acteurs essentiels de pans entiers de l'économie et de l'emploi. La part des LBO dans le volume des fusions et acquisitions excède les 20 % de certaines économies de l'OCDE.* » Ils « *échappent à une grande partie de la réglementation qui s'applique aux organismes de placement collectifs,*

*aux banques et aux sociétés d'assurance, notamment dans les domaines des règles prudentielles relatives aux investissements, et les normes de communication financière (...). Les taux de rendement très élevés requis (...) peuvent menacer les intérêts à long terme de l'entreprise cible et les conditions d'emploi décent et de sécurité des salariés. »*

La crise des *subprime* américains, ses effets en cascade sur la politique mondiale et donc européenne et française du crédit, donnent un poids supplémentaire à ces prises de position exigeant qu'un coup d'arrêt soit porté à ces dérives, et une réorientation de l'organisation et du fonctionnement de l'économie.

Le bilan que dresse le mouvement syndical européen des ravages et des dangers que le dispositif des LBO contribue à faire subir aux entreprises, au monde du travail et aux économies européenne et nationales étroitement imbriquées, mérite d'être appréhendé et pris en compte par une commission d'enquête parlementaire.

Enfin, chacun est à même de constater au-delà des apparences, le ralentissement actuel du marché français des acquisitions en LBO. « *Le marché français du LBO n'est pas aussi actif qu'il l'aurait été sans la crise du subprime* », note le quotidien *Les Échos* auquel un banquier fait observer que « *plusieurs dossiers de taille moyenne qui auraient dû démarrer à la rentrée ont été repoussés à des jours meilleurs (...) Les vendeurs de ces actifs ont anticipé qu'avec les niveaux actuels d'effet de levier, ils ne pourraient pas obtenir des fonds les prix qu'ils attendaient.* »

Force est de constater par conséquent l'incertitude considérable et les aspects contradictoires qui, aussi bien sur les plans structurel que conjoncturel, habitent le fonctionnement des économies. En France où les LBO sont clairement envisagés comme le moyen privilégié de cession de PME par leurs propriétaires, et alors que 700 000 patrons de petites et moyennes entreprises prévoient de se retirer dans les 10 ans à venir, toutes ces questions prennent une force et un relief supplémentaires, qui plus est en raison de la persistance d'un



chômage de masse, de l'explosion de la précarité et du maintien d'une croissance atone.

Enfin le rôle des banques mérite d'être interrogé à l'heure où d'aucuns pointent du doigt, d'une part leur disposition à refuser de financer les besoins courants de trésorerie des PME, et d'autre part leur capacité à prêter jusque dans une période récente, sans sourciller, des sommes considérables aux fonds d'investissement pour financer les opérations de LBO.

« *Les banquiers gagnent plus d'argent à faire du négoce de dette qu'en tant que prêteurs* » souligne par exemple Gonzague de Blignières.

Il y a un vrai problème, celui de la titrisation, c'est-à-dire de la cession d'une dette à d'autres investisseurs. Mais se pose aussi la question des commissions de montage suscitées entre autres par les opérations de LBO.

Olivier Kintgen, directeur général de la société de multigestion alternative Eraam, constate que les banques ont abandonné aux *hedge funds* « *les métiers exposés à la volatilité, pour se constituer de nouveaux revenus par le courtage généré par ces fonds très actifs. Il y a eu un transfert bienveillant des compétences et des risques.* » En quelque sorte un marché « gagnant-gagnant » dont le monde du travail et les collectivités territoriales règlent la note.

« *Au-dessus des banques, ajoutent des syndicalistes de la Banque de France, il y a aussi la responsabilité de la Banque Centrale Européenne qui légitime ces politiques financières socialement destructrices (...). Les banques qui ont chacune un compte ouvert auprès de la BCE, sont tenues de s'y refinancer pour pouvoir elles-mêmes octroyer des crédits (...). En cela, la BCE a les moyens techniques d'influencer l'utilisation même des crédits, des emprunts bancaires* ».

La crise des *subprime* et ses conséquences en Europe montrent que la BCE ne se prive pas de voler au secours des marchés, sans résultats probants à cette heure, et pourtant à quel prix ! Cela ne donne que davantage de poids à l'importance des solutions alternatives à mettre en œuvre.

Le rapport proposé à l'examen de la commission des finances du 17 janvier dernier en évoquait plusieurs, importantes et pleinement d'actualité, à commencer par la maîtrise du capital investissement grâce à la mise en place d'un pôle financier public. La mise en place d'un tel pôle permettrait en effet de travailler avec le secteur privé de l'économie, d'intervenir en faveur du développement de l'emploi, de la formation, de la recherche et de l'innovation, et de protéger l'industrie, les activités de services et tertiaires et les bassins d'emploi, des gâchis que produit aujourd'hui la financiarisation à outrance de l'économie.

D'autres solutions alternatives au dispositif des LBO et indispensables à en maîtriser les excès, seraient également à débattre et à préciser par une commission d'enquête parlementaire pour : l'encadrement réglementaire et la transparence des pratiques des fonds d'investissement ; l'information et l'intervention des institutions représentatives des personnels sur et dans la gestion des entreprises ; les droits des salariés ; la réforme de l'imposition applicable aux entreprises puisque le dispositif du LBO produit des pertes de recettes fiscales pour l'État ; le partage de la plus-value...

Plus encore qu'il y a dix mois, la situation de l'économie nationale et de l'emploi, la gravité des dangers renforcée par la crise des *subprime* et du crédit, nécessitent que l'Assemblée nationale se saisisse de ces problèmes.

C'est pourquoi il est proposé d'adopter la présente résolution tendant à la création d'une commission d'enquête parlementaire sur la place et le rôle des fonds d'investissement dans l'économie, sur leurs méthodes d'acquisition d'entreprises par effet de levier appelées LBO, sur les conséquences de telles pratiques pour l'emploi, les salaires et les conditions de travail ainsi que sur les solutions alternatives qui pourraient être mises en œuvre à partir de la constitution d'un pôle financier public.

## PROPOSITION DE LOI

### **Article unique**

En application des articles 140 et suivants du Règlement, est créée une commission d'enquête de trente membres chargée d'investiguer sur la place et le rôle des fonds d'investissement dans l'économie, sur leurs méthodes d'acquisition d'entreprises par effet de levier appelées LBO, sur les conséquences de telles pratiques pour l'emploi, les salaires et les conditions de travail ainsi que sur les solutions alternatives qui pourraient être mises en œuvre à partir de la constitution d'un pôle financier public.