

# RAPPORT CSI

CSI Confédération syndicale internationale  
Juin 2007



## Quand la banque gagne à tous les coups :

### Fonds à capital-risque et fonds spéculatifs - Le nouveau capitalisme de casino

Créée le 1er novembre 2006, la CSI représente 168 millions de travailleurs, dont 40% de femmes, au sein de 304 organisations affiliées nationales dans 153 pays. La CSI est une Confédération de centrales syndicales nationales, dont chacune rassemble les syndicats d'un pays donné. L'affiliation est ouverte aux organisations syndicales qui sont indépendantes de toute influence extérieure et qui sont dotées d'une structure démocratique.

La première mission de la CSI consiste à promouvoir et à défendre les droits et les intérêts des travailleurs/euses au travers de la coopération internationale entre les syndicats, de campagnes mondiales et d'actions militantes au sein des principales institutions internationales. Le document de programme adopté lors du Congrès de fondation de la CSI expose le cadre stratégique général de la Confédération, établi sur base des politiques poursuivies par la CISL et la CMT.

Ses principaux domaines d'action sont : les droits syndicaux et les droits humains, l'économie, la société et le lieu de travail, l'égalité et la non-discrimination, la solidarité internationale.

La CSI adhère aux principes de la démocratie et de l'indépendance syndicales tels que précisés dans ses statuts.

---

CSI  
5 Boulevard du Roi Albert II, Bte1  
1210 Bruxelles  
Belgique

Téléphone: +322 224 02 11  
Fax: +322 201 58 15  
E-mail: <mailto:info@ituc-csi.org>

[www.ituc-csi.org](http://www.ituc-csi.org)

---

Si vous avez des commentaires ou des questions sur ce rapport veuillez les adresser à Kristian Weise à l'adresse suivante: [kristian.weise@ituc-csi.org](mailto:kristian.weise@ituc-csi.org)

**Quand la banque gagne  
à tous les coups :  
Fonds à capital-risque  
et fonds spéculatifs -  
Le nouveau capitalisme  
de casino**

CSI  
Juin 2007

Le présent rapport fait état des expériences en matière de fonds à capital-risque et de fonds spéculatifs dans l'ensemble de la famille syndicale. Nous tenons à remercier tout particulièrement la CSC-OCDE, la CSE et les Fédérations syndicales internationales de leurs actions visant à mettre en évidence les défis et les problèmes de ces phénomènes et à les intégrer dans l'agenda international.

# Quand la banque gagne à tous les coups : Fonds à capital-risque et fonds spéculatifs Le nouveau capitalisme de casino

## Table des matières

<b>Les enjeux</b>	5
<b>Sommaire exécutif</b>	
Le phénomène	7
Les problèmes	7
Les solutions	9
<b>I. La financiarisation : le nouveau visage du capitalisme</b>	
L'abécédaire des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs	12
Les fonds à capital-risque	12
Les fonds spéculatifs	14
Les acquisitions par endettement: quoi, comment, pourquoi ?	15
Les transactions	16
Les entreprises et les industries	17
Les facteurs d'impulsion	18
L'éclatement de la bulle et la remise à neuf de la réglementation	19
<b>II. Des tractations hasardeuses : les problèmes et les défis liés aux fonds à capital-risque et aux fonds spéculatifs</b>	
Des rois en guenilles	21
Les coups de poker des investisseurs	23
« Crash, Boum, Bang » à l'horizon	25
Miser sur le long terme ?	27
Plumer, plumer et plumer	29
Arrangements consortiaux, délits d'initiés, déloyauté de la direction et autres risques moraux	31
Les travailleurs sous l'ère du capital-risque	33
Employeurs invisibles, manque d'information, absence de consultation – les relations professionnelles dans le contexte du capital-risque	35
Au cœur du modèle, une planification fiscale agressive	36
Les services d'utilité publique en péril	38
Du danger de marcher sur des coquilles d'oeuf	39
<b>III. Vers un changement de cap : des recommandations pour une économie plus saine et plus équitable</b>	
Politiques et réglementation	41
La transparence	42
La stabilité financière et les risques systémiques	43
Les impôts	44
La gouvernance d'entreprise	45
Les droits des travailleurs	46
La protection des services d'utilité publique	47
Un groupe de travail international sur les réglementations	47
Les fonds de pension	48
Les fonds à capital-risque	48
Les fonds spéculatifs	49



# Quand la banque gagne à tous les coups : Fonds à capital-risque et fonds spéculatifs Le nouveau capitalisme de casino

## Les enjeux

- > Ne vous laissez pas abuser par tout le tapage médiatique autour des fonds spéculatifs et à capital-risque, leur réputation en tant qu'opportunités d'investissement est largement surfaite. Si les résultats de certains fonds affichent effectivement une rentabilité très élevée – à l'instar de certains fonds communs de placement –, d'une manière générale, la performance des fonds à capital-risque est restée en deçà des prévisions au cours des dernières décennies et il en a été de même pour les fonds spéculatifs au cours des deux dernières années ou plus.
- > L'accroissement des activités dans le domaine des rachats par endettement par des sociétés d'investissement à capital-risque s'inscrit dans le cadre d'une ruée spéculative qui, jour après jour, érode les standards et augmente les prix des acquisitions. Cela a pour effet de créer une bulle. Et comme toutes les bulles spéculatives - de l'immobilier aux marchés financiers - celle-ci finira aussi, tôt ou tard, par éclater.
- > L'acquisition par endettement dans laquelle sont engagés, à l'heure actuelle, les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs représente un grand risque pour la stabilité des marchés financiers. De nombreux fonds sont à ce point criblés de dettes qu'ils risquent la faillite au moindre changement des conditions du marché. Vu leur taille croissante, cela pourrait provoquer un effet domino avec des conséquences néfastes pour les principales places financières mondiales.
- > Bien que les gestionnaires de fonds s'évertuent à affirmer le contraire, la prédominance croissante des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs dans le monde des affaires compromet la viabilité et la compétitivité à long terme des entreprises, de même que des économies au sens large. Ces modèles spéculatifs sont intrinsèquement partiaux dans leur opposition à tout investissement qui ne rapporte pas au bout d'un an ou deux.
- > Dans le modèle du fonds à capital-risque, les risques et les récompenses sont partagés de façon extrêmement inégale. Les travailleurs endossent le gros des risques, des coûts et des sacrifices, tandis que les gestionnaires encaissent le profit. Face à cette injustice fondamentale, des règles et des réglementations doivent être appliquées afin d'assurer un partage équitable des risques et des profits.
- > Les grands gagnants de ce jeu du capital-risque sont les gestionnaires de fonds et non pas les investisseurs, les employés, les consommateurs ou le public au sens large. Investir dans le capital-risque, c'est effectivement comme jouer au casino : parfois on remporte le gros lot et d'autres fois on y perd jusqu'à sa chemise. Mais ce qu'il ne faut pas oublier, c'est que la banque gagne à tous les coups.
- > Les sociétés d'investissement à capital-risque sont à présent en train de dépouiller

les entreprises et de les mettre en danger, alors qu'elles emploient parfois des centaines de milliers de personnes.

- > La culture managériale des sociétés d'investissement à capital-risque et des fonds spéculatifs tend à à réduire les coûts au maximum. Cela passe par une pression vers le bas sur les salaires, les prestations et les conditions de travail, le refus d'engager des négociations collectives et le harcèlement pur et simple à l'encontre de travailleurs qui s'organisent en syndicats.
- > Une réglementation stricte est nécessaire tant pour les fonds à capital-risque que pour les fonds spéculatifs. Les codes de conduites et autres arrangements volontaires sont incapables d'assurer une autorégulation adéquate. Seule l'action des gouvernements est à même de réduire les abus et d'amortir les secousses sociales qui découlent de ces activités d'investissement. Une réglementation nouvelle et novatrice est requise d'urgence. Ce rapport explique comment y arriver.

# Quand la banque gagne à tous les coups : Fonds à capital-risque et fonds spéculatifs Le nouveau capitalisme de casino

## Sommaire exécutif

### Le phénomène

Ces deux dernières années ont vu l'émergence des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs au rang d'acteurs dominants du monde financier et corporatif. Naguère considérés comme des investissements alternatifs, ils constituent désormais la norme. De fait, fonds de pension, compagnies d'assurance et banques y placent leur argent. Ce rapport montre leur répercussion à long terme sur le secteur financier et comment ils ont déjà rendu la vue difficile à des millions de travailleurs ordinaires, tout en mettant en péril leur future retraite. Ils sont l'incarnation même de la financiarisation à outrance de notre économie, avec pour conséquence, que leurs exigences financières dictent la conduite de secteurs de plus en plus vastes de notre société.

Le boom des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs a été déclenché par une surabondance globale d'argent bon marché, d'investisseurs gourmands et d'actifs sous-évalués. La disponibilité constante de crédits à taux d'intérêt peu élevés a joué un rôle clé dans l'essor des rachats par endettement et la multiplication des fonds spéculatifs. Il en résulte que le nombre de ces rachats ne cesse d'augmenter depuis près de cinq ans, et que le niveau des actifs gérés par des fonds spéculatifs a, lui aussi, atteint des nouveaux records, année après année.

Lorsqu'une entreprise est rachetée par un fonds privé de ce type, elle échappe aux réglementations qui régissent le marché financier, multiplie les dividendes en faveur de ses nouveaux propriétaires et accumule des niveaux de dettes incroyablement élevés. Comme les fonds à capital-risque cherchent à obtenir des retours sur investissement rapides en revendant leurs acquisitions dans les deux ans, elles soumettent les entreprises qui se trouvent dans leur portefeuille à une restructuration financière et organisationnelle rapide. Les actifs non essentiels sont revendus et les exploitations qui ne dégagent pas assez de profit sont fermées. Les travailleurs de ces entreprises assiégées –généralement des sociétés arrivées à maturité, avec des recettes élevées, dans des industries stables – en paient le prix fort.

### Les problèmes

L'actuelle vague de rachats par le capital-risque et l'afflux d'argent vers les fonds de spéculation n'a rien d'un phénomène anodin. Cette tendance a exacerbé une série de problèmes liés à la stabilité financière, à la transparence, à la gouvernance d'entreprise et au développement économique, alors qu'un grand nombre de gestionnaires de fonds ont énormément profité des entreprises qu'ils ont rachetées. Simultanément, comme ce phénomène prend la forme d'une bulle financière, il devient de plus en plus clair qu'il pourrait connaître une fin très soudaine. Sachant que cette économie en coquille d'œuf faite de capital-risque et de fonds spéculatifs est de plus en plus dépendante de l'argent qui devrait normalement servir à financer les pensions futures des gens ordinaires et que de plus en plus de travailleurs sont employés par les entreprises qui appartiennent à ces fonds, il est fort probable que les gestionnaires de fonds soient les moins affectés par un tel krach.

Le boom des acquisitions d'entreprises par endettement pourrait connaître une fin soudaine. Etant donné que cette économie en coquille d'œuf faite de capital à risque et de fonds spéculatifs est de plus en plus dépendante de l'argent qui devrait normalement servir à financer les pensions futures des gens ordinaires et que de plus en plus de travailleurs sont employés par les entreprises qui appartiennent à ces fonds, il est fort probable que les gestionnaires de fonds soient les moins affectés par un tel krach.

La croissance des acquisitions d'entreprises par endettement dans laquelle sont engagés les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs représente une très grande menace pour la stabilité des marchés financiers. Les ratios actuels dette/capital et dette/recettes sont les plus élevés de l'histoire, ce qui se traduit par un niveau inquiétant d'engagements par cautionnement. Les régulateurs et autres organes de surveillance ont d'ores et déjà donné l'alerte et averti que les crises financières et les faillites d'entreprises ne sont plus très loin. Les problèmes liés à une société ou à un fonds individuel, la défaillance massive d'obligations d'une société, l'augmentation de l'inflation réelle ou des taux d'intérêts sont autant de facteurs qui pourraient déclencher une crise. D'une façon similaire, les principes de base des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs activistes peuvent également devenir une menace pour le développement économique à long terme, tant au niveau des entreprises que des pays. Pour les entreprises, cela est dû au fait que les priorités court-termistes de tels propriétaires sont en contradiction avec des investissements à long terme dans la recherche, le développement et d'autres éléments essentiels pour assurer l'innovation et la compétitivité. Pour les pays, cela est attribuable à la fois aux effets des priorités de l'entreprise et à l'impact financier que l'entreprise et ses propriétaires ont sur le reste de la société par le biais de l'imposition.

Les fonds de pension investissent de plus en plus dans le capital-risque et les fonds spéculatifs. Il y a, en effet, une tendance populaire à croire que de tels placements génèrent un meilleur rendement. Mais si la performance de ces fonds est examinée dans son ensemble et évaluée sur une période longue, on constate que leur rendement est plutôt moyen et souvent même médiocre. Compte tenu du fait que de tels placements impliquent des risques et des charges plus élevés, qu'ils sont susceptibles de déstabiliser les marchés financiers publics et de contribuer à un conflit de générations entre les intérêts des jeunes travailleurs et ceux de leurs aînés, il incombe aux fonds de pension de faire preuve d'énormément de prudence à l'heure d'envisager de tels placements.

Dans leur souci de précipiter, autant que possible, les retours sur investissement, les gestionnaires de capital à risque sont constamment en quête de nouvelles tactiques pour tirer rapidement plus de valeur des entreprises qu'ils acquièrent. Tout en restant propriétaires des entreprises, il n'est pas rare qu'ils contractent de nouvelles dettes pour pouvoir s'accorder des dividendes qui sont parfois de la taille de l'investissement original. Ils se livrent à toutes sortes d'autres pratiques douteuses pour soutirer un maximum aux entreprises rachetées, par exemple en leur faisant payer des commissions d'expertise exorbitantes ou, dans d'autre cas, en leur accordant des prêts à des taux d'intérêt nettement supérieurs aux taux du marché. Simultanément, les gestionnaires déjouent souvent les lois de la concurrence en conspirant dans le cadre d'accords de consortium ou d'opérations d'initiés.

Le capital à risque est, en somme, un "business" ouvertement hostile aux travailleurs. Ni plus ni moins. Recourant au démembrement frauduleux d'actifs de sociétés, aux "coups rapides" et à d'autres tactiques comme principales stratégies pour assurer des taux élevés de rendement, les sociétés d'investissement à capital-risque n'ont aucun intérêt à investir dans leurs employés, n'ont pas besoin de partenariats employeurs/employés et n'ont aucune raison de fournir plus que le strict minimum en termes de salaires, de prestations et de conditions de travail. Dans ce jeu extrêmement aléatoire d'ingénierie financière où la probabilité de faillites est très importante, ce sont une fois de plus les travailleurs qui endossent le gros des risques. En outre, les rachats d'entreprises par endettement transforment la nature des relations professionnelles pour un grand nombre de travailleurs, livrant ceux-ci à la merci d'employeurs invisibles qui n'attachent pas la moindre importance aux relations

Le capital à risque est, en somme, un « business » ouvertement hostile aux travailleurs, ni plus ni moins. Recourant au démembrement frauduleux d'actifs de sociétés, aux « coups rapides » et à d'autres tactiques comme principales stratégies pour assurer des taux élevés de rendement, les sociétés d'investissement à capital-risque n'ont aucun intérêt à investir dans leurs employés, n'ont pas besoin de partenariats employeurs/employés et n'ont aucune raison de fournir plus que le strict minimum en termes de salaires, de prestations et de conditions de travail.

Les autorités ont le droit et le devoir de réglementer cette industrie, de freiner ses excès et de faire en sorte qu'elle n'opère que là où elle profite au commun des investisseurs et des travailleurs, ainsi qu'à la société au sens large. Le capital-risque et les fonds spéculatifs doivent être tenus aux mêmes règles que tout le monde.

avec les représentants syndicaux et ne se soucient guère de les informer de ce qu'il adviendra de leurs usines. Les travailleurs se voient confronter à des pratiques d'entreprise cyniques et agressives les soumettant à une exploitation absolue, de même qu'à des employeurs prêts à admettre ouvertement leur hostilité aux syndicats.

Les travailleurs d'entreprises rachetées par de telles sociétés ne sont pourtant pas les seuls à être affectés par le capital-risque, il en va de même pour la société en général. Les rachats par endettement sont souvent assortis d'un dégrèvement fiscal substantiel, voir complet. Autrement dit, cela signifie que le commun des contribuables assume une part considérable du coût des rachats par endettement et contribue même aux richesses qu'en tirent certaines personnes. Par ailleurs, la qualité des services d'utilité publique est mise en péril lorsque ceux-ci appartiennent à des sociétés d'investissement à capital-risque, vu la contradiction fondamentale qui existe entre les priorités à long terme qui devraient guider les prestataires de ces services et les intérêts à court-terme de leurs nouveaux propriétaires. La société d'investissement à capital-risque est poussée à réduire considérablement le cash-flow de l'entreprise, ce qui handicape directement le fournisseur de services dans sa mission.

Les opérations de rachat d'entreprises par endettement et les montants payés pour de tels rachats augmentent de jour en jour. Les fluctuations des marchés financiers ou boursiers peuvent avoir pour effet que la bonne affaire du jour apparaisse très rapidement comme extrêmement onéreuse. Cela peut inciter les fonds à se retirer de leurs positions exposées aussitôt que possible, avec des conséquences désastreuses pour l'économie réelle.

## Les solutions

Le capital-risque et les fonds spéculatifs opèrent dans un vide politique et réglementaire. Les fonds en tant que tels et les entreprises qu'ils acquièrent sont pratiquement « hors de portée » des régulateurs et des décideurs. Pourtant, une surveillance accrue est absolument nécessaire pour traiter les nombreux problèmes qu'ils font surgir. Les autorités ont le droit et le devoir de réglementer cette industrie, de freiner ses excès et de faire en sorte qu'elle n'opère que là où elle profite au commun des investisseurs et des travailleurs, ainsi qu'à la société au sens large. Le capital-risque et les fonds spéculatifs doivent être tenus aux mêmes règles que tout le monde.

Toute nouvelle réglementation - telle que détaillée dans la dernière partie de ce rapport - devra tenir compte de la transparence, de la stabilité financière, de l'imposition, de la gouvernance d'entreprise et des droits des travailleurs, de même que de la protection des services d'utilité publique. Elle devra en outre décourager les « coups rapides », faire respecter les normes relatives à la reddition des comptes, endiguer la vague d'achats par endettement, combler les lacunes fiscales et assurer que les sociétés d'investissement à capital-risque remplissent leurs obligations en tant qu'employeurs.

D'autre part, les gestionnaires, mandataires et fiduciaires de fonds de pension doivent agir avec beaucoup de prudence à l'heure d'envisager tout placement dans des fonds à capital-risque et dans des fonds spéculatifs. Une attention toute particulière devra être accordée aux rapports de rentabilité réelle de tels placements, aux risques qui y sont associés, aux nombreuses externalités qu'ils engendrent, ainsi qu'à l'impact direct ou indirect qu'ils sont susceptibles d'avoir sur les lieux de travail de ceux à qui sont destinés ces fonds de pension.

# I. La financiarisation : le nouveau visage du capitalisme

En résumé, les sociétés d'investissement à capital-risque ont développé des modèles de financiarisation extrêmes échappant à la surveillance des marchés financiers publics, tandis que les fonds spéculatifs ont inventé de nouvelles formes de spéculation pour tout ce qui a trait au monde de la finance, intensifiant par-là même, de jour en jour, le rythme, le volume et le pouvoir d'influence de cette spéculation.

Depuis l'avènement de la Révolution industrielle, le développement du capitalisme a été marqué par différentes étapes, chacune avec ses caractéristiques bien particulières. A chaque période correspond une série d'acteurs dominants ainsi qu'une certaine conception de l'entreprise et de l'approche la plus apte à créer de la croissance et à générer des bénéfices. Ainsi l'étape actuelle pourrait, par exemple, être nommée le stade de la « financiarisation », ou encore de la « financiarisation avancée. » Dans cette optique, les es acteurs dominants sont le capital-risque et les fonds spéculatifs.

Le mot financiarisation est introuvable dans la plupart des dictionnaires. C'est pourtant le terme qui traduit le mieux ce qui est en train de se passer dans nos économies et dans leurs principales entités privées, les entreprises. La financiarisation exprime la prédominance croissante de l'industrie de la finance par rapport à l'activité économique dans son ensemble. En effet, nous nous trouvons dans une situation où ce sont les marchés financiers qui déterminent l'état de l'économie dans son ensemble et où ce sont les demandes financières qui dictent la conduite des entreprises. Cela signifie que l'évolution des taux d'intérêt et des cours boursiers a une influence croissante sur les cycles économiques et que les inquiétudes financières, au même titre que ceux qui les expriment, ont une influence sans précédent sur les choix de stratégies corporatives. En bref, cela se résume à une prédominance des activités financières sur la production de marchandises et de services.

La financiarisation est devenue le nouveau visage du capitalisme en raison des changements intervenus dans différents secteurs de l'économie. Au niveau de l'entreprise, elle est liée au modèle de gouvernance d'entreprise qui privilégie la création de valeur pour l'actionnaire, une approche qui a suscité un intérêt croissant aux Etats-Unis et au Royaume-Uni à partir des années 80. Ce système encourage la financiarisation de l'entreprise en partant du principe que sa raison d'être est de maximiser la valeur de ses actions plutôt que ses bénéfices à long terme. Un aspect inhérent à la logique de la financiarisation est que l'entreprise doit être considérée comme un ensemble d'actifs qui génère différents retours sur investissements et qu'elle a pour objectif d'augmenter les bénéfices sur le court terme en manipulant ces actifs au moyen de fusions, d'acquisitions et de diversifications. Des stratégies financières sont employées pour faire monter le prix des actions de l'entreprise. Les autres stratégies propres à ce modèle corporatif sont l'utilisation active de la dette, la restructuration organisationnelle et le rachat d'actions.

Dans le contexte de l'investissement, la financiarisation est liée aux réformes visant à la déréglementation des chaînes d'investissement, créant ce qu'on appelle une « désintermédiation » entre les possesseurs de capital et la destination finale de leur placement. Réglementées et organisées auparavant autour de banques privées, de compagnies d'assurance, de coopératives et d'institutions publiques, les chaînes d'investissement des marchés financiers opèrent, à l'heure actuelle, au travers d'une myriade d'institutions, de transactions, de services et de produits différents. Avec la libéralisation du marché, cela a permis aux opérateurs financiers d'élargir leur champ d'activité dans les domaines de l'investissement et du commerce, en ne s'intéressant plus seulement aux actifs réels comme la dette et les avoirs, mais aussi aux attentes et aux risques du marché, sous forme d'un éventail de produits dérivés comme les options, les contrats financiers à terme et les contrats d'échange<sup>1</sup>.

Si l'on se fie à l'évolution historique du capitalisme, la financiarisation devrait bientôt s'imposer dans la majorité des pays émergents et en développement, si ce n'est déjà chose faite.

Si la financiarisation croît depuis un certain temps, elle a pleinement émergé dans les années 90. Elle est cependant entrée dans une nouvelle phase au cours des deux dernières années. Cette étape, qui pourrait être nommée « financiarisation avancée », est liée au boom du capital-risque et des fonds spéculatifs. En un mot, les sociétés d'investissement à capital-risque ont développé des modèles de financiarisation extrêmes échappant à la surveillance des marchés financiers publics, tandis que les fonds spéculatifs ont inventé de nouvelles formes de spéculation pour tout ce qui a trait au monde de la finance, intensifiant par-là même, de jour en jour, le rythme, le volume et le pouvoir d'influence de cette spéculation. Leur influence croissante sur les marchés et les entreprises – le capital-risque intervient à l'heure actuelle dans 25 à 50% de l'ensemble des fusions et acquisitions aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, tandis que les fonds spéculatifs représentent entre 30 et 60% du chiffre d'affaires quotidien des marchés financiers – n'est pas passée inaperçue : elles ont, de fait, transformé le paysage financier et industriel et posé de nouveaux défis de taille en matière sociétale et économique. De surcroît, ces deux types de fonds ont d'ores et déjà rendu la vie plus difficile à des millions de travailleurs ordinaires, tout en mettant en péril leurs futures pensions.

C'est en Amérique du Nord et en Europe que l'impact de la financiarisation est le plus marqué. De fait, la plupart des fonds spéculatifs opèrent depuis Londres et New York, alors que la majorité des accords d'investissement en capital-risque sont passés aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. Le phénomène gagne cependant rapidement du terrain. De nouvelles sociétés d'investissement à capital-risque et de nouveaux fonds spéculatifs voient le jour aux quatre coins du monde et les acteurs établis de longue date étendent leur influence. Des acquisitions par endettement effectuées au Danemark, en Allemagne et aux Pays-Bas comptent désormais parmi les dix principaux accords d'investissement en capital-risque de tous les temps en Europe. La région Asie/Pacifique avec l'Australie comme pivot, assiste à présent à une véritable déferlante d'acquisitions de ce type. Des rachats par endettement ont également eu lieu en Argentine, au Brésil et en Pologne. Le Japon et la Corée du Sud ont, eux aussi, eu leur part de transactions controversées. En Afrique du Sud, d'importantes sociétés de commerce de détail ont été rachetées par des fonds et en Inde, un accord de rachat à hauteur de 900 millions de dollars a été conclu en 2006<sup>2</sup>. Si l'on se fie à l'évolution historique du capitalisme, la financiarisation devrait bientôt s'imposer dans la majorité des pays émergents et en développement, si ce n'est déjà chose faite.

Il existe des points communs ainsi que des différences entre les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs, comme il sera démontré dans la section suivante. Dans ce rapport, ils sont tout d'abord traités conjointement parce qu'ils incarnent la phase actuelle de la financiarisation et parce qu'ils sont inextricablement liés. En effet, les fonds spéculatifs financent directement une grosse partie de la dette dont les sociétés d'investissement à capital-risque se servent pour acquérir des entreprises, généralement sous forme de titres rattachés à des actions et, dans leur quête de rendement, ces fonds alimentent indirectement les rachats d'entreprises en plaçant de l'argent dans le marché du crédit. S'ils sont examinés ensemble dans ce rapport, c'est aussi et surtout parce qu'ils poursuivent tous deux le genre de stratégies à court terme qui mettent en péril l'emploi de qualité et les relations professionnelles saines, parce qu'ils comportent tous deux le même genre de risques systémiques pour la stabilité financière, parce qu'ils représentent tous deux une menace potentielle pour les pensions de la plupart des travailleurs et, enfin, parce qu'ils suscitent tous deux les mêmes inquiétudes en matière de réglementation, de gouvernance d'entreprise à de politique fiscale. Toutefois, étant donné que les fonds à capital-risque ont l'impact le plus important sur la plupart de ces enjeux – en particulier ceux liés aux travailleurs et à nos sociétés au sens large – et qu'ils sont les acteurs dominants dans la sphère non financière, le rapport leur accorde une attention plus particulière.

Les fonds à capital-risque qui ont clôturé leur appel de fonds en 2006 ont recueilli plus de 400 milliards de dollars. En 2007, ce chiffre devrait monter à 500 milliards de dollars. Les principales sociétés de placement en capital-risque possèdent des entreprises qui emploient des centaines de milliers de personnes et ont un revenu annuel total qui les classerait parmi les 12 premières places de Fortune 500.

## L'abécédaire des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs

Les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs peuvent être décrits comme des réserves privées de capital modérément réglementées. Les deux types de fonds gèrent de l'argent pour le même genre d'investisseurs – particuliers, banques, compagnies d'assurance, fonds de dotation et fonds de pension- et présentent des structures de coût similaires. Tous deux s'attachent à concurrencer les investisseurs traditionnels, généralement des mutuelles, en évitant de dépendre des rendements normaux des marchés et en en générant d'autres indépendants des principales tendances du marché, voire contraires à celles-ci. Les deux types de fonds exploitent l'endettement, parfois aussi appelé « effet de levier », pour investir beaucoup plus d'argent qu'ils n'en ont à leur disposition, dans l'espoir d'en tirer des bénéfices supérieurs au coût du crédit, ce qui augmente aussi le risque de leurs activités. Ces deux types de fonds varient toutefois aussi sur de nombreux points. Les placements en fonds à capital-risque sont très illiquides de nature et les investisseurs sont « bloqués » pour une période définie, généralement égale à toute la durée du fonds. Les fonds spéculatifs, en revanche, investissent essentiellement dans des actifs très liquides, avec des termes beaucoup plus courts et permettent, en règle générale, aux investisseurs d'entrer ou de sortir des fonds assez facilement.

### Le capital-risque

Le capital-risque est un terme général employé pour faire référence à n'importe quel type de prise de participation où le capital n'est pas librement négociable dans un marché boursier public. Des investisseurs passifs placent leur capital dans des fonds à capital-risque qui sont, à leur tour, utilisés par des sociétés d'investissement à capital-risque pour investir dans des entreprises ciblées. Les placements en capital-risque vont du rachat par endettement au capital-risque d'amorçage pour des startups ou des entreprises mieux établies mais encore non cotées. Toutefois, à l'heure actuelle, les fonds d'investissement destinés aux rachats d'entreprise constituent la part la plus importante de cette activité, avec environ deux tiers du capital-risque affectés à ce genre d'investissement. Par contraste, le capital-risque destiné aux investissements centrés sur l'entreprenariat et la création d'emploi représente à peine 5 à 10% des investissements à l'heure actuelle<sup>3</sup>.

Les fonds à capital-risque sont des réserves de capitaux investis par des sociétés d'investissement à capital-risque. Ils sont généralement organisés sous forme de sociétés en commandite placées sous le contrôle de la société d'investissement à capital-risque, qui agit en tant que commandité. Le fonds obtient l'argent qu'il investit d'investisseurs qualifiés, notamment des fonds de pension, des institutions financières et des particuliers fortunés. Ces investisseurs deviennent les commanditaires passifs du fonds. Toutes les décisions relatives aux investissements sont prises par le commandité, en sa qualité de gestionnaire du portefeuille d'investissements du fonds. La durée de vie d'un fonds peut généralement s'étendre à 10 ans, période durant laquelle les commanditaires n'ont pas le droit de retirer le capital qu'ils ont engagé. Au cours de son existence, le fonds réalisera normalement une série d'investissements indépendants, généralement entre 15 et 25. Aucun de ces investissements n'ira au-delà de 10 %, ou légèrement plus, du total du capital engagé.

Les commandités du fonds – en fait des sociétés d'investissement à capital-risque comme Bain Capital, Blackstone, Carlyle, KKR, Permira, Providence Equity et TPG, pour n'en citer que quelques-unes parmi les plus connues – sont généralement rétribués sous forme d'une commission de gestion et d'une commission liée aux résultats. La commission de gestion est définie comme un pourcentage du total investi dans le fonds, de 2 % (le plus souvent) à 4 % (plus rare). Cette commission est versée annuellement aux commandités. La commission liée aux résultats, également appelée

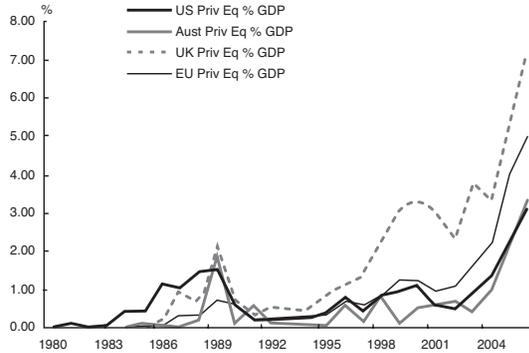
«intéressement différé », est calculée en fonction des profits générés par le fonds. Le taux standard actuel est de 2 %. La commission liée aux résultats n'est généralement activée que lorsque les profits atteignent un objectif de rentabilité convenu préalablement, parfois appelé « taux critique de rentabilité. » En vertu de ce système de commissions, un investisseur, dans ce cas le commanditaire, paiera 20 dollars aux commandités pour un investissement de 100 dollars dans un fonds d'une durée de vie de 10 ans. Cela signifie donc que les commandités recevront 40 dollars au bout de dix ans si le fonds génère 200 dollars sur son investissement de départ. Ce qui laisserait 160 dollars de rendement au commanditaire, en plus du recouvrement de 80 dollars de leur investissement initial (US \$100 – US\$20). Cela signifie cependant aussi que si le fonds a encouru une perte de 20 %, le commanditaire n'aura plus que 60 dollars au lieu de 80 en raison de la commission de gestion.

Les fonds à capital-risque obtiennent un retour sur leur investissement dans des entreprises selon une des modalités suivantes : une offre publique initiale (OPI) sur le marché boursier, la vente de l'entreprise qu'ils contrôlent -généralement à un autre fonds-, une fusion ou grâce à des dividendes payés au moyen de recapitalisations. Ce dernier cas de figure ne représente, la plupart du temps, pas plus qu'une stratégie sophistiquée pour abuser des entreprises, comme nous le verrons plus loin dans ce rapport. En gros, cela consiste à emprunter de l'argent au nom de l'entreprise et à verser cet argent aux actionnaires au lieu de le conserver au sein de l'entreprise ou de l'utiliser pour des placements. En règle générale, les fonds à capital-risque contrôlent la gestion des entreprises dans lesquelles ils investissent, la plupart du temps en introduisant de nouvelles équipes de direction entretenant des liens étroits avec les commandités ou agissant directement sous les ordres de ces derniers. Les sociétés d'investissement à capital-risque visent généralement, voire promettent, un rendement annuel supérieur à 20 %. Elles manquent cependant souvent d'atteindre ces objectifs. Mais même lorsqu'elles y arrivent, la plus grosse part du rendement est attribuable au fait que le capital initial a été obtenu par endettement, ce qui permet aux sociétés de réaliser des investissements pour un montant plusieurs fois supérieur au montant apporté par les investisseurs.

Les fonds à capital-risque qui ont clôturé leur appel de fonds en 2006 ont recueilli plus de 400 milliards de dollars. En 2007, ce chiffre devrait atteindre 500 milliards de dollars, d'après les experts de Private Equity Intelligence<sup>4</sup>. Le premier semestre de 2007 n'est pas encore achevé que le capital-risque est déjà intervenu dans toute une série de méga-transactions comme le rachat de TXU pour une valeur de 45 milliards de dollars ou l'acquisition de Equity Office Properties pour 38 milliards de dollars. On peut aussi citer la possible et très discutée OPA sur la chaîne de grande distribution britannique Sainsbury pour une valeur de 22 milliards de dollars, l'offre de 17 milliards sur la chaîne de pharmacies Boots et enfin l'offre de 11 milliards de dollars sur la compagnie aérienne australienne Qantas Airlines, qui n'a pas abouti. Des noms connus comme Burger King, Dunkin' Donuts, Hertz et Toys « R » Us font également partie des portefeuilles des fonds à capital-risque. Parallèlement, les principales sociétés d'investissement à capital-risque ne cessent de croître : la société Blackstone, par exemple, a désormais franchi la barre des 200 milliards de dollars en transactions. Cette société possède elle-même des entreprises qui emploient quelque 300,000 employés pour un revenu annuel combiné qui la classerait parmi les 12 premières places de Fortune 500.

Les législateurs ont restreint l'accès aux fonds spéculatifs aux investisseurs institutionnels et aux particuliers fortunés. Aux Etats-Unis, il faut désormais disposer d'un capital d'une valeur nette de plus de 2,5 millions de dollars dans l'immobilier ou dans l'industrie pour pouvoir placer son argent dans un tel fonds. De toute évidence, ce type d'investissement doit être considéré à ce point risqué que seules les grandes fortunes sont autorisées à y parier leur argent.

## Les transactions en capital-risque en Australie, en UE, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne représentées en pourcentage du PIB



Source : Thomson Financial

### Les fonds spéculatifs

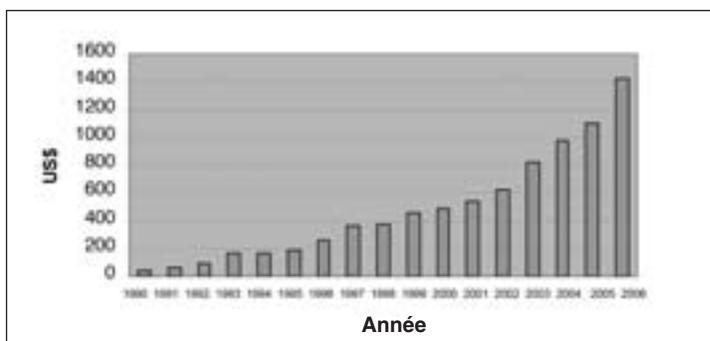
A l'instar des fonds à capital-risque, les fonds spéculatifs ou « hedge funds » sont des fonds privés modérément réglementés qui prélèvent une commission liée au résultat pour leurs services et qui sont uniquement accessibles à un nombre limité d'investisseurs. Bien qu'elle ne soit pas assortie d'une définition stricte, cette terminologie permet de les distinguer des fonds grand public, tels que les fonds mutuels. Alors que les fonds grand public ont tendance à être fortement réglementés, se limitant à une offre spécifique consistant dans des actifs financiers tels que des obligations, des actions ordinaires ou des instruments liés au marché monétaire et sont tenus à des restrictions liées à l'emprunt, à la transaction ou au placement des investissements, les fonds spéculatifs ne sont limités que par les termes des contrats régissant le fonds en question.

Ils emploient le plus souvent une approche d'investissement très active pour miser sur des opportunités d'arbitrage qui surviennent lorsque se produisent des erreurs d'évaluation des instruments financiers. Les fonds spéculatifs ont constamment recours à l'endettement, de même qu'à des produits financiers sophistiqués comme les instruments financiers dérivés<sup>5</sup>. Ils font appel à différentes stratégies liées à leur niveau de risque, à leurs techniques, à leurs instruments et aux opportunités de marché qu'ils convoitent.

Pour simplifier, les fonds spéculatifs sont des investisseurs qui tentent de gagner de l'argent rapidement en spéculant sur tout ce qui bouge. Ils le font sans être tenus de respecter les règles applicables aux fonds publics et, de surcroît, en pouvant se permettre de prendre tous les risques possibles et imaginables. A l'instar des fonds à capital-risque, ils sont organisés sous forme de sociétés en commandite et effectuent des placements pour le compte de particuliers et d'institutions à valeur nette élevée. Etant donné les risques considérables auxquels leurs activités se trouvent exposées, ils sont généralement accessibles uniquement aux investisseurs professionnels et institutionnels ou, à défaut, à des investisseurs accrédités. En effet, aux Etats-Unis, l'accès aux fonds spéculatifs était limité, depuis les années 80, aux particuliers dotés de fonds propres nets supérieurs à 1 million de dollars US, y compris la valeur des résidences principales. Toutefois, en 2007, ce seuil a été remonté à 2,5 millions de dollars, en excluant les actifs immobiliers ou corporatifs. De toute évidence, ce type d'investissement doit être considéré à ce point risqué que seules les grandes fortunes sont autorisées à parier leur argent sur ce jeu<sup>6</sup>.

Les fonds spéculatifs ont connu un essor rapide au cours des dix dernières années. A l'échelle mondiale, on est passé d'un à deux mille fonds, il y a dix ans, à près de dix milles aujourd'hui. Selon des estimations, les actifs gérés par les fonds spéculatifs représentaient, au début de 2007, plus de 1,4 trillions de dollars. Pour d'autres sources, ces actifs approcheraient de la barre des 2 trillions de dollars. Avec un coefficient d'endettement général situé entre 4 et 5 (c'est-à-dire que les fonds peuvent emprunter de l'argent pour un montant 4 à 5 fois supérieur à la valeur de l'argent qu'ils ont réuni), cela signifie que ces fonds disposent d'un montant compris entre 6 et 10 trillions de dollars pour leurs manœuvres spéculatives. Si l'on ajoute à cela le style de négociation rapide et agressif qu'ils emploient, leur impact est encore plus important que ce que laisserait supposer la valeur des actifs dont ils assurent la gestion. En fonction de l'instrument financier utilisé, des données recueillies par Greenwich Associates laisseraient supposer que les fonds spéculatifs sont responsables pour 30 à 60 % du volume de transactions du marché financier. La majeure partie de l'activité des fonds spéculatifs se concentre aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, dans le reste de l'Europe et dans la zone Asie/Pacifique. Toutefois, pour des motifs d'exonération fiscale, la majorité des fonds spéculatifs –64 % en 2004- sont domiciliés dans des paradis fiscaux offshore<sup>7</sup>.

### Total des actifs gérés par des fonds spéculatifs en milliards



Source : Etude sur les fonds spéculatifs

### Les acquisitions par endettement : quoi, comment, pourquoi ?

Presque chaque jour dans la presse, on entend parler d'un nouvel accord possible dans l'actuelle vague d'acquisitions par endettement réalisées par des sociétés d'investissement à capital-risque, elles-mêmes souvent partiellement financées par endettement par des fonds spéculatifs. En 2006, la valeur des acquisitions de ce genre a atteint la barre des 410 milliards de dollars aux Etats-Unis et 730 milliards de dollars au niveau mondial, un niveau de transaction record, d'après la firme de conseil financier Dealogic<sup>8</sup>. Pour la forme, un nouveau record a été établi, début 2007, avec l'acquisition, pour une valeur de 45 milliards de dollars, de la société texane, TXU. Toujours est-il que si l'on se base sur la valeur réelle, l'acquisition notoire en 1989 de l'entreprise alimentaire RJR Nabisco par Kohlberg, Kravis, Roberts & Co tient toujours le record de la transaction en capital-risque la plus importante de tous les temps. Chaque transaction conclue entraîne un transfert de fonds de plusieurs milliards de dollars et rapporte plusieurs millions de dollars à ceux qui l'orchestrent. Et il suffit de quelques signatures apposées au bas d'une feuille de papier pour que des centaines de milliers de travailleurs se retrouvent face à un nouvel employeur et à un avenir professionnel incertain. Mais comment et pourquoi de telles transactions ont-elles lieu ? Quelles sont les entreprises et les industries

visées par ces acquisitions ? Et pourquoi donc cette vague d'acquisitions d'entreprises par endettement survient-elle précisément maintenant ?

### Les transactions

Un rachat a essentiellement pour but d'acquérir une entreprise au rabais, de la garder un certain temps, avant de s'en débarrasser en la revendant à un prix plus élevé que le prix auquel on l'a obtenue. Dans le contexte de l'actuelle vague d'acquisitions par endettement, les sociétés d'investissement à capital-risque convoitent plus particulièrement des entreprises cotées en bourse qui, à leurs yeux, sont vendues au-dessous de leur valeur ou restent en deçà de leurs possibilités. Ils croient qu'ils pourront les transformer afin de les rendre plus rentables et d'en augmenter la valeur, pour ensuite soumettre un appel d'offres sur les marchés publics, procéder à une fusion ou simplement les revendre à un autre fonds. Toutefois, la rentabilité et la valeur sur le long terme ne constituent pas le principal objectif de l'acquisition ni de la société qui s'y engage : l'objectif se trouve plutôt dans le rendement pouvant être généré par le fonds pour la période durant laquelle il détient l'entreprise. Ainsi, une entreprise pourrait très bien, comme il sera démontré, être revendue à un prix inférieur et que lorsqu'elle a été achetée mais néanmoins constituer un bon investissement pour le fonds et la société qui la gère.

À l'heure de jeter ou non leur dévolu sur une entreprise, les sociétés d'investissement à capital-risque tiennent généralement compte de 4 critères : la structure actuelle et la structure future possible du capital de l'entreprise, le potentiel de transformation opérationnelle à l'intérieur de l'entreprise, l'existence d'incitatifs pour le management et les options de désengagement. Le premier critère, la structure du capital, constitue la principale caractéristique des acquisitions par endettement. En effet, l'opération vise surtout à transférer le risque aux bailleurs de fonds et à améliorer le rendement sur les capitaux pour les investisseurs. Une entreprise peut donc être achetée par un fonds en utilisant 20% de capital propre, provenant de l'investissement initial dans le fonds et 80% de dette, sous forme de crédit accordé par des banques et par d'autres marchés de crédit. En fonction des règlements en vigueur là où la transaction a lieu, la dette utilisée pour acquérir l'entreprise est alors, soit transférée à l'entreprise elle-même, soit placée dans une société de holding. Pour l'entreprise rachetée, cela entraîne une montée en flèche du niveau d'endettement, dépassant dans la plupart des cas 100% et cela signifie qu'elle devra, dès le premier jour, commencer à rembourser cette nouvelle dette.

Les gestionnaires du capital-risque, c'est-à-dire les commandités du fonds, assument le contrôle total de l'entreprise une fois que le marché est conclu. Dans la plupart des cas, ils revendent ensuite en vitesse les actifs non essentiels, parfois à d'autres entités dont ils sont propriétaires et amorcent un processus de dégraissage rigoureux. Comme ils doivent rembourser la dette rapidement, cette étape doit être menée avec une diligence extrême. Ensuite survient la restructuration de l'entreprise, qui implique très souvent un dégraissage des fonctions de soutien, de même qu'une réduction de la masse salariale par des réductions de postes, des coupes salariales et une révision à la baisse des prestations sociales.

Pour attirer ou conserver des gestionnaires considérés aptes ou efficaces, des encouragements appelés « plans d'intéressement en actions » sont introduits pour une valeur comprise entre 0,5 et 1% de la valeur totale de la transaction. C'est la raison pour laquelle les directions d'entreprises rachetées par des sociétés d'investissement à capital-risque empochent souvent des dizaines de millions de dollars, d'euros ou de livres sterling dans le cadre de tels marchés. Comme il sera montré plus loin, cela crée toujours des problèmes. Pour les nouveaux propriétaires,

la stabilité est cruciale et la direction accepte donc généralement de ne pas quitter l'entreprise tant que les investisseurs seront là.

Dès qu'une bonne occasion se présente, généralement après 3 ou 4 ans mais parfois dans l'année qui suit l'acquisition, l'entreprise est revendue. La méthode utilisée est généralement celle de l'offre publique d'achat (OPA). Cependant à la différence des entreprises déjà cotées en bourse, les entreprises privées peuvent aisément être recotées dans un autre pays, où les taxes sont inférieures, les réglementations plus souples et les marchés de capitaux plus étendus.

Les acquisitions par endettement éclipsent les rendements sur investissements ordinaires. Carlyle a réalisé un rendement de 128 % en moins d'un an dans le cadre du marché Hertz ; l'investissement dans MTU Aero Engines a généré un rendement sur investissement de plus de 250% sur deux ans pour KKR ; Blackstone a obtenu un rendement de 368% en à peine 7 mois dans le cadre d'un « coup rapide » avec Celanese, une entreprise allemande de produits chimiques ; et Bain Capital a empoché plus de quatre fois sa mise initiale dans Burger King tout en conservant une part de cette société désormais recotée<sup>10</sup>.

Dans des transactions de ce type, les gains sont obtenus de diverses façons. Bien entendu, la première part revient au commandité sous forme de commissions de gestion versées par le fonds à capital-risque avant même que la transaction ne soit conclue. Du moment que les bénéfices de l'entreprise sont supérieurs à ce dont elle a besoin pour le service de ses dettes, il y aura un bénéfice annuel qui pourra être prélevé comme un rendement sur le capital investi initialement. Et si l'entreprise est revendue à un prix supérieur au prix auquel elle a été achetée, le fonds à capital-risque peut empocher la totalité de la plus-value. Donc, en s'appuyant sur leur capital, ces fonds peuvent, si tout va bien, générer des taux de rendement de plusieurs centaines de pour-cent en quelques années à peine (quoique de tels taux de rendement constituent l'exception plutôt que la règle, comme il est montré dans le chapitre suivant.). D'autre part, les sociétés d'investissement à capital-risque ont mis au point des techniques pour s'octroyer des commissions spéciales d'expertise de management, qui peuvent également atteindre des centaines de millions de dollars. Elles ont aussi acquis de la notoriété en s'accordant des dividendes énormes financés par l'endettement. Tout cela mis ensemble fait que des transactions fructueuses en capital-risque peuvent éclipser des rendements sur investissements ordinaires. Les chiffres parlent d'eux-mêmes : des entreprises ont, dans certains cas, réalisé des bénéfices de plusieurs centaines de pour-cent en un an ou deux.

### Les entreprises et les industries

Le capital-risque vise généralement des cibles arrivées à maturité et dotées d'un cash-flow régulier. Parmi les marchés les plus actifs, il y a les secteurs de l'alimentation et des boissons, de même que les chaînes de détaillants qui jouissent également d'un cash-flow régulier. L'acquisition, en 1989, de RJR Nabisco, mentionnée plus haut, et les cas actuels de Boots et Sainsbury en sont de bons exemples. Le secteur de la santé est également très convoité, comme en témoigne l'acquisition, en juillet 2006, pour une valeur de 32 milliards de dollars, de HCA, principale chaîne d'hôpitaux privés des Etats-Unis. Les services publics de distribution partagent, eux aussi, quelques-unes de ces caractéristiques garantissant un revenu tout en laissant de la marge pour l'expansion. D'ailleurs, comme on l'a mentionné plus haut, la principale acquisition en dollars actuels depuis la fin du premier semestre 2007 concerne une société d'utilité publique. D'autre part, des industries dotées de marchés de type monopolistique ou oligopolistique – on pense notamment aux agences de location de voitures et, en particulier, à Hertz – se

Toute entreprise qui donne l'impression de tourner en deçà de ses capacités et qui semble capable de supporter une dette deux fois plus élevée est une cible potentielle du capital-risque.

trouvent elles aussi en ligne de mire des gestionnaires d'acquisition. En Asie du Sud-Est, ce sont les entreprises financières et les banques qui ont été les plus convoitées, outre le secteur des semi-conducteurs.

Pour en venir à l'entreprise individuelle, les sociétés d'investissement à capital-risque choisissent généralement des cibles présentant une marge d'endettement de sorte que l'entreprise puisse disposer de la dette nécessaire pour financer la reprise, ainsi que de recapitalisations pour le paiement des dividendes. Les gestionnaires de fonds à capital-risque sont à la recherche d'entreprises affichant des performances médiocres qui apparaissent meilleur marché que leurs pairs, qui semblent facilement améliorables ou pour lesquelles ils ont identifié des synergies possibles avec des entreprises déjà incluses dans leur portefeuille. En réalité, toute entreprise qui donne l'impression de tourner en deçà de ses capacités et qui semble capable de supporter une dette deux fois plus élevée est une cible potentielle du capital-risque.

Depuis peu, les sociétés d'investissement à capital-risque ont commencé à convoiter les entreprises du secteur public. De fait, celles-ci réunissent la plupart des critères essentiels aux yeux des gestionnaires de capital-risque. Il s'agit la plupart du temps d'entreprises bien établies occupant des positions concurrentielles fortes, voire monopolistiques. Leurs volumes d'endettement sont généralement bas. Aux yeux des gestionnaires de capital-risque, ces entreprises sont sous motivées, avec des directions trop indulgentes et pas suffisamment stratégiques. Elles sont perçues comme des géants somnolents offrant la possibilité de dégraissages et de compressions massives, et qui attendent justement une bonne dose revigorante de principes de management et de stratégies de gouvernance. Si des gouvernements et des municipalités sont disposés à mettre en vente leurs fournisseurs de services publics, il n'y a pas de doute à avoir quant à la volonté des sociétés de placement en capital-risque sont de profiter de ces opportunités.

### Les acquisitions mondiales d'entreprises du secteur public par des sociétés d'investissement en capital-risque

Année	Nombre de transactions	Valeur en US\$
2000	17	1,515
2001	20	2,219
2002	14	1,976
2003	27	3,078
2004	30	10,269
2005	40	3,928
2006	46	14,324
<b>Total</b>	<b>194</b>	<b>37,309</b>

Source: Thomson Financial

### Les facteurs d'impulsion

L'actuelle vague d'acquisitions par endettement est impulsée par divers facteurs, en particulier la dette bon marché qui permet aux entreprises et aux investisseurs d'acquérir des actifs générant des rendements plus élevés. Les fonds spéculatifs fondent leur existence sur ce principe et l'appliquent à un vaste éventail d'actifs différents. Le capital-risque se base, lui aussi, sur le même principe en exploitant l'effet de levier de la dette pour acquérir des actifs dans les marchés boursiers, uniquement pour décoter les entreprises. La disponibilité de crédit bon marché s'explique par des volumes de liquidité et d'épargne excessifs dans l'économie globale. Vu l'importance grandissante des fonds spéculatifs et d'autres

produits financiers dérivés, vu aussi l'intégration de plus en plus complète du système financier à l'échelon global, la liquidité et le financement ne dépendent pas des politiques monétaires nationales. Autrement dit, bien que les taux d'intérêts soient en croissance dans certaines parties du monde, comme ce fut le cas en Europe et aux Etats-Unis au cours de l'année écoulée, le prix global du crédit peut rester à un niveau bas. En effet, d'après des experts financiers, tant que les taux d'intérêt au Japon seront proches de zéro et que le taux de change du RMB chinois sera fixe, l'argent sera plus ou moins librement disponible pour les acteurs des marchés financiers mondiaux.

Si la dette bon marché constitue le principal facteur impulsant les acquisitions par endettement, ce n'est certainement pas le seul. Les bilans et les bénéfices des entreprises sont également déterminants à l'heure actuelle - le niveau des bénéfices a atteint des sommets dans la plupart des pays de l'OCDE au cours des deux dernières années-, ils sont donc très attractifs dans la quête de rendements en espèces. Par ailleurs, les gestionnaires de fonds et les directions d'entreprises cherchent de plus en plus à privatiser des entreprises publiques car, ce faisant, ils échappent aux conditions de plus en plus nombreuses applicables à la reddition de comptes de même qu'à la longue liste de réglementations qui ont été mises en place après les scandales d'Enron et de WorldCom. En somme, rien de tel qu'une privatisation pour être libre de faire ce que l'on veut.

Les partisans du marché privé soutiennent, par ailleurs, que le fait de ne pas être cotés publiquement permet au management de mieux se concentrer sur l'activité principale de leurs entreprises, dès lors qu'ils ne sont plus tenus de publier des rapports publics, de traiter avec les actionnaires, les opérateurs et les analystes ou de s'inquiéter d'atteindre les marges trimestrielles. En plus de les soustraire à la réglementation, les acquisitions par endettement permettent aux grandes entreprises d'éviter une autre obligation qu'elles tiennent en horreur : les impôts. Comme nous le verrons dans le chapitre suivant, les acquisitions par endettement sur base de capital-risque entraînent une réduction considérable du volume d'impôts payés par les sociétés, au point que certains pays ont d'ores et déjà pris des mesures pour décourager un recours excessif à l'effet de levier de la dette. Enfin le fait que la classe d'investissement soit disante « alternative » des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs soit devenue la norme et qu'elle suscite des rumeurs de rendements supérieurs à la moyenne, a avivé l'intérêt des investisseurs pour ces fonds et, par là même, augmenté le capital à leur disposition.

### **L'éclatement de la bulle et la remise à neuf de la réglementation**

La phase de financiarisation impulsée par les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs a déjà créé d'énormes richesses réparties entre une poignée d'acteurs – principalement les personnes chargées de la gestion de ces fonds et les cadres à la tête des entreprises rachetées –, elle a aussi imprimé sa marque un peu partout : sur les stratégies commerciales, sur les relations professionnelles, sur les services publics et sur les recettes publiques. Toutefois, aussi imparable que puisse paraître ce boom d'acquisitions par endettement à l'heure actuelle, il pourrait toucher à sa fin plus vite que prévu. Sa force et son attrait apparents pourraient, en effet, à terme, devenir son talon d'Achille.

Comme nous le verrons plus loin dans le rapport, le revers de la médaille dans toutes ces transactions, c'est que les fonds reculent de plus en plus loin les limites de leurs actions. Les niveaux d'endettement et les prix que les sociétés de placement en capital-risque sont disposées à payer pour des entreprises augmentent de jour en jour. L'industrie dans son ensemble dispose d'une masse trop importante de capital

Toutefois, aussi imparable que puisse paraître ce boom d'acquisitions par endettement à l'heure actuelle, il pourrait toucher à sa fin plus vite que prévu. Sa force et son attrait apparents pourraient, en effet, à terme, devenir son talon d'Achille.

qu'elle doit mettre en exploitation. Il en résulte qu'elle se lance dans des transactions qu'elle aurait évitées dans d'autres circonstances, contractant des dettes au-delà des limites recommandées et surenchérissant la mise pour les actifs qu'elle convoite. Si les marchés boursiers continuent de grimper, les acquisitions envisagées deviendront forcément plus chères et les bonnes affaires se feront de plus en plus rares. Il en résultera des rendements à la baisse pour les investisseurs, ce qui nous rapprochera du jour où les grandes acquisitions finiront par implorer. L'implosion pourrait survenir plus vite encore en cas de changement dans les marchés de crédit mondiaux. Et si l'économie globale venait à s'affaiblir plus que prévu au même moment, la situation pourrait très vite devenir intenable. Les rachats par endettement perdraient de la vitesse et les prix de 2007 paraîtraient, tout à coup, exorbitants.

Cependant avant que la bulle n'éclate d'elle-même, elle pourrait très bien être crevée par les régulateurs. Dans ce qui nous apparaît à présent comme le tout début du boom des acquisitions par endettement, les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs ont été comparés à un vol de sauterelles. Plus récemment, des observateurs avisés ont fait remarquer que cela revenait à insulter les sauterelles : les protagonistes de la financiarisation sont comme des termites, après leur passage, tout est détruit. Quoi qu'il en soit, qu'il s'agisse de termites ou de sauterelles, de telles comparaisons constituent clairement un appel en faveur du renouvellement du cadre réglementaire. Cet appel sera réitéré dans le dernier chapitre du rapport. Mais avant cela, examinons la longue liste de préoccupations que les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs suscitent d'ores et déjà, les problèmes graves qu'ils entraînent et de quelles façons ils mettent à l'épreuve nos sociétés et nos entreprises.

## II. Des tractations hasardeuses : les problèmes et les défis liés aux fonds à capital-risque et aux fonds spéculatifs

L'influence grandissante du capital-risque et des fonds spéculatifs ne passe pas inaperçue. A juste titre, elle préoccupe toutes sortes d'acteurs, des régulateurs financiers aux gouvernements, en passant par les investisseurs financiers, les collectivités, les travailleurs et leurs syndicats. Les questions qu'ils se posent sont de deux ordres : Quelles sont les externalités plus ou moins fortuites causées par les protagonistes de la financiarisation ? Et dans quelle mesure le modèle d'acquisition par endettement, en particulier, est-il basé sur une exploitation flagrante ?

Ce rapport soutient que le nombre de problèmes et de défis liés à la financiarisation est pratiquement infini. Il se limite, néanmoins, dans ce chapitre, à pointer ce qui doit l'être en priorité. Toutefois, avant d'examiner la situation comme pourraient le faire des contrôleurs des impôts ou des travailleurs inquiets, le chapitre commence par une évaluation des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs selon leurs propres critères, à savoir : leurs taux de rendement. En effet, lorsqu'un problème est soulevé par rapport à ces fonds de placement et à leurs activités, il est souvent suggéré de s'en accommoder, vu les rendements élevés qu'ils sont à même de générer. Mais offrent-ils réellement des rendements si importants que cela aux investisseurs ?

### Des rois en guenilles

Dans le chapitre précédent, il a été question des rendements parfois énormes - plusieurs centaines de pour-cent réalisés en quelques années à peine et générés lors d'acquisitions par endettement au profit des sociétés d'investissement qui réalisent ces opérations. Toutefois, considérée dans son ensemble, l'industrie de l'acquisition par endettement est nettement moins profitable qu'il n'y paraît. En réalité, elle semble pratiquement se fondre dans la moyenne. Ainsi, une étude universitaire a montré que les références généralement utilisées par les gestionnaires de fonds à capital-risque gonflent sérieusement les résultats des rendements générés par ces fonds. L'industrie tient compte des fonds qui ont réussi mais occulte ceux qui ne sont pas parvenus à générer les rendements escomptés ou qui ont fait faillite avant d'arriver à terme. Dès lors, les champions de l'acquisition pourraient très bien n'être que des rois en guenilles.

Une étude fréquemment citée, réalisée par des chercheurs de l'Université de Chicago et du Massachusetts Institute of Technology sur la performance des fonds à capital-risque entre 1980 et 2001, a montré que la moyenne des rendements nets de ces fonds, après commission, était à peu près identique à l'évolution de « Standard & Poor 500 », un indice boursier qui reprend les valeurs de 500 sociétés américaines. L'étude a conclu que les performances des gestionnaires de fonds de placement varient considérablement et que, même si les rendements des capitaux à risque dépassent légèrement les indicateurs du marché public, ceux liés aux fonds d'acquisition affichent des résultats légèrement inférieurs par rapport à des indicateurs de marché public comparables. Pour reprendre les termes des auteurs :

« La vaste majorité des fonds d'acquisition n'arrivent pas à générer suffisamment de valeur ajoutée pour compenser une structure de commission déraisonnable. »

DAVID SWENSEN,  
GESTIONNAIRE DE FONDS  
DU YALE ENDOWMENT  
FUND, CONSIDÉRÉ COMME  
UN DES INVESTISSEURS EN  
CAPITAL-RISQUE LES PLUS  
PERFORMANTS.

A l'heure actuelle, les fonds de pension sont responsables pour environ un quart du capital total injecté dans les fonds à capital-risque et augmentent également leur mise dans les fonds spéculatifs. Toujours est-il que la plupart d'entre eux attendront en vain les rendements dont ils ont tant rêvé.

« En moyenne, les taux de rendement nets après commission des fonds d'acquisition sont inférieurs à ceux du S&P 500. <sup>10</sup> »

Une étude similaire réalisée par l'Université d'Amsterdam et l'école de commerce HEC à Paris a examiné 1328 fonds à capital-risque arrivés à maturité. Cette étude a conclu que les « estimations de performance issues de recherches antérieures et utilisées comme références par l'industrie sont exagérées. ». Une fois de plus, les rendements spectaculaires attribués au capital-risque semblaient relever davantage du mythe que de la réalité. Les auteurs ont constaté que « les valeurs comptables rapportées par des fonds arrivés à maturité pour des investissements non-sortants sont substantielles » et qu'il y a un « parti pris en faveur de fonds dotés de meilleurs résultats dans ces données. Après la rectification des estimations biaisées et des valorisations comptables exagérées, la performance moyenne des fonds passe d'une légère sur-performance à une sous-performance notable de 3% par an en regard de l'indice S&P 500. <sup>11</sup> ».

D'autres études confirment que lorsque l'ensemble des paramètres du capital-risque ont été pris en considération –comme le degré élevé d'endettement dans les acquisitions-, les investissements de capital à risque affichent, en règle générale, un résultat nettement inférieur au marché <sup>13</sup>. Ou comme l'a fait remarquer David Swensen, du Yale Endowment Fund : « La vaste majorité des fonds d'acquisition n'arrivent pas à générer suffisamment de valeur ajoutée pour compenser une structure de commission déraisonnable. <sup>14</sup> »

Si l'on compare avec les fonds de placement et les SICAV, la majorité des fonds à capital-risque semblent se caractériser par une très grande variabilité des rendements.. C'est aussi ce que conclut la société Watson Wyatt au terme d'une étude sur la performance des fonds à capital-risque au cours des 25 dernières années : « En bref, même si les meilleurs gestionnaires de capitaux de risque sont capables de générer des rendements nettement au-dessus de la moyenne, rien ne permet de prouver que la catégorie d'actifs, dans son ensemble, est plus performante que les actions cotées publiquement. <sup>15</sup> »

Pour celles et ceux qui ont une longue expérience des investissements et de la restructuration d'entreprises, les acquisitions n'ont vraiment rien de magique, pas plus que les fonds qui les réalisent. Ainsi, une étude de Citygroup tend à démontrer que le capital-risque est moins une question de création de valeur que d'ingénierie financière classique. Cet argument trouve un écho dans les propos de M. Jeffrey R. Immelt, PDG de la société General Electric, dans un commentaire concernant les marchés d'acquisition: « Dans l'immense majorité des cas, la valeur ajoutée est attribuable à des améliorations financières plutôt qu'opérationnelles. <sup>16</sup> » L'étude de Citygroup explique d'autre part, que si les fonds de pension et les compagnies d'assurance avaient eux-mêmes emprunté de l'argent et investi dans un panier d'entreprises dans lequel les sociétés d'investissement à capital-risque investissaient, ils auraient obtenu des rendements supérieurs aux sociétés d'investissement à capital-risque plus performants.

Les signaux alarmants concernant l'actuel boom des acquisitions sont de plus en plus perceptibles. Il semblerait par exemple que la croissance en taille d'un fonds se traduise par une détérioration des retours d'investissements. Autrement dit, moins il y a d'argent en jeu, plus les bénéfices sont élevés. D'après un nouvel ouvrage spécialisé sur le thème du capital-risque, la taille est l'ennemie du rendement <sup>17</sup>. Ce qui nous amène à nous demander quels seront les rendements des méga-acquisitions auxquelles nous avons assisté dernièrement.

Les fonds de pension qui croient en l'indépendance entre les gestionnaires et les propriétaires devraient donc se garder d'investir dans des fonds à capital-risque ou des fonds spéculatifs.

Les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs représentent un risque pour la stabilité financière de nos économies, ainsi que pour la croissance et la productivité à long terme. C'est une mauvaise nouvelle pour la plupart d'entre nous, mais elle l'est encore davantage pour ceux qui s'inquiètent de savoir si leurs pensions leur permettent de joindre les deux bouts d'ici 20, 30 ou 50 ans

« Les institutions et leurs conseillers choisissent d'évoluer vers des formes d'investissement qui offrent une diversification limitée par rapport au capital-risque sur le long terme et beaucoup moins de transparence qu'un portefeuille d'actions cotées en bourse pour lesquelles l'institution est tenue de payer des frais de commission. »  
MICHAEL GORDON,  
DIRECTEUR DE  
L'INVESTISSEMENT POUR  
FIDELITY INVESTMENT.

La situation est à peu près identique pour les fonds spéculatifs. Quand les marchés du capital-risque sont à la baisse, ces fonds ont tendance à être plus performants qu'eux. Ceci est dû au fait que leur stratégie est fondée sur la génération de rendements dits « rendements alpha » qui ne sont pas basés sur la performance moyenne du marché. Toutefois, lorsque les marchés publics sont en hausse, les fonds spéculatifs éprouvent beaucoup plus de difficulté à sortir du lot. Ainsi, au cours des quatre dernières années, les investisseurs auraient mieux fait d'investir dans le marché de capital-risque à long terme, plutôt que dans des fonds spéculatifs. D'ailleurs, un grand nombre de fonds spéculatifs sont prêts à admettre eux-mêmes qu'ils sont restés en deçà de leurs possibilités.

On peut affirmer sans trop de risque de se tromper que la plupart des investisseurs attendront en vain les rendements dont ils rêvaient lorsqu'ils se sont laissés séduire par les fonds d'investissement soit disant alternatifs. Ce n'est pas trop grave tant qu'il s'agit de grosses fortunes et de sociétés aux profits plantureux. Mais lorsque les investisseurs sont des fonds de pension censés garantir un moyen de subsistance aux travailleurs à la retraite, la situation suscite l'inquiétude. Et c'est malheureusement de plus en plus souvent le cas. A l'heure actuelle, les fonds de pension sont responsables pour environ un quart du capital total injecté dans les fonds à capital-risque et augmentent également leur mise dans les fonds spéculatifs. Or le manque de rendements au-dessus de la moyenne n'est pas la seule chose qui devrait susciter l'inquiétude des fonds de pension.

### Les coups de poker des investisseurs

La première chose à faire pour évaluer l'attractivité d'un service d'investissement – qui constitue en fait l'objet de l'achat des investisseurs institutionnels lorsqu'ils investissent leur argent dans des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs – c'est de déterminer s'il vaut réellement son prix. Ce qui a été dit précédemment, nous laisse supposer que les performances de ces fonds sont loin d'être suffisantes. Mais ce n'est pas tout. Ces fonds ne génèrent pas seulement des résultats moyens, ils font aussi payer des commissions exorbitantes pour leurs services. C'est notamment l'avis d'un des plus grands fonds de pension au niveau mondial, le California Public Employees' Retirement System (CalPERS). D'après CalPERS, l'investissement qu'il a réalisé dans un fonds spéculatif, pour une valeur de 4,3 milliards de dollars US, a généré un rendement de 13,4% en 2006. Ce chiffre était légèrement supérieur à la moyenne de rendement des fonds spéculatifs aux Etats-Unis, mais il était aussi inférieur au taux de rendement de 13,6 % de l'indice S&P 500 pour la même année<sup>18</sup>. Payer plus pour un rendement inférieur tout en assumant un risque plus élevé, personne ne trouve ça logique. Le problème intrinsèque que nous aborderons à nouveau plus loin dans le rapport semble être, qu'à l'heure actuelle, les structures de commission des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs ont tendance à les favoriser eux-mêmes plutôt que leurs clients.

D'autre part, le fait d'investir dans des fonds spéculatifs et à capital-risque est susceptible d'aller à l'encontre des intérêts et des principes des fonds de pension car ce jeu pourrait les entraîner vers l'établissement de politiques d'entreprises individuelles et, dès lors, les faire sortir du domaine des investissements neutres. C'est manifestement le cas des acquisitions par endettement mais c'est aussi le cas lorsque des fonds spéculatifs adoptent des positions d'actionnaires activistes, ce qui est de plus en plus souvent fréquent. Les fonds de pension qui croient en l'indépendance entre les gestionnaires et les propriétaires devraient donc se garder d'investir dans des fonds à capital-risque ou des fonds spéculatifs. Même en ne tenant pas compte de tels principes, les stratégies consistant à réaliser des rendements sur le court terme aux dépens des travailleurs devraient constituer une

raison suffisante pour que les fonds de pension maintiennent leurs distances par rapport aux principaux protagonistes de la financiarisation. C'est d'ailleurs ce que la principale centrale syndicale néerlandaise FNV a conseillé à ses nombreux fiduciaires dans un manuel consacré aux placements de pension<sup>19</sup>.

Qui plus est, le fait de miser sur le capital-risque pourrait s'avérer particulièrement néfaste pour les intérêts des investisseurs sur le long terme, et ce, pour divers motifs. Premièrement, cela provoque un rétrécissement du marché dans lequel ils traitent habituellement, celui des sociétés cotées en bourse. Dans la première moitié de 2006, les sociétés d'investissement à capital-risque au Royaume-Uni ont obtenu 11,2 milliards de livres sterling (22,4 milliards de dollars US) tandis que les sociétés ordinaires cotées à la Bourse de Londres ont obtenu 10,4 milliards (20,5 milliards). En effet, la pression du capital-risque est telle que la Bourse a connu un rétrécissement de 46,9 milliards de livres (92 milliards de dollars) au cours de cette période, et ce, en dépit d'une augmentation des cours boursiers moyens. Face à cette situation, la Financial Services Authority (FSA) du Royaume-Uni a averti que « la qualité, la dimension et la profondeur des marchés boursiers pourraient être compromise par l'expansion du capital à risque. De plus en plus de sociétés dotées d'un potentiel de croissance sont décotées et de moins en moins d'entreprises privées passent au public.<sup>20</sup> » Le même avis est partagé de l'autre côté de l'Atlantique. Mais dans ce cas, les acteurs affectés par cette tendance ont, de surcroît, été identifiés : « Tout rétrécissement du marché de capital-risque aura pour effet que l'investisseur moyen se retrouvera face à des marchés moins liquides et plus chers que ceux dont jouiront les institutions et les particuliers fortunés », peut-on lire dans un rapport produit par une commission d'experts de haut niveau supervisée par le secrétaire au Trésor, Henry Paulson<sup>21</sup>.

Comme cela a été dit précédemment, les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs sont généralement associés à des risques plus élevés que la plupart des autres investissements. Ces risques ne découlent pas uniquement des activités des gestionnaires de fonds ; ils sont aussi liés au secret et à l'opacité qui caractérisent cette industrie en général. Elle souffre d'un manque chronique sur le plan de la prise de responsabilité, ce qui a des conséquences fâcheuses pour l'ensemble des parties prenantes et, en premier lieu, pour les investisseurs. Comment ces fonds peuvent-ils, par exemple, se permettre de faire des comparaisons alors qu'il n'existe aucune indication objective de la performance de ce secteur ? D'autre part, l'actuel boom du capital-risque semble se baser sur un surendettement qui a d'ores et déjà créé une bulle spéculative. Il s'agit là d'une réalité que les investisseurs choisiront d'ignorer à leur propre détriment. Enfin, et cela sera illustré plus en détail dans ce rapport, les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs représentent également un risque pour la stabilité financière de nos économies et, par-là même, pour la croissance et la productivité à long terme. C'est une mauvaise nouvelle pour la plupart d'entre nous mais elle l'est encore davantage pour ceux qui s'inquiètent de savoir si leurs pensions leur permettront de joindre les deux bouts d'ici 20, 30 ou 50 ans.

Cette « course folle » à laquelle on voit se livrer des compagnies d'assurance, des fonds de pension et autres investisseurs qui se précipitent pour placer leur argent dans des achats d'entreprises par endettement, est très bien décrite par Michael Gordon, directeur de l'investissement de la Fidelity Investment, société étasunienne de services financiers : « Les institutions et leurs conseillers choisissent d'évoluer vers des formes d'investissement qui offrent une diversification limitée par rapport au capital-risque sur le long terme et beaucoup moins de transparence qu'un portefeuille d'actions cotées en bourse pour lesquelles l'institution est tenue de payer des frais de commission.<sup>22</sup> » C'est assez fou en effet.

« La défaillance d'une grande entreprise adossée à du capital-risque ou d'un ensemble de plus petites entreprises adossées à du capital-risque semble inévitable. »  
FINANCIAL SERVICES  
AUTHORITY, GRANDE-  
BRETAGNE

## « Crash, Boum, Bang » à l'horizon

La vague toujours grandissante d'acquisitions d'entreprises par endettement et d'activités spéculatives pourrait connaître une fin plus rapide que prévu. Comme il a été signalé précédemment, les deux phénomènes sont désormais tellement exagérés qu'ils ont l'apparence de bulles. Dernièrement, les sociétés d'investissement à capital-risque ont eu la possibilité d'augmenter leur niveau d'endettement, passant de cinq à six fois leur actif réel à pas moins de huit ou neuf fois ce montant, ce qui implique, du même coup, une augmentation exponentielle des risques ainsi que des rendements nécessaires pour rembourser la dette. De fait, il semble que les acteurs les plus habiles de l'industrie en aient accepté les augures et compte tenu de l'entrée possible de Blackstone sur le marché public, aient commencé à se retirer avant que la partie ne touche à sa fin. Quand bien même les gestionnaires de capitaux à risque seraient avarés à l'heure de négocier, ils ont néanmoins été généreux à l'heure de dispenser leurs avertissements. William Conway, fondateur de Carlyle, a récemment souligné les « décisions de crédit très risquées » prises à l'heure actuelle pour financer des acquisitions, prévenant que « plus longtemps cela durera, plus difficile la situation sera quand cela s'arrêtera. <sup>23</sup> » Déjà il y a un an, Stephen Schwarzman de Blackstone faisait remarquer : « Quand ça s'arrête, ça finit toujours mal. Un des signes avant-coureurs, c'est que les hommes de paille peuvent obtenir de l'argent, et on en est là aujourd'hui <sup>24</sup> ».

Quand l'argent est bon marché et qu'il y a une demande pour investir dans le capital-risque, les commandités s'enhardissent et les acquisitions se réalisent de moins en moins prudemment. Cela entraîne un enchérissement des entreprises faisant l'objet d'acquisitions. Ainsi, la FSA a estimé que le coefficient de capitalisation des résultats, pour des transactions intervenues au Royaume-Uni dans lesquelles les banques ont injecté du capital, a augmenté de 11 fois en 2005 à 14 fois en 2006 <sup>25</sup>. Comme les acquisitions coûtent plus cher, les sociétés d'investissement à capital-risque doivent être convaincues qu'elles pourront soit continuer à opérer leur alchimie managériale soit relever d'un cran leur ingénierie financière. Cette dernière thèse semble plus probable à l'heure actuelle, de vastes quantités de capital à faible coût étant disponibles. La conséquence n'est pas seulement que l'actif occupe une part plus réduite dans les transactions par comparaison avec la dette, de 30 ou 40 % il y a deux ans à 10 ou 20 % aujourd'hui, mais aussi que les gains nécessaires pour rembourser cette dette deviennent de plus en plus conséquents. Ainsi donc, entre 2001 et 2007, le ratio moyen dette/capitalisation des entreprises ayant fait l'objet d'une acquisition est passé de six à plus de huit, selon Standard & Poor's. L'endettement serait souvent encore plus lourd. A titre d'exemple, la société de télédiffusion Univision a été décotée avec une dette équivalente à plus de 12 fois le revenu généré <sup>26</sup>.

Il semble que l'actuel essor du capital-risque pousse vers le haut la valeur estimée des entreprises et, par-là même, le niveau d'endettement nécessaire pour financer les transactions. En soi, cela augmente le risque de défaillances individuelles et de faillites. Cela provoque également une volatilité accrue des marchés et entraîne des risques et des préoccupations systémiques généralisés. Il est possible que le surplus de liquidité passe de marché en marché, affectant tout d'abord le secteur de l'immobilier –où des rectifications majeures se sont d'ores et déjà produites, notamment aux Etats-Unis- et ensuite les entreprises (ou « actifs » comme elles sont généralement décrites dans le jargon des investisseurs.) Le coût d'emprunt du capital finira, à terme, par s'ajuster à la hausse. Lorsque cela arrivera, les prix des actifs devront baisser, plaçant la plupart des acteurs endettés dans une position plus que délicate. Tenant compte à la fois de l'endettement et des prix, la société Watson Wyatt note, non sans inquiétude, que « certains prix n'ont plus aucun rapport avec les évaluations de base (...) Les sociétés d'investissement à capital-risque assument

« Le positionnement de plus en plus identique des fonds spéculatifs individuels dans des stratégies d'investissement plus larges constitue un risque majeur pour la stabilité financière. Cela exige une surveillance étroite, même si les solutions font cruellement défaut. »  
BANQUE CENTRALE  
EUROPÉENNE

des niveaux de dette sans précédent et le crédit facile a conduit à des structures d'endettement désormais incompréhensibles. Toute secousse significative est susceptible de causer des problèmes de taille pour des entreprises privées surendettées. A court terme, les rendements seront probablement affectés par une correction.<sup>27</sup> » Dans le même ordre d'idées, le Fonds monétaire international (IMF) signale que « le recours accru à l'endettement, qui est librement disponible sur les marchés de la dette à l'heure actuelle, pourrait accroître les défaillances au niveau des transactions de capital-risque/d'acquisitions par endettement, avec des implications économiques et macroprudentielles.<sup>28</sup> » Quant à la FSA, elle a averti que l'actuel recours à l'endettement implique que « la défaillance d'une grande entreprise adossée à du capital-risque ou d'un ensemble de plus petites entreprises adossées à du capital-risque semble inévitable.<sup>29</sup> » Ce qui est susceptible de conduire à des problèmes systémiques et à des renflouements bancaires complexes.

Les fonds spéculatifs présentent des risques particuliers, aussi bien pour les investisseurs que pour la stabilité financière en général. C'est ce qui est apparu très clairement avec le krach du fonds étasunien Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998, lorsque les investisseurs et les créanciers ont uniquement pu être sauvés grâce à un renflouement par la Réserve fédérale des Etats-Unis. En 2006, le fonds spéculatif Amaranth a connu un sort similaire lorsqu'il a été mis en liquidation. Un fonds de pension pour employés à San Diego a subi une perte à hauteur de 105 millions de dollars<sup>30</sup>. Depuis le krach de LTCM, toutefois, la surveillance s'est resserrée autour des fonds spéculatifs. En 2006, la Banque centrale européenne (BCE) a averti que : "... « Le positionnement de plus en plus identique des fonds spéculatifs individuels dans des stratégies d'investissement plus larges constitue un risque majeur pour la stabilité financière. Cela exige une surveillance étroite, même si les solutions font cruellement défaut. Ce risque est, de surcroît, amplifié par la preuve d'une corrélation accrue entre les stratégies d'investissement générales des fonds spéculatifs, augmentant dès lors la probabilité de retournements liés aux sorties incontrôlées de positionnements identiques.<sup>31</sup> »

Dans son Rapport sur la stabilité financière mondiale paru en 2007, le FMI note que « les fonds spéculatifs peuvent aussi contribuer à une volatilité accrue voire parfois extrême » et a souligné « l'impact potentiel que la défaillance d'un fonds spéculatif (ou d'un groupe de fonds spéculatifs) pourrait avoir sur les banques et les opérateurs de premier plan. » Le FMI a en outre fait remarquer que les « risques systémiques liés aux activités des fonds spéculatifs concernent principalement leurs effets potentiellement négatifs sur des contreparties réglementées importantes du point de vue systémique. Les fonds spéculatifs pourraient également avoir pour effet de transmettre ou amplifier des chocs déclenchés ailleurs. Enfin, le FMI précise que « les suggestions appelant les fonds spéculatifs à publier périodiquement des rapports de situation (destinés notamment au public, aux investisseurs, aux contreparties et/ou aux superviseurs) ont suscité une vive opposition des fonds », mais que « dans une perspective de stabilité financière, les efforts visant à l'établissement de mesures standardisées relatives à l'endettement et à la liquidité pour la communication des fonds spéculatifs (aux investisseurs et contreparties) pourrait s'avérer utile.<sup>32</sup> »

Mais si les fonds spéculatifs réclament de l'attention, ce n'est pas uniquement en raison de leurs stratégies d'investissement et du fait qu'ils facilitent des conduites de marché différentes. A l'instar de l'industrie du capital-risque, ils se servent, eux aussi, considérablement de l'effet de levier de la dette. Et ils semblent désormais prêts à recourir à cette approche de manière beaucoup plus systématique dans leurs activités futures. Selon des estimations de firmes de courtage, pour chaque pourcentage que les fonds spéculatifs versent à leurs investisseurs, ils doivent générer des

Comme le montre l'histoire, lorsque l'endettement joue un rôle dans les évolutions fortes du marché, cela finit souvent mal. Et l'histoire pourrait bien se répéter.

rendements internes de pratiquement 2 %, parce que leurs stratégies d'investissement sont basées sur la réalisation d'un très grand nombre de transactions pour lesquelles ils doivent payer des frais de commission et d'exécution variables. Donc pour assurer des rendements à deux chiffres aux investisseurs – ce qui correspond généralement à leur attente minimum étant donné les coûts et les risques élevés de ces opérations- les fonds spéculatifs devront atteindre des taux de rendement internes supérieurs à 20 %. Etant donné que la plupart des fonds spéculatifs investissent dans des « spreads » à rendement relativement bas, un effet de levier considérable est requis pour atteindre leurs objectifs. D'autre part, les investisseurs attendent, eux aussi, que les fonds spéculatifs soient plus performants que les marchés, sans quoi, ils n'auraient aucune raison d'investir dans ces fonds. Toutefois, comme il a été signalé auparavant, au cours des quatre dernières années, ce sont les fonds spéculatifs qui ont été dépassés par les marchés de capital-risque. La pression se trouve donc du côté des fonds spéculatifs. En raison de la nature même de l'activité des fonds spéculatifs, cela signifie qu'ils devront probablement intensifier encore plus qu'à l'heure actuelle l'effet de levier sur leurs investissements. Cela se traduira par des risques systémiques tels que des niveaux accrus de défaillance, avec pour conséquence des pertes pour les fonds de pension et les autres investisseurs. Et à l'instar des acquisitions par endettement, il pourrait s'ensuivre un effet domino qui déborderait sur d'autres marchés et aurait une incidence sur les perspectives de l'emploi.

Que les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs tirent actuellement profit du faible coût du crédit dans les marchés de dette ne fait pas l'ombre d'un doute. Et qu'ils le font en courant de gros risques, cela devient chaque jour de plus en plus évident. En effet, les cotes de risque liées à la dette – qui expriment dans une certaine mesure le degré de probabilité de voir cette dette remboursée – racontent leur histoire propre. En 2006, plus de 50% des prêts liés à des transactions à fort effet de levier impliquaient des entreprises dont les obligations ou le financement de la dette avaient obtenu une cotation CCC, c'est-à-dire la cote la plus faible et la plus risquée attribuée aux nouveaux financements, selon Edward Altman, professeur à l'Université de New York. Il a averti qu'un tiers des obligations CCC faillent dans les trois années qui suivent leur émission et qu'environ 50% faillent dans les cinq ans. Pour reprendre ses termes : « les investisseurs ont accepté des « spreads » bien trop faibles par rapport au risque.<sup>33</sup> »

Ce qu'il faut vraiment retenir de l'actuelle vague d'acquisitions par endettement sur laquelle surfent les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs, c'est le risque qu'elle représente pour la stabilité financière, d'une part, et pour la viabilité de l'économie réelle, d'autre part. Les krachs financiers et les faillites d'entreprises approchent à grands pas. Les problèmes liés à une société ou à un fonds individuel, la défaillance massive d'obligations d'une société, l'augmentation de l'inflation réelle ou des taux d'intérêts sont autant de facteurs qui pourraient déclencher une crise. Comme le montre l'histoire, lorsque l'endettement joue un rôle dans les évolutions fortes du marché, cela finit souvent mal. Si les régulateurs financiers n'agissent pas sur les risques, si des évaluations de crédit rigoureuses ne sont pas effectuées de manière systématique et si les entreprises n'effectuent pas de crash-tests sur leurs capacités de levier, l'histoire pourrait bien se répéter.

### Miser sur le long terme ?

De la même manière que le boom des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs entraîne des risques systémiques pour la stabilité financière, la nature même des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs activistes peut également représenter une menace pour le développement économique à long terme des entreprises et des nations. A l'échelon d'une entreprise, cela est lié aux actions spécifiques menées par

Si l'actuel boom de l'acquisition d'entreprises par endettement se poursuit, le monde verra une diminution du nombre d'entreprises novatrices, capables d'amorcer des révolutions technologiques et d'améliorer la productivité, de même que d'impulser des économies et de créer des milliers d'emplois.

la direction, les nouveaux propriétaires et les actionnaires activistes minoritaires. A l'échelon global d'une nation ou d'une économie, cela est dû à la fois aux effets des priorités de l'entreprise et à l'impact financier que l'entreprise et ses propriétaires ont sur le reste de la société par le biais de l'imposition.

De façon plutôt ironique, les sociétés d'investissement à capital-risque insistent sur le fait qu'elles devraient être considérées comme des investisseurs potentiels à long terme et qu'en procédant à la décote des entreprises qu'elles acquièrent, elles libèrent en réalité celles-ci des obligations de reddition de comptes à court terme inhérentes à la cotation publique. En effet, les partisans du modèle à capital-risque ont tendance à soutenir que celui-ci est plus efficace que le modèle à cotation publique précisément parce qu'il permet de modifier les objectifs en passant de rendements trimestriels à des rendements sur trois, quatre ou cinq ans. La moindre insinuation de court-termisme attribuée au capital-risque donne lieu à la réponse qu'il est sensiblement plus « long-termiste » que la plupart des grandes sociétés.

Toutefois, bien que l'obligation applicable aux sociétés cotées de présenter un rapport des revenus trimestriels puisse paraître fastidieuse et distraire ces sociétés de leur objectif de viabilité à long terme, il y a de bonnes raisons de penser que les entreprises appartenant au capital-risque et les fonds spéculatifs qui poursuivent un rôle d'actionnaire activiste deviennent plus enclines aux priorités à court terme. Il y a deux raisons majeures à cela. Premièrement, le fait que les entreprises doivent être redynamisées en l'espace de deux ans et que la raison d'être de ces entreprises ait été réduite à générer des retours sur investissement à leurs propriétaires signifie que ces facteurs détermineront leurs stratégies et leurs actions. Comme les propriétaires chercheront à s'assurer un désengagement rapide, les directions de ces entreprises seront placées sous forte pression opérationnelle sur le court terme. Qui plus est, la pratique à laquelle ont recours les sociétés d'investissement à capital-risque, consistant à accorder des volumes de dividendes supérieurs à ceux des autres protagonistes, parfois supérieurs aux revenus, fait que ces entreprises auront moins de ressources à leur disposition pour investir dans l'avenir. Deuxièmement, le fardeau de la dette qui pèse sur ces entreprises suite à une acquisition par endettement, souvent multiplié par deux, trois ou plus, signifie que toutes les ressources doivent être mobilisées pour le remboursement de cette dette. Souvent, il en résulte qu'elles sont contraintes de vendre des actifs rentables ou tout simplement qu'elles peinent à générer les revenus nécessaires pour rembourser la dette. Là encore, la conjoncture peut les contraindre à renoncer à leurs priorités stratégiques à long terme pour servir leurs créanciers.

Comme l'actuelle vague d'acquisitions par endettement continue de gonfler et que la plupart des entreprises n'ont pas encore été revendues, il faudra encore attendre pour savoir si elles ont, oui ou non, continué d'investir dans leur avenir à long terme, notamment dans la recherche, le développement etc. Il est cependant fort probable que la réponse soit négative. Sachant que les fruits de la recherche et du développement ne sont généralement pas récoltés avant au moins 10 ans à compter du moment où les graines ont été semées et sachant que les outsiders seront toujours mal placés pour juger du potentiel innovateur d'une entreprise sur le long terme, il n'y a pas grand-chose qui justifie que des entreprises appartenant au capital-risque continuent à dépenser beaucoup d'argent dans la R&D. Autrement dit, il est peu probable qu'elles investissent dans de telles activités. Pourtant, cela risque fort de compromettre leur productivité et leur compétitivité à long terme, et ce, au détriment de leurs employés, des collectivités locales dont ces derniers font partie et des économies auxquelles elles sont censées contribuer. Nokia était, par exemple, une entreprise qui au départ produisait des bottes en caoutchouc et des pneus. Elle était dotée d'une division technologique qui a fait de Nokia le leader mondial de la

Pour éradiquer la pauvreté et créer des emplois le monde est tributaire des investissements dans l'éducation, la recherche, la technologie et la production. On assiste pourtant, au niveau mondial, à une baisse du taux d'investissement global de 23,8% du PIB dans les années 80 à 21 % dans les quatre premières années du nouveau Millénaire. Compte tenu de la prédominance croissante des sociétés d'investissement à capital-risque en quête de rendements expéditifs et de la vague d'acquisitions par endettement assorties de dettes massives, l'investissement réel pourrait bien céder encore plus de terrain,

téléphonie mobile et le principal moteur de l'essor de l'économie finlandaise, au point que la Finlande a occupé, durant plusieurs années d'affilée, la première place de divers classements mondiaux de compétitivité. Toutefois, durant près de deux décennies, cette même division technologique n'a fait que de générer des pertes pour l'entreprise. Autant dire que ce département aurait rapidement été éliminé si l'entreprise avait appartenu à une société d'investissement à capital-risque. Il est tout aussi évident que si l'actuel boom de l'acquisition par endettement se poursuit, le monde verra une diminution du nombre d'entreprises novatrices comme Nokia, capables d'amorcer des révolutions technologiques et d'améliorer la productivité, de même que d'impulser des économies et de créer des milliers d'emplois.

D'autre part, le comportement court-termiste des entreprises adossées à du capital-risque provoque aussi des effets de débordement parmi d'autres entreprises. Alors qu'elles devraient être évaluées sur base de leurs résultats sur le long terme, elles sont détournées des valeurs essentielles de leur activité par les logiques qui prédominent dans le monde des affaires et des investisseurs à l'heure actuelle. « Ce n'est pas facile de faire preuve de vision et de leadership lorsqu'on se trouve confronté à la menace de la concurrence ou d'acquisitions par des sociétés d'investissement à capital-risque », déclarait un PDG étasunien cité dans le Financial Times. <sup>34</sup> »

Le manque de R&D innovatrice à l'avenir ne sera pas uniquement attribuable à des erreurs en matière d'investissement d'entreprise et de prise de risques. Il sera dû aussi à la diminution des recettes fiscales, laissant donc aux gouvernements moins de ressources pour investir dans les domaines qui permettent à de telles entreprises d'émerger : éducation, recherche, développement technologique et modernisation des infrastructures. De fait, à voir l'effet que le capital-risque a d'ores et déjà eu sur les recettes fiscales des gouvernements — une réduction marquée des impôts payés par les entreprises rachetées et une minimisation des impôts payés par les commandités du fonds -, l'investissement public ne pourra qu' être sensiblement réduit dans une ère de financiarisation et d'acquisitions par endettement. A moins, bien sûr, que quelqu'un d'autre ne règle l'addition.

Avant de se demander si la financiarisation privilégie les revenus à court ou à long terme, il faut bien avoir à l'esprit que les entreprises et les nations dépendent toutes deux de plus en plus des investissements pour rester compétitives. Le monde en général dépend lui aussi des investissements dans l'éducation, la recherche, la technologie et la production pour assurer le développement là où il fait défaut, pour créer des emplois et pour éradiquer la pauvreté. On assiste pourtant, au niveau mondial, à une baisse du taux d'investissement global de 23,8% du PIB dans les années 80 à 21 % dans les quatre premières années du nouveau Millénaire <sup>35</sup>. Compte tenu de la prédominance croissante des sociétés d'investissement à capital-risque en quête de rendements expéditifs et de la vague d'acquisitions par endettement assorties de dettes massives, l'investissement réel pourrait bien céder encore plus de terrain.

### Plumer, plumer et plumer

Les opérations réalisées par les sociétés d'investissement à capital-risque répondent à un objectif essentiel : obtenir un rendement maximal aussi rapidement que possible. Le désengagement d'une entreprise -sa revente, sa fusion ou sa recotation en bourse - est considéré comme la manière la plus simple d'y arriver. Les gestionnaires du capital-risque deviennent cependant de plus en plus sophistiqués et cyniques dans leur manière de soutirer de la valeur aux entreprises dont ils assument encore le contrôle. Ils cherchent -et parviennent souvent- à s'octroyer des dividendes équivalents à leur investissement de départ, alors qu'ils sont toujours propriétaires de ces entreprises. Ils ont recours à toutes sortes de subterfuges pour leur soutirer un

Alors que Warner Music essayait des pertes au quotidien, ses nouveaux propriétaires, une société d'investissement à capital-risque, lui ont fait faire un emprunt de 700 millions de dollars, dont 681 millions ont servi à payer des dividendes aux actionnaires et à racheter une partie de leurs actions.

maximum, par exemple en leur imposant des commissions d'expertise exorbitantes ou, dans d'autres cas, en leur accordant des prêts à des taux d'intérêt nettement supérieurs aux taux du marché.

Les soi-disantes recapitalisations restent leur arme de prédilection pour plumer les entreprises. Elles consistent à faire en sorte que l'entreprise nouvellement rachetée contracte une nouvelle dette, qui couvrira les dividendes spéciaux accordés aux propriétaires. Autrement dit, contrairement à la pratique normale, les dividendes proviennent de la dette plutôt que des recettes. Ce qui signifie aussi que la dette est employée pour rémunérer les propriétaires plutôt que pour financer des investissements. Encore une fois, tout cela est en complète contradiction avec une conduite d'entreprise saine. Cela revient aussi à exploiter de manière flagrante le régime fiscal favorable accordé pour les dettes corporatives qui doit normalement servir à encourager l'investissement.

La liste de sociétés d'investissement à capital-risque qui ont tiré profit de leurs investissements dès le début par le biais de recapitalisations sur les dividendes est longue et les montants mis en jeu dépassent l'entendement. Fin 2004, alors que Warner Music essayait des pertes au quotidien, ses nouveaux propriétaires, une société d'investissement à capital-risque, lui ont fait faire un emprunt de 700 millions de dollars, dont 681 millions ont servi à payer des dividendes aux actionnaires et à racheter une partie de leurs actions.<sup>36</sup> Autre exemple, celui d'Intelsat, un fournisseur de services de télécommunications par satellites, qui a réalisé un emprunt en 2005 pour pouvoir accorder des dividendes spéciaux d'une valeur de 548,8 millions de dollars au consortium de sociétés d'investissement à capital-risque qui l'avait racheté deux ans auparavant pour 515 millions de dollars.

Très fréquemment, de telles recapitalisations sur dividendes font que les entreprises se trouvent criblées de dettes au point qu'elles sont contraintes de licencier en masse ou bien tout simplement qu'elles font faillite. En 2000, par exemple, Bain Capital a racheté l'entreprise étasunienne KB Toys pour une valeur de 300 millions de dollars où l'investissement de capital-risque ne représentait que 18,1 millions de dollars. Moins d'un an et demi plus tard, une recapitalisation a été utilisée pour verser 120 millions de dollars de dividendes aux propriétaires et à plusieurs cadres exécutifs de KB Toys. Peu de temps après, l'entreprise a déposé son bilan et près d'un tiers de ses employés ont perdu leur emploi.<sup>37</sup> » A première vue, on aurait tendance à trouver tout à fait illégale cette façon de soutirer un maximum de profit d'une entreprise et de la dépouiller de ses actifs avant de l'envoyer en faillite. Pourtant, force est de constater que c'est entièrement légal dans la plupart des pays du monde.

La valeur des recapitalisations de dividendes a plus que décuplé au cours de la période qui a vu la montée de la vague d'acquisitions par endettement. En 2002, leur volume s'élevait à 3,9 milliards de dollars, d'après Standard & Poor's. En 2005, il atteignait 40,5 milliards de dollars. Durant le premier semestre de 2006, le recours à ce type de recapitalisations aurait augmenté de 23% par rapport à la même période en 2005. Dans une étude récente portant sur des grandes sociétés d'investissement à capital-risque, 97% des sociétés interrogées ont répondu qu'elles prévoyaient de procéder à des recapitalisations en 2007 dans l'ensemble des entreprises de leur portefeuille. 75% d'entre elles prévoyaient d'augmenter le recours à cette forme d'extraction de valeur.

Comme il a été signalé auparavant, il existe de nombreuses autres techniques pour plumer une entreprise, comme, par exemple, l'imposition de commissions de gestion ou de conseil, ou encore les prêts accordés par les actionnaires. Etant donné que les sociétés d'investissement à capital-risque qui contrôlent les entreprises, non seulement

La valeur des recapitalisations de dividendes, qui constitue le moyen d'extraction de valeur le plus direct, a plus que décuplé au cours de la période qui a vu la montée de la vague d'acquisitions par endettement. Dans une étude récente portant sur des grandes sociétés d'investissement à capital-risque, 97 % des sociétés interrogées ont répondu qu'elles prévoyaient de procéder à des recapitalisations en 2007 dans l'ensemble des entreprises de leur portefeuille. 75% d'entre elles prévoyaient d'augmenter le recours à cette forme d'extraction de valeur.

désignent, dans la plupart des cas, une nouvelle direction, mais emploient, de surcroît, leurs propres employés pour ce qui a trait à la restructuration et à l'ingénierie financière des entreprises nouvellement rachetées, elles trouvent naturel de faire payer des commissions exorbitantes aux entreprises rachetées en échange de ces services. Ainsi donc, suite à l'acquisition de Celanese, société de produits chimiques allemande, par Blackstone, cette dernière a facturé ses services de conseil pour la coquette somme de 64 millions de dollars en 2004, suivie de 45 millions supplémentaires en 2005<sup>38</sup>. En ce qui concerne les prêts par actionnaires, une enquête menée par l'administration fiscale danoise a permis de découvrir que les entreprises danoises reprises par des sociétés d'investissement à capital-risque ont fait des emprunts auprès de leurs nouveaux propriétaires à des taux deux fois plus élevés que les prêts bancaires normaux. La même enquête a révélé que les grosses sommes d'argent versées à titre de dividendes aux sociétés d'investissement à capital-risque retournaient souvent aux entreprises sous forme de prêts<sup>39</sup>. Cette dernière ruse est d'autant plus attractive que les intérêts sur ces dettes font l'objet d'une exonération fiscale. Ainsi donc, les richards du secteur du capital-risque se remplissent encore les poches, mais cette fois aux dépens des contribuables.

### **Arrangements consortiaux, délits d'initiés, déloyauté de la direction et autres risques moraux**

Si les exemples d'entreprises abusées décrits ci-dessus ne sont pas justiciables dans la plupart des pays, on n'en est toutefois pas loin. Il y a, en effet, de bonnes raisons de s'inquiéter de la façon dont les sociétés spécialisées dans l'acquisition d'entreprises par endettement parviennent à exploiter les marchés de la dette et les entreprises dont elles obtiennent la propriété, pour s'accorder des dividendes. Donc, bien que de telles pratiques soient généralement légales, les aspects abordés et les autres points qui seront couverts dans les sections suivantes sont néanmoins clairement liés à la gouvernance d'entreprise, aux règles prudentielles, de même qu'à d'autres réglementations dures et souples applicables aux activités des entreprises et aux transactions financières.

Un éventail de grandes sociétés étasuniennes de capital-risque —y compris Carlyle et KKR— font actuellement l'objet d'une enquête du département de la Justice des Etats-Unis, pour leur participation présumée à des arrangements consortiaux. De tels arrangements surviennent lorsque des sociétés se regroupent pour procéder à des offres et à des acquisitions conjointes. Lorsque les transactions gagnent en volume, le recours aux arrangements consortiaux devient plus fréquent. En dépit du volume de plus en plus important des fonds qu'elles gèrent, la plupart des sociétés d'investissement à capital-risque ne sont toujours pas en mesure de réaliser seules les grosses transactions. Sur les 10 principaux marchés réalisés aux Etats-Unis ces dernières années, huit ont consisté dans des arrangements entre plusieurs parties prenantes. Ces transactions représentaient une valeur totale supérieure à 270 milliards de dollars et concernaient 630,000 employés<sup>40</sup>. Si ces arrangements consortiaux sont soumis à un contrôle, ce n'est toutefois pas en raison de leur volume ou du nombre d'emplois qu'ils mettent en jeu. En réalité, l'enquête du Département de la Justice cherche à savoir si ces sociétés ont constitué leurs groupes de soumission d'offres pour éviter de se faire concurrence entre elles et donc pour limiter la montée des enchères<sup>41</sup>.

Un autre problème sérieux lié aux sociétés d'investissement à capital-risque concerne l'abus d'information pouvant découler des transactions. Le « délit d'initiés » peut être commis aussi bien par les sociétés qui se demandent si elles doivent ou non soumettre une offre que par d'autres acteurs du marché qui investissent dans des actions et dans d'autres produits financiers. Dans une étude de 2006 sur ce thème, la Financial

« Comment les sociétés d'investissement à capital-risque continueront-elles à faire du bénéfice rien qu'en tournant sur elles-mêmes comme des toupies ? Elles le feront en imposant des commissions à n'en plus en finir. »

WARREN BUFFET,  
FONDATEUR, BERKSHIRE  
HATHAWAY

Services Authority (Royaume-Uni) a classé l'abus de marché comme le risque le plus important et le plus généralisé associé au capital-risque. La FSA note que « la circulation considérable d'informations relatives au cours des actions en rapport avec les transactions à capital-risque entraîne un risque important d'abus de marché. Ce flux d'informations augmente à mesure que les transactions deviennent plus complexes et que de plus en plus de parties y prennent part. Le fait que les participants prennent part à la fois au marché public et privé et que des produits apparentés soient développés et ensuite négociés dans différents marchés, notamment les swaps sur défaillance (ou Credit Default Swaps) augmente le risque d'abus. (...) nous avons identifié la possibilité d'une fuite d'informations comme constituant le plus gros risque. Ce risque existe du fait du nombre important de personnes impliquées dans les transactions de capital-risque et parce qu'une partie de ces personnes ne connaîtront pas le succès escompté de leur participation.<sup>42</sup> »

Dans le même ordre d'idées, la loyauté des cadres a été mise en doute dans plusieurs transactions à capital-risque. La question de savoir « qui détient quelle information ? » se pose parce que les cadres exécutifs, qui sont censés être au service des propriétaires de l'entreprise pour laquelle ils travaillent, ont souvent des intérêts personnels en jeu en cas d'une prise de contrôle ou d'une acquisition par endettement. De tels problèmes de loyauté surviennent lorsqu'une prime personnelle énorme est offerte à la direction, qui est payable dès que la transaction est close ou, dans certains cas aussi, lorsque l'équipe de direction fait partie du groupe d'investisseurs qui achète l'entreprise. Il ne semble pas déraisonnable de penser qu'il pourrait s'agir d'une tactique pour neutraliser toute opposition éventuelle à l'acquisition venant des cadres supérieurs de l'entreprise cible. Certains gouvernements ont d'ores et déjà souligné la possibilité d'un conflit d'intérêts entre les actionnaires et les cadres, qui sont tenus de défendre les intérêts des premiers, et ont proposé des voies pour y remédier, par exemple en interdisant des accords portant sur des primes d'intéressement à l'ancienneté entre des cadres et des soumissionnaires avant qu'une transaction ne soit close<sup>43</sup>.

D'une manière plus générale, il semble que les conseils d'administration d'entreprises deviennent de plus en plus superflus lorsque ces entreprises sont rachetées par des sociétés d'investissement à capital-risque. Ceci va à l'encontre de la conception habituelle de la bonne gouvernance basée sur un conseil d'administration actif et indépendant. La répartition des rôles entre les actionnaires et les cadres dirigeants – les détenteurs du capital et leurs employés – est encore plus factice lorsque le propriétaire est une société d'investissement à capital-risque. Celle-ci est en mesure d'influencer notablement le management, mais sans avoir à se soucier des obligations en termes de reddition des comptes applicables aux entreprises cotées publiquement.

Au sein même des fonds à capital-risque – et donc entre les commandités et les commanditaires, c'est-à-dire entre ceux qui gèrent l'argent investi et les investisseurs – surgit un nouvel ensemble de conflits et de risques moraux. Ils concernent la structure de commissions et l'allocation du risque, qui favorisent fondamentalement toutes deux les commandités. Comme on l'a vu dans le premier chapitre de ce rapport, un gestionnaire de fonds ne perd rien dans le cas d'un fonds défaillant et s'attachera, en réalité, dans la plupart des cas, à assumer le plus tôt possible une perte relative à une position donnée si celle-ci apparaît peu profitable. Ou pour reprendre les termes de Warren Buffet, fondateur de Berkshire Hathaway et aussi probablement l'investisseur le plus performant de tous les temps : « Comment les sociétés d'investissement à capital-risque continueront-elles à faire du bénéfice rien qu'en tournant sur elles-mêmes comme des toupies ? Elles le feront en imposant des commissions à ne plus en finir. »

Les entreprises adossées au capital-risque s'engagent généralement dans des stratégies austères de dégraissage une fois qu'elles ont été rachetées. L'impact est considérable pour les travailleurs, qui sont tenus de travailler davantage, pour des salaires moindres.

## Les travailleurs à l'ère du capital-risque

L'un des aspects les plus controversés du capital-risque concerne son impact sur l'emploi. Chaque fois que les travailleurs et leurs syndicats évoquent de quelle manière les entreprises rachetées par des sociétés d'investissement à capital-risque réduisent les postes, exercent une pression vers le bas sur les salaires et renvoient à la baisse prestations et conditions de travail, le lobby du capital-risque rétorque aussitôt que, globalement, ses membres génèrent de l'emploi et le font à un rythme plus rapide que les autres sociétés. Mais même si le lobby avait raison, la création globale d'emploi ne dit rien sur la qualité de ceux-ci, pas plus que sur les relations professionnelles ou sur les développements relatifs à la rémunération et aux conditions de travail.

Aux échelons national et international, les informations concernant l'effet quantitatif sur l'emploi du capital-risque sont jusqu'ici limitées. En outre, la majorité des études à ce sujet ont des carences méthodologiques et sont loin d'être indépendantes. Si les enquêtes ont été commandées par le lobby du capital-risque lui-même, il n'est guère étonnant d'y remarquer une prédisposition à présenter des résultats valorisant le capital-risque aux yeux de l'opinion. Parce qu'elles évitent de faire la distinction entre le capital à risque pour les démarrages et le capital injecté dans des acquisitions et parce qu'elles font un amalgame entre la croissance « organique » de l'emploi réel avec celle résultant de fusions et d'acquisitions, les chiffres qui figurent dans ces études ne permettent pas de répondre à la question essentielle, à savoir : les acquisitions par des sociétés d'investissement à capital-risque créent-elles de nouveaux emplois ou en suppriment-elles ? Selon une étude détaillée portant sur 1350 acquisitions réalisées en Grande-Bretagne entre 1999 et 2004, la réponse à cette question pourrait être aussi bien « oui » que « non ». En règle générale, toutes les entreprises procèdent à un dégraissage dans l'année qui suit l'acquisition. Sur le plus long terme, toutefois, environ deux tiers des entreprises ont créé de l'emploi tout au long de la période durant laquelle elles ont appartenu à une société privée, tandis qu'un tiers d'entre elles ont réduit leurs effectifs durant cette période. Les compressions les plus sévères – une réduction des effectifs de 18% sur six ans – ont eu lieu dans des entreprises où les nouveaux propriétaires ont introduit leur propre équipe de direction. En revanche, les entreprises où l'ancienne direction a été maintenue ont connu une croissance des effectifs de 36% entre 1999 et 2004<sup>45</sup>.

Dans leur souci de maximiser le rendement obtenu des entreprises et de s'assurer qu'ils pourront les revendre à un meilleur prix que celui auquel ils les ont achetées, les gestionnaires de capital-risque ont deux options : vendre les actifs non essentiels et réduire l'activité de l'entreprise, ce qui implique une réduction des effectifs, ou augmenter le cash-flow en étendant les activités et donc en employant plus de main-d'œuvre. Il n'y a donc rien de surprenant à ce que certaines entreprises à capital-risque soient à même d'afficher une croissance de l'emploi. C'est pareil concernant les statistiques qu'elles affichent. D'abord parce que ces statistiques incluent l'ensemble du capital détenu par les sociétés d'investissement à capital-risque, donc aussi le capital à risque. Ensuite parce que sociétés – diligentes à l'heure d'examiner les perspectives de bénéfices – n'investissent, bien entendu, que dans les entreprises qu'elles soupçonnent d'être plus rentables.

Les entreprises à capital-risque s'engagent généralement dans des stratégies austères de dégraissage une fois qu'elles ont été rachetées. L'impact est considérable pour les travailleurs, qui sont tenus de travailler davantage pour des salaires moindres. Comme les groupes de rachat ciblent des entreprises qu'ils estiment pouvoir élaguer et dynamiser – c'est-à-dire des entreprises où ils voient un potentiel de réduction des coûts d'exploitation, d'optimisation et de restructuration

« Les grands perdants sont les employés qui, en règle générale, subissent une dégradation de la sécurité de l'emploi et des prestations. »  
PAUL MYNERS, ANCIEN PRÉSIDENT DE MARKS AND SPENCER

organisationnelle- la réduction de la masse salariale dans de telles entreprises est une issue prévisible. Le fait que les entreprises doivent liquider leur dette rapidement ne fait qu'ajouter à l'urgence du dégraissage et, par-là, au licenciement de travailleurs. En effet, l'enquête concernant les 1350 acquisitions déjà citée précédemment a également démontré que les salaires des travailleurs de ces entreprises augmentaient à un rythme plus lent que dans les autres entreprises. En moyenne, ces travailleurs encouraient une perte relative de 83,70 livres sterling (167 dollars US) par an comparé à des entreprises similaires mais aux structures traditionnelles. Là où les nouveaux propriétaires ont installé une nouvelle équipe de direction, la perte relative par travailleur s'élevait à 231,35 livres sterling (460 dollars US) par an. L'étude a également montré que plus l'entreprise rachetée par une société d'investissement à capital-risque est grande, plus la pression vers le bas sur les salaires est intense<sup>46</sup>. Les témoignages de travailleurs et de leurs syndicats révèlent des réductions de postes et de salaires encore plus draconiennes.

### Pressions vers le bas sur les salaires, les conditions, les pensions et autres prestations

- > Peu après l'acquisition de la UK Automobile Association (AA) par CVC and Permira en 2004, les effectifs sont passés de plus de 10,000 à 7,000 employés. Aujourd'hui, AA souffre d'une grave pénurie de main-d'œuvre et les employés en place se voient obligés d'assumer des horaires prolongés, voire de reporter leurs vacances annuelles ou d'y renoncer<sup>47</sup>.
- > Eircom, leader pour les services de télécommunications en Irlande, privatisé en 2005 dans le cadre d'un arrangement consorcial, aurait, quant à lui, supprimé tout investissement dans la formation professionnelle suite à son acquisition.
- > En Allemagne, la société Grohe, spécialisée dans la robinetterie de salle de bains et de cuisine, a été revendue à de nouveaux propriétaires en capital-risque en 2004. Peu après, elle annonçait la réduction de moitié de ses effectifs en Allemagne. Au terme de la restructuration et suite à la proposition d'alternatives sérieuses par le syndicat local, la réduction des effectifs a pu être quelque peu endiguée mais a néanmoins représenté un total de 770 départs<sup>48</sup>.
- > L'acquisition en 2001 de la société Intelsat par un consortium de sociétés d'investissement en capital-risque a rapidement été suivie de réductions des dépenses salariales. L'effectif de l'entreprise a été réduit de 18 pour-cent rien qu'entre juin 2004 et septembre 2005. L'entreprise a, par ailleurs, refusé d'honorer un engagement antérieur relatif aux prestations médicales pour retraités, soutenant qu'elle n'était pas obligée de tenir des promesses faites par les propriétaires antérieurs. Un procès a été intenté contre l'entreprise, qui a finalement dû se résoudre à quelques concessions majeures en faveur des retraités<sup>49</sup>.
- > L'acquisition de Gate Gourmet par TPG a été suivie d'une réduction des effectifs de 26,000 à 22,000 employés. Le personnel permanent travaille sous la menace constante d'être mis au chômage et des travailleurs temporaires sont fréquemment engagés. Il est souvent arrivé que des travailleurs en congé de maladie ou en vacances soient congédiés par simple lettre recommandée<sup>50</sup>.
- > Moins d'une heure après l'acquisition d'Airwave, fournisseur du réseau de transmission radio digitale pour les services d'urgence au Royaume-Uni, dans le cadre d'une transaction estimée à 2 milliards de livres (4 milliards de dollars), les nouveaux propriétaires, une société d'investissement à capital-risque, annonçaient l'abandon du plan de pension à prestations déterminées<sup>51</sup>.

Le coût social de ces acquisitions ne se limite pas aux entreprises rachetées. D'autres cibles potentielles du capital-risque peuvent à leur tour être atteintes par l'onde choc, provoquant là aussi des vagues de licenciements et des pressions

salariales. Ainsi, à l'heure actuelle, il n'est pas inhabituel de voir des entreprises procéder à des réductions d'effectifs en même temps qu'elles contractent de nouvelles dettes, uniquement pour repousser les offres du capital-risque. Souvent toutefois, les groupes d'acquéreurs parviennent à leurs fins, il s'ensuit alors de nouvelles réductions des coûts qui passe souvent par une compression des effectifs.

Qu'une entreprise individuelle ayant fait l'objet d'une acquisition crée ou supprime des emplois, qu'elle permette ou empêche un développement salarial normal, qu'elle investisse dans la main-d'œuvre ou l'exploite à outrance, il n'en reste pas moins que le capital-risque constitue fondamentalement un modèle corporatif hostile aux travailleurs. Recourant au démembrement frauduleux d'actifs de sociétés, aux coups rapides et à toutes sortes d'autres stratégies pour s'assurer des taux élevés de rendement, les sociétés d'investissement à capital-risque n'ont aucun intérêt à investir dans leurs employés, n'ont pas besoin de partenariats employeurs/employés et n'ont aucune raison de fournir plus que le strict minimum en termes de salaires, de prestations et de conditions de travail. Dans ce jeu extrêmement risqué d'ingénierie financière, qui multiplie la probabilité de faillites, ce sont une fois de plus les travailleurs qui endossent le gros des risques. En cas de krach d'une entreprise adossée au capital-risque, ses propriétaires récupèrent presque toujours leur mise de départ en s'accaparant tout ce qu'ils peuvent avant que la crise ne survienne. Les travailleurs, en revanche, risquent de perdre leur emploi, leur revenu et tout plan de pension ou assurance médicale qui auraient fait partie de leur contrat. Paul Myners, ancien président de la chaîne britannique Marks & Spencers, avait bien saisi les règles du jeu avant de lancer : « Les grands perdants sont les employés qui, en règle générale, subissent une dégradation de la sécurité de l'emploi et des prestations. <sup>52</sup> »

### **Employeurs invisibles, manque d'information, absence de consultation, les relations professionnelles dans le contexte du capital-risque**

À l'heure actuelle, on estime que près de 20 % des personnes travaillant dans le secteur privé au Royaume-Uni sont indirectement employées par des sociétés d'investissement à capital-risque. En France, on parle de 9 % et au Danemark, de 4 %. De fait, les fonds d'investissement à capital-risque sont devenus les employeurs de facto de centaines de milliers de travailleurs, ce qui les place parmi les plus importants employeurs au monde, sans toutefois qu'ils en assument les responsabilités. Les entreprises appartenant à la société Bain Capital emploient 662,000 personnes au total, celles faisant partie du portefeuille de KKR ont un effectif combiné de 540,000 employés, celles de Blackstone comptent 350,000 salariés, celles de TPG 300,000 et celles de Carlyle 200,000<sup>53</sup>. Le capital-risque est, en effet, en train de transformer la nature même des relations industrielles pour un grand nombre de travailleurs, malheureusement dans le sens d'une dégradation progressive du dialogue social, une tradition dont l'établissement a pris des dizaines d'années. D'une part, les travailleurs sont laissés à la merci d'employeurs invisibles qui n'attachent pas la moindre importance aux relations professionnelles et ne se soucient guère de les informer de ce qui adviendra de leurs usines. D'autre part, ils sont confrontés à des pratiques cyniques et agressives les soumettant à une exploitation absolue, de même qu'à un management qui n'hésite pas à afficher clairement son hostilité aux syndicats.

Lorsqu'une entreprise est rachetée par une société d'investissement à capital-risque, ses travailleurs sont généralement mis sur la touche sans être consultés et sans recevoir la moindre information concernant l'acquisition. Leurs nouveaux employeurs restent invisibles et bien que la transaction puisse entraîner un changement radical pour leur vie au travail, ils sont laissés dans l'incertitude la plus complète concernant

Lorsqu'une entreprise est rachetée par une société d'investissement en capital-risque, ses travailleurs sont généralement mis sur la touche sans être consultés et sans recevoir la moindre information concernant l'acquisition. Leurs nouveaux employeurs restent invisibles et bien que la transaction puisse entraîner un changement radical pour leur vie au travail, ils sont laissés dans l'incertitude la plus complète concernant leur avenir.

leur avenir. Tout cela contrevient en réalité aux principes sur lesquels sont fondées les règles régissant les transferts de propriété dans la plupart des pays. Pour l'Union européenne, par exemple, la Directive sur les droits acquis<sup>54</sup> vise à assurer la continuité des conditions d'emploi dans le cas d'une acquisition. Cette Directive au même titre que les réglementations nationales du même ordre, comme les Réglementations TUPE 2006 relatives au transfert d'entreprises au Royaume-Uni, exigent la publication préalable de toutes les informations pertinentes aux représentants des employés, une consultation préalable avec les représentants des employés et la protection des employés concernés à titre individuel. Ces règles ne sont toutefois pas applicables dans le cas d'un transfert en masse de l'actionariat. Autrement dit, les acquisitions par capital-risque ne sont pas considérées comme un transfert de propriété qui affecte les relations industrielles. Ce qui sous-entend que les sociétés d'investissement à capital-risque peuvent se soustraire à toutes les responsabilités des employeurs dans le cadre du processus de négociation collective. Comme il a été souligné par la fédération syndicale internationale UITA (Union internationale des travailleurs de l'alimentation), plusieurs des plus grands employeurs mondiaux de facto « vivent à présent dans un univers parallèle où un grand nombre des aspects clés de la législation du travail n'est pas d'application. »<sup>55</sup>

D'autre part, les travailleurs et leurs représentants sont fréquemment victimes de harcèlement moral et de pratiques antisyndicales lorsque leur entreprise tombe dans l'escarcelle d'une société d'investissement à capital-risque. L'environnement de travail et les relations entre les employés et le patronat se sont détériorés dans de nombreuses entreprises suite à leur acquisition. Dans certains cas, notamment lorsque les nouveaux propriétaires ont exigé des licenciements en masse, des témoignages ont fait état de managers ayant recouru au harcèlement moral contre les travailleurs les plus vulnérables de l'entreprise. D'après la centrale syndicale britannique GMB, l'Automobile Association (AA) en est un exemple typique. Si les épreuves endurées par certains dépeignent des entreprises devenues invivables, des recherches universitaires démontrent que, loin de constituer des cas isolés, de telles pratiques sont enracinées dans les approches globales du patronat vis-à-vis des syndicats. Ainsi, une étude sur les acquisitions aux Pays-Bas et au Royaume-Uni a permis de constater une diminution du nombre d'entreprises reconnaissant les syndicats après que des opérations de rachat soient survenues. La même étude a montré qu'à peine 6 % des patrons néerlandais et 10 % des patrons anglais de l'échantillon d'entreprises rachetées par des sociétés d'investissement à capital-risque affichaient une attitude positive à l'égard des syndicats et que 40 % des patrons d'entreprises de cette catégorie au Royaume-Uni montraient une attitude négative à l'égard des syndicats<sup>56</sup>. Selon le groupe d'experts indépendant World Foundation, basé à Londres, ces résultats « suggèrent que le dédain (des syndicats) constitue, à tout le moins, un motif pour choisir la voie du capital-risque. »<sup>57</sup>

### Au cœur du modèle, une planification fiscale agressive

Comme on l'a montré dans les sections antérieures de ce rapport, la transition du capital-risque de classes d'investissement alternatives vers des classes d'investissement plus courantes a été déclenchée par des taux d'intérêts faibles et un recours excessif à l'effet de levier de la dette. On en vient donc tout naturellement au traitement fiscal de la dette et à la constatation que de nombreuses entreprises ayant fait l'objet d'une acquisition par endettement ont substantiellement réduit leurs contributions fiscales. Autrement dit, le surcoût qu'implique le fait de contracter de nouvelles dettes est largement compensé par ces réductions fiscales.

L'intérêt payé sur la dette est exonéré d'impôts dans la plupart des juridictions car il est considéré comme un coût d'exploitation qui facilite le fonctionnement d'une

Un examen attentif des bilans de sept grandes entreprises rachetées par des sociétés d'investissement à capital-risque a permis au ministère des Impôts du Danemark de déterminer que ces entreprises avaient réduit leurs dépenses fiscales de plus de 85% suite aux acquisitions dont elles avaient fait l'objet. Selon le ministère, la stratégie fiscale agressive menée par les sociétés d'investissement à capital-risque entraîne des pertes de recettes estimées à 2 milliards de couronnes danoises par an et, faute de mesures concrètes, ces pertes pourraient atteindre 15 milliards de couronnes par an, soit 25% du revenu total provenant de l'impôt sur les sociétés dans les deux prochaines années.

« Ce n'est pas difficile de créer de l'emploi et de la croissance si l'entreprise achetée par un fonds de capital ne paie pas d'impôts contrairement à ses concurrentes. Ça ne m'impressionne pas. »  
KRISTIAN JENSEN, MINISTRE DES IMPÔTS DU DANEMARK

entreprise et lui permet d'embaucher du personnel et d'investir dans l'avenir. Dans le cas d'acquisitions par endettement, toutefois, le rôle de la dette se résume à l'acquisition d'une entreprise, c'est-à-dire, au transfert d'une propriété et non à la création de valeur économique, de production ou d'emploi. Cela s'explique par le fait que, dans la plupart des pays, il est possible de procéder à une imposition conjointe ou à une consolidation des impôts entre une société de holding et l'entreprise que cette dernière acquiert. Il en résulte qu'une entreprise peut tout à fait être achetée avec son propre argent, que son niveau d'imposition est fortement réduit (notamment lorsque le financement de la dette provient de l'étranger et lorsque les nouveaux propriétaires sont établis en dehors du pays où est domiciliée l'entreprise ayant fait l'objet de l'acquisition), et que les bases d'imposition des pays se réduisent.

La documentation ne manque pas concernant les cas avérés de planification fiscale agressive menée par les entreprises rachetées par des sociétés d'investissement à capital-risque. En revanche, les effets macroéconomiques de ces stratégies sont encore peu étudiés. Une enquête en cours menée par le ministère de l'Impôt du Danemark montre cependant l'impact inquiétant que les acquisitions par endettement peuvent avoir sur les finances publiques. Un examen attentif des bilans de sept grandes entreprises rachetées par des sociétés d'investissement à capital-risque a permis au ministère de déterminer que ces entreprises avaient réduit leurs dépenses fiscales de plus de 85% suite aux acquisitions dont elles avaient fait l'objet. Au terme de l'exercice correspondant à leur acquisition, elles ont collectivement payé 2,4 milliards de couronnes (420 millions de dollars) en impôts sur les sociétés. L'année suivante, le montant de l'imposition collective de ces entreprises ne représentait plus que 400 millions de couronnes (70 millions de dollars). En outre, l'enquête a montré qu'au moins une des entreprises en question obtiendrait un remboursement fiscal en raison de l'augmentation du volume d'intérêts à payer sur la dette<sup>58</sup>.

Déjà avant la publication de ces résultats, il n'y avait pas de doute pour le gouvernement danois, que les stratégies des sociétés étrangères de capital-risque entraînaient des pertes importantes pour le trésor public. Début 2007, le ministère des Impôts déclarait : « Une série de fonds à capital-risque font preuve d'une agressivité sans précédent en matière de planification fiscale et, en réalité, ne paient pas l'impôt danois sur les sociétés.<sup>59</sup> » Le ministère évaluait à environ 2 milliards de couronnes (350 millions de dollars) par an les pertes en recettes et estimait que, faute de mesures concrètes, ces pertes pourraient atteindre 15 milliards par an – soit 25% du revenu total provenant de l'impôt sur les sociétés – d'ici deux ans. En janvier 2007, le gouvernement danois – une coalition de conservateurs et de libéraux considérée comme très favorable aux milieux d'affaires – déclarait qu'il allait légiférer pour mettre un terme au contournement des règles fiscales danoises par les fonds à capital-risque. Et en avril 2007, il annonçait la conclusion d'un accord entre les partenaires de la coalition concernant les amendements à la législation existante dans ce domaine<sup>60</sup>. La nouvelle législation pourrait déjà être adoptée à l'été 2007. Elle prévoit que la déduction des frais d'intérêts soit limitée aux entreprises d'une certaine taille – en pratique, aux 1000 entreprises les plus grandes du pays – de sorte que ne soient affectées que les entreprises faisant preuve de la plus grande agressivité dans leur planification fiscale. Le gouvernement estime qu'avec cette législation, il pourra atteindre les groupes de rachat droit au cœur de leurs opérations, les poussant par là même à se tourner vers d'autres pays à l'avenir. Face à des représentants de fonds à capital-risque nationaux et internationaux qui soutenaient qu'ils créaient de l'emploi dans le pays, le ministre des Impôts, Kristian Jensen, a rétorqué vertement : « Ce n'est pas difficile de créer de l'emploi et de la croissance si l'entreprise achetée par un fonds de capital ne paie pas d'impôts contrairement à ses concurrents. Ça ne m'impressionne pas », avant d'ajouter : « Plus la planification fiscale agressive mettra notre législation à l'épreuve, plus les

politiciens seront poussés à agir et à y mettre fin un frein en légiférant de la manière la plus adéquate possible.<sup>61</sup> »

Le gouvernement allemand a, lui aussi, noté le problème lié à la diminution des recettes fiscales et planche désormais sur l'élaboration d'une législation similaire pour renforcer la loi relative à la déductibilité de la dette. La proposition en cours en Allemagne serait encore plus stricte que la danoise et plafonnerait les intérêts déductibles des revenus à un niveau nettement inférieur. Les autorités britanniques envisagent elles aussi une action à ce niveau. En mars 2007, Ed Balls, secrétaire britannique au Trésor, a déclaré que le régime d'imposition actuel applicable aux sociétés d'investissement à capital-risque « accordait à ces transactions un avantage fiscal qui est incompatible avec le principe selon lequel l'intérêt fait partie des frais d'exploitation d'une entreprise » et il a annoncé que « le gouvernement procédera à une révision des règles actuelles applicables à l'utilisation de la dette des actionnaires quand celle-ci se substitue à la composante actif dans le cas de transactions à fort effet de levier, à la lumière de l'évolution du marché, et ce, pour faire en sorte que les règles existantes aient l'effet prévu.<sup>62</sup> » Des enquêtes similaires ont été annoncées dans d'autres pays qui ont connu une ruée aux acquisitions par le capital-risque, notamment l'Australie<sup>63</sup>.

Parallèlement à la question de l'imposition des entreprises investies par des fonds à capital-risque, il convient d'examiner le traitement fiscal accordé aux gestionnaires de fonds à capital-risque et de fonds spéculatifs. Comme cela a été mentionné dans le premier chapitre de ce rapport, une part considérable des revenus de ces gestionnaires – les 20% habituels à titre de "carried-interest" -ou intéressement différé- qu'ils font payer sur les rendements dépassant certains seuils –est taxé au taux plus faible appliqué aux plus-values, et non pas au taux plus élevé de l'impôt sur le revenu normal. Aux Etats-Unis, cela signifie qu'ils ne payent que 15 % de taxe au lieu de 35 %. Au Royaume-Uni, certains gestionnaires de fonds seraient parvenus à ne payer que 4 à 5% d'impôt sur des revenus s'élevant à des millions de livres sterling<sup>64</sup>.

Les experts légaux se montrent de plus en plus inquiets face aux iniquités et aux anomalies de cette situation. Victor Fleischer, professeur associé à la faculté de droit de l'Université du Colorado, note que « les gestionnaires de fonds à capital-risque gèrent le fonds en ne contribuant eux-mêmes qu'à des petites parts du capital, alors que les rendements de leurs revenus de travail sont traités comme des gains en capital. Il s'agit donc d'une anomalie du régime fiscal. Lorsqu'on fournit des services, on est normalement taxé au taux normal de l'impôt sur le revenu, et pourtant on constate que certains des travailleurs les plus riches de notre pays sont imposés à un taux faible.<sup>65</sup> » Les régulateurs ont, eux aussi, commencé à se pencher de plus près sur cette question. Eric Solomon, secrétaire adjoint au Trésor des Etats-Unis chargé de la politique fiscale, a confirmé que le département du Trésor et l'Internal Revenue Service (IRS) étaient tous deux en train d'examiner le traitement fiscal des fonds spéculatifs et que des commissions fiscales du Congrès des Etats-Unis en faisaient de même à l'égard des gestionnaires de fonds à capital-risque<sup>66</sup>.

## **Les services d'utilité publique en péril**

Dans le premier chapitre de ce rapport, on a souligné le fait que les sociétés d'investissement à capital-risque accordent de plus en plus d'attention aux entreprises publiques et à des prestataires de services d'utilité publique. Ces 10 à 20 dernières années ont été marquées par la privatisation intégrale ou partielle d'un grand nombre de ces entreprises. La plupart d'entre elles continuent d'opérer dans des marchés à tendance monopolistique qui requièrent une réglementation pour éviter les abus et assurer le maintien des engagements sur le plan des services

fournis. Toutefois, le transfert de la propriété de telles entreprises à des sociétés d'investissement à capital-risque, qu'il s'agisse d'une première privatisation, de la deuxième ou de la troisième vente après privatisation, crée une série de conflits et de problèmes possibles pour les sociétés au service desquelles ces entreprises sont censées travailler.

Il y a, tout d'abord, un conflit entre les priorités à long terme déclarées des fournisseurs de service et les intérêts à court terme des nouveaux propriétaires. La société d'investissement à capital-risque, à l'instar des autres types d'entreprises qu'elle acquiert, se sentira incitée à puiser une part non négligeable du revenu de l'entreprise pour récompenser ses investisseurs et pour rembourser l'emprunt qu'elle a dû faire pour l'acquérir. En d'autres circonstances, ces revenus auraient pu servir à financer des réinvestissements, à baisser les prix ou à améliorer la qualité des services fournis. Etant donné que l'entreprise est susceptible de faire de nouveaux emprunts, elle générera moins de fonds à l'avenir pour de nouveaux investissements et obtiendra dès lors une cote de crédit plus faible, ce qui entraînera un enchérissement des emprunts dont elle aura besoin pour étendre ses opérations. Par conséquent, et comme le dicterait également la logique des nouveaux propriétaires, les prix payés par les consommateurs risquent eux aussi de grimper.

D'autre part, dans son rapport « Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis », le Parti socialiste européen (PSE) montre que les préoccupations à court terme des groupes de rachat et l'approche de développement à long terme des opérateurs d'infrastructure entrent en conflit dans plusieurs autres domaines également. Ceux-ci incluent notamment la recherche et le développement, la formation et l'investissement dans le personnel et les stratégies de fixation des prix<sup>67</sup>. Plusieurs de ces conflits sont identiques à ceux qu'on trouve dans d'autres types d'entreprises rachetées par des sociétés d'investissement à capital-risque. Toutefois, lorsqu'il s'agit d'autres types d'entreprises, ce sont principalement leurs travailleurs qui sortent perdants de la prédominance de la logique lucrative court-termiste. Dans le cas des fournisseurs de services d'utilité publique, outre leurs salariés, c'est l'ensemble des personnes qui dépendent de ces services dans leur vie quotidienne qui en pâtissent. La contradiction entre la fonction des fournisseurs de services publics et les intérêts des sociétés d'investissement à capital-risque fait qu'il s'agit d'un couple fondamentalement incompatible. Toutefois, vu leur potentiel extrêmement lucratif, les gestionnaires de fonds tiennent beaucoup à de telles unions forcées.

### **Du danger de marcher sur des coquilles d'oeuf**

L'essor des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs continue de croître. 2007 verra une nouvelle augmentation des rachats par endettement par rapport à 2006, qui était déjà une année record. A l'instar des fonds de capital-risque, les fonds spéculatifs sortent, eux aussi, peu à peu du domaine de l'investissement alternatif pour se convertir en classes d'actifs ordinaires suscitant un intérêt croissant parmi toutes sortes d'investisseurs institutionnels. Le fait que cette vague finira, tôt ou tard, par s'écraser semble inévitable. Après tout, ce n'est pas la première fois dans l'histoire que de telles acquisitions par endettement se produisent. On sait en effet qu'il s'agit d'un phénomène fortement cyclique. La question n'est pas de savoir « si » la vague va s'écraser mais « quand » et « comment. » Cela se produira-t-il quand la communauté des investisseurs réalisera que la plupart des fonds, à capital-risque ou spéculatifs, sont aussi illusoire qu'un roi en guenilles ? Faudra-t-il attendre que les torts infligés aux travailleurs et aux sociétés aient atteint une telle extrémité que les politiciens et les régulateurs seront obligés d'agir ? Ou tout simplement lorsque la bulle éclatera ? Comme nous avons pu voir dans ce chapitre, ce moment pourrait arriver plus vite qu'on ne l'imagine. Et il pourrait bien s'agir d'un crash plutôt qu'un atterrissage en douceur.

La réglementation doit repousser les risques systémiques qu'ils représentent pour la stabilité financière, la façon dont ils nuisent au développement économique à long terme et les injustices sociales dont ils sont responsables au sein de nos économies et de nos sociétés.

Paradoxalement, il est tout à fait possible que ce soit justement ce que d'aucuns perçoivent comme le point fort de ces fonds qui finisse par entraîner leur chute. Actuellement, leurs investissements sont extrêmement influencés par la demande. Alors que des sommes d'argent impressionnantes sont canalisées vers ces fonds, leur principale difficulté semble être de trouver des opportunités pour investir ce nouveau capital. En raison de leurs structures d'honoraires, les gestionnaires de fonds eux-mêmes ne vont pas réduire leurs transactions. Leur revenu augmente à chaque transaction conclue, qu'elle soit profitable ou non. Cela entraîne un enchérissement pour les entreprises et implique que la valeur des transactions diminuera à l'avenir. En effet, il semble déjà y avoir une tendance grandissante chez les sociétés d'investissement à capital-risque à cibler des entreprises dans des industries telles que les lignes aériennes et l'automobile, qui ont très peu de chances de générer des rendements comme ceux convoités par ces investisseurs. Si on combine cette ruée sur les acquisitions, les prix plus élevés payés actuellement et la profitabilité réduite des transactions avec les niveaux d'endettement actuels, les krachs ne peuvent pas être bien loin. Et plus ces krachs seront reportés à plus tard, plus la pression sera grande sur les travailleurs, sur les filières d'approvisionnement et sur l'environnement. Chacun des chaînons de l'entreprise devra intensifier la compression des dépenses. Tous les travailleurs devront donner plus et toucher moins.

Personne n'attend ou n'espère un krach. Toutefois, faute d'une réglementation adéquate des fonds de capital-risque et des fonds spéculatifs, cela ne peut que survenir. Les politiques doivent s'attaquer aux externalités de même qu'à l'exploitation délibérée à laquelle se livrent ces protagonistes de l'actuelle vague de financiarisation avant qu'un krach ne se produise. La réglementation doit repousser les risques systémiques qu'ils représentent pour la stabilité financière, la façon dont ils nuisent au développement économique à long terme et les injustices sociales dont ils sont responsables au sein de nos économies et nos sociétés. Le chapitre suivant du rapport explore les approches possibles y pour parvenir.

# III. Vers un changement de cap : recommandations pour une économie plus saine et plus équitable

## Politique et réglementation

Indépendamment de l'essor du capital-risque et des fonds spéculatifs, des actifs et des volumes d'argent qu'ils contrôlent et, en fin de compte, des personnes qu'ils emploient, outre l'influence croissante qu'ils ont sur nos économies et nos sociétés, ces fonds continuent d'opérer dans ce qui pourrait être décrit comme un vide politique et réglementaire. En effet, leur popularité grandissante au cours des dernières décennies est largement tributaire de cette situation qui a permis que les fonds et les entreprises rachetés par ceux-ci soient demeurés pratiquement « hors de portée » des régulateurs et des législateurs. Des politiques et une réglementation mieux ciblées et plus rigoureuses, sont néanmoins requises pour s'attaquer aux nombreux risques, problèmes et défis associés au capital-risque et aux fonds spéculatifs qui ont été passés en revue dans les chapitres antérieurs de ce rapport. Un changement de paradigme dans la politique et la législation est nécessaire pour assurer que l'industrie de l'investissement soit disant alternatif cesse d'être non régulée. Le capital-risque et les fonds spéculatifs doivent être tenus aux mêmes règles que tout le monde.

Une régulation stricte est nécessaire à la fois pour les fonds spéculatifs, pour les arrangements à capital-risque et pour les autres acteurs qui reproduisent leurs activités. Les fonds, leurs investisseurs et leurs propriétaires ne réussiront jamais à s'autoréguler adéquatement au travers de codes de conduite et d'autres initiatives du genre qu'ils ont commencé à produire à l'heure actuelle, notamment en Europe et aux Etats-Unis, comme pour ce qui a trait à la publication d'informations et à la transparence. Ces initiatives ont été saluées par le Département du Trésor des Etats-Unis et les ministres des Finances du Conseil de l'Union européenne, au motif qu'une approche douce d'autorégulation est suffisante, du moins pour les fonds spéculatifs. Mais ils ont tort<sup>68</sup>. Seule une régulation gouvernementale en bonne et due forme est capable de maîtriser les externalités de ces activités d'investissement. Les industries elles-mêmes ne chercheront jamais à inverser la tendance actuelle qui consiste à miser sur des taux de rendement destructifs et non viables.. Et elles ne se préoccuperont pas non plus de trouver le moyen de canaliser des ressources financières vers des investissements productifs, à long terme, qui peuvent être bénéfiques pour l'ensemble de la société. Elles ne feront jamais ce qui est nécessaire : proposer une régulation nouvelle et novatrice qui inclue des mesures pour décourager les « coups rapides », qui garantisse une transparence accrue et des obligations en matière de reddition de comptes, qui limite l'actuel recours effréné à l'effet de levier de la dette, qui garantisse des règles fiscales justes et équitables et qui oblige les fonds à remplir leurs obligations en leur qualité d'employeurs de milliers de personnes. Seuls les

Il convient d'établir des règles du jeu identiques à tous - les fonds à capital-risque, les fonds spéculatifs et les autres programmes d'investissement collectif plus traditionnels- pour ce qui a trait à la performance, aux stratégies d'investissement, aux modèles de gestion du risque, à l'accumulation des dettes, aux structures d'honoraires et aux mécanismes d'intéressement de leurs gestionnaires.

gouvernements et leurs organes régulateurs peuvent faire ce qui est nécessaire et urgent. Et il est grand temps qu'ils attrapent le taureau par les cornes.

## La transparence

La transparence des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs est une priorité qui est fondamentale pour tous les aspects abordés ci-après, pour lesquels de nouvelles politiques et réglementations sont requises. En l'absence de rouages beaucoup plus transparents dans la soit disant industrie de l'investissement alternatif, il ne sera pas possible de répondre aux inquiétudes concernant la stabilité financière, l'imposition, la gouvernance d'entreprise et les droits des travailleurs. La transparence et la communication doivent concerner aussi bien les fonds que les entreprises que ces derniers retirent des cotations en bourse. Les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs ont gagné à opérer dans l'ombre mais étant donné leur influence grandissante sur nos économies et nos sociétés, il convient d'imposer une limite à leur confidentialité.

Il convient tout d'abord d'établir des règles du jeu identiques à tous - les fonds à capital-risque, les fonds spéculatifs et les autres programmes d'investissement collectif plus traditionnels-, pour ce qui a trait à la performance, aux stratégies d'investissement, aux modèles de gestion du risque, à l'accumulation des dettes, aux structures d'honoraires et aux mécanismes d'intéressement de leurs gestionnaires. Des normes minimales sont requises en matière de reddition de comptes pour garantir à la fois la prise de responsabilité et un degré accru de protection des consommateurs. Les investisseurs –fonds de pension en premier – devraient être capables d'évaluer et de comparer les rendements et les risques financiers des différents types de fonds. La publication d'informations concernant l'activité de la société ne concerne pas seulement les superviseurs et les régulateurs mais aussi le public général.

- > Les fonds à capital-risque, en particulier, doivent être tenus de présenter des rapports concernant les actifs qu'ils possèdent, en veillant à clarifier en quoi ils consistent et à divulguer les principales informations économiques, financières et salariales pertinentes à leur sujet. Cela signifierait que les fonds et leurs actifs seraient enfin sortis de l'opacité dans laquelle ils opèrent à l'heure actuelle.
- > Dans les économies où les fonds spéculatifs continuent à opérer sous différentes juridictions, comme c'est le cas dans l'Union européenne – il faut établir une catégorie unitaire pour les fonds on-shore, y compris un seuil d'investissement minimum commun, de sorte à assurer un cadre harmonisé pour ces fonds. Aux Etats-Unis, le Congrès devrait rétablir la pleine couverture ERISA<sup>70</sup> des fonds spéculatifs et attribuer à la SEC (Securities and Exchange Commission) un pouvoir clair pour réguler les fonds spéculatifs tout comme elle régule d'autres formes de gestion financière. Des règles et réglementations semblables sont requises dans d'autres domaines également.
- > Les entreprises qui ont fait l'objet d'acquisitions à capital-risque et qui ont donc été retirées des cotations publiques ne devraient pas, une fois qu'elles ont atteint une taille considérable, être exemptées des obligations raisonnables en matière de publication d'informations. Les gouvernements et les autres régulateurs devraient dès lors étendre ces obligations réservées aux entreprises cotées à l'ensemble des entreprises privées d'une taille relativement importante, ce qui, dans la pratique, pourrait être déterminé par leur chiffre d'affaire et la taille de leurs effectifs. Étant donné que certaines de ces obligations –notamment l'obligation de présenter des rapports trimestriels- pourraient elles-mêmes encourager des

Les régulateurs et les législateurs devraient non seulement tenir compte des obligations de divulgation liées au recours à la dette, mais devraient également mettre au point des approches permettant de fixer un seuil maximum d'endettement pour les transactions et autres opérations.

perspectives à court terme préjudiciables, les régulateurs devraient envisager de revoir ces obligations pour qu'elles répondent mieux à leurs objectifs originels.

### La stabilité financière et les risques systémiques

La croissance des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs et, en particulier, le niveau de leur effet de levier par endettement font qu'ils ne représentent pas seulement un risque pour les investisseurs individuels mais aussi que leurs activités comportent des risques systémiques susceptibles d'avoir des effets drastiques sur les marchés financiers. Comme cela a été souligné dans les sections antérieures du présent rapport, il existe un risque de voir l'actuel boom d'acquisitions pousser la valeur des actifs et de l'endettement à des niveaux qui vont créer de la volatilité dans les marchés. Un grand nombre d'acteurs dépendant de l'effet de levier et dont l'engagement a sensiblement augmenté se trouvent déjà face à une situation à risque. Leurs pertes pourraient être énormes et pourraient avoir des conséquences sérieuses pour les investisseurs, les employés et de nombreux autres acteurs.

A l'heure actuelle, ces classes d'actifs représentent une menace de taille pour la stabilité du système financier dans son ensemble. Il est inacceptable que ces fonds puissent jouir d'immunité contre une surveillance publique effective et légitime. Les régulateurs financiers ont d'ores et déjà donné l'alarme sur les risques systémiques que les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs représentent pour la stabilité financière. Ils n'ont cependant toujours pas proposé de solutions efficaces pour contrer ce risque. Les politiques d'investissement des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs devraient, d'une manière générale, être régulées selon des règles prudentielles visant, à la fois, à la stabilité financière du marché et à la génération de valeur de l'actif sur le long terme. Cela implique que les obligations en matière de publication d'informations devraient être formulées en tenant compte de cela et que des limites devraient être imposées sur les dettes que les fonds peuvent assumer.

- > Premièrement, en raison du recours généralisé et irrationnel à la dette pour le financement de leurs activités, il est nécessaire de resserrer le contrôle des sociétés d'investissement à capital-risque. Les banques centrales – comme la Réserve fédérale aux Etats-Unis ou la Banque centrale européenne – devraient présenter des rapports réguliers concernant l'engagement global des banques à l'intérieur de leurs juridictions, dans des activités d'investissement par endettement de fonds à capital-risque et de fonds spéculatifs. Les fonds à capital-risque devraient présenter des rapports concernant les conséquences que les différents développements économiques et financiers pourraient avoir pour la viabilité opérationnelle et les obligations en matière d'emploi des entreprises qu'ils possèdent.
- > De façon à supprimer les risques systémiques pour la stabilité du marché financier, qui sont exacerbés par l'opacité dans laquelle les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs opèrent, les gouvernements et les Banques centrales devraient établir un « Accord de Bâle III <sup>71</sup> » couvrant le secteur non bancaire. Le fait de limiter les niveaux d'endettement pouvant être assumés par ces fonds diminuerait le risque de défaillances et donc de faillites.
- > En ce qui concerne les fonds spéculatifs, il est impératif de surveiller leur recours généralisé aux produits dérivés. Etant donné qu'un nombre relativement restreint d'opérateurs financiers de premier plan – une dizaine de banques d'investissement majeures – couvrent les prêts des fonds spéculatifs, une solution consisterait à exiger de ces opérateurs qu'ils divulguent périodiquement et intégralement leur exposition aux différentes catégories de risque financier.

- > Pour ce qui a trait à l'endettement, les régulateurs et les législateurs devraient non seulement tenir compte des obligations de divulgation mais devraient également mettre au point des approches permettant de fixer un plafond d'endettement pour les transactions et autres opérations. Il pourrait s'agir de règles simples exigeant qu'une partie spécifique de l'offre d'achat ou de l'investissement soit constituée d'actif. Indirectement, on pourrait recourir à des règles fiscales, comme il sera montré dans le chapitre suivant du rapport.

## Les impôts

Les règles et réglementations fiscales ont joué un rôle central dans l'émergence, la croissance et les activités des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs. Actuellement, ces règles et réglementations favorisent le recours à la dette plutôt qu'à l'actif pour ce qui a trait au financement de l'acquisition ou des activités d'entreprises et elles accordent des conditions très intéressantes aux gestionnaires et aux commanditaires de tels fonds. Par conséquent, l'explosion des fonds à capital-risque, en particulier, mais aussi des fonds spéculatifs risque d'agir au détriment de la plupart des régimes fiscaux nationaux et des recettes fiscales que ceux-ci génèrent. En effet, comme cela a été montré dans ce qui précède, certains gouvernements ont calculé qu'ils perdront jusqu'à un quart de leurs revenus provenant de l'impôt sur les sociétés si on permet aux fonds à capital-risque de continuer à croître et à opérer comme ils le font à l'heure actuelle. Des règles fiscales peuvent être appliquées pour restreindre la perte de revenus publics causée par des fonds de ce type, ainsi que pour limiter une partie des aspects négatifs des acquisitions par endettement, abordées dans la section précédente.

A l'heure de concevoir une réglementation fiscale relative à la financiarisation, il est important de bien faire la distinction entre l'imposition des fonds eux-mêmes, des gestionnaires des fonds et des entreprises appartenant à ces fonds. D'une manière générale, la réglementation fiscale devrait être reconfigurée de manière à couvrir les fonds spéculatifs et les régimes à capital-risque afin d'assurer que les systèmes fiscaux ne soient pas biaisés par une conduite court-termiste de l'investisseur et, dès lors, que l'émergence de ces fonds ne mette pas en péril les revenus publics générés par les taxes corporatives.

- > En ce qui concerne les entreprises rachetées, des régimes plus stricts devraient être établis pour garantir qu'elles ne puissent continuer à éluder l'impôt sur les sociétés comme elles l'ont fait jusqu'ici. A cette fin, il conviendrait d'introduire des règles qui limitent les déductions pour des dépenses liées au paiement d'intérêts dans l'entreprise cible, ses holdings et ses filiales une fois que l'entreprise cible a été rachetée. Cette restriction pourrait prendre la forme d'une interdiction sur les déductions de frais d'intérêts par la société de holding qui a été créée pour mener à terme l'acquisition. Une autre forme de restriction pourrait consister à supprimer la déduction pour frais d'intérêts par l'entreprise cible concernant les intérêts sur la dette contractée pour couvrir le paiement d'un dividende exceptionnel suite au transfert de la propriété. La réglementation devrait donc uniquement être modifiée de façon à ce que les emprunts destinés à des investissements productifs dans le capital réel ne soient pas pénalisés.
- > En ce qui concerne les gestionnaires de fonds, le problème se situe au niveau du traitement fiscal de l'intéressement différé qui est généralement assujéti au taux plus faible appliqué aux plus-values, et non pas au taux plus élevé de l'impôt sur le revenu normal. Là aussi un changement urgent s'impose, qui serait, somme toute, relativement facile à introduire. Comme il est évident que de tels revenus sont payés à titre d'honoraires pour une tâche ou une fonction spécifique, ils devraient

En ce qui concerne les travailleurs, des mécanismes sont requis pour la représentation, l'information et la consultation des syndicats.

Les mesures réglementaires doivent assurer que les entreprises rachetées par endettement ne contractent pas de dettes pour financer le paiement de dividendes.

être assujettis à l'impôt sur le revenu. Il suffirait donc que l'administration fiscale amende les règles et les fasse appliquer rapidement.

- > La question devient plus compliquée dans le cas des fonds, étant donné que la plupart des fonds spéculatifs et à capital-risque sont constitués dans des paradis fiscaux offshore et sont donc assujettis aux impôts de ces pays ou de ces territoires. Deux possibilités doivent être explorées pour minimiser les effets fiscaux négatifs. En premier lieu, il convient de prendre des mesures supplémentaires pour limiter le recours à de tels paradis fiscaux, notamment en se basant sur le travail mené par l'OCDE sur le thème des pratiques fiscales néfastes. En deuxième lieu, et cela pourrait s'avérer encore plus efficace, il conviendrait de modifier les règles fiscales de sorte que le lieu où se trouve le gestionnaire détermine le statut fiscal du fonds.
- > Pour ce qui a trait à la conduite à court terme des fonds spéculatifs et à capital-risque, il conviendrait également d'explorer la possibilité d'appliquer les taux d'imposition progressifs sur la plus-value de telle sorte qu'ils soient relativement plus élevés dans le cas de transactions d'arbitrage, ce qui aurait pour effet de décourager les transactions d'achat/vente d'entreprises à court terme sur le marché.

### La gouvernance d'entreprise

Les cadres nationaux en place en matière de gouvernance d'entreprise sont centrés sur les entreprises cotées en bourse et prévoient des conditions nettement moins restrictives pour les entreprises non cotées. Comme on l'a montré dans les chapitres précédents, l'absence d'une réglementation relative à la gouvernance d'entreprises non cotées entraîne toute une série de problèmes qui concernent notamment l'indépendance du conseil d'administration, la répartition des rôles entre la direction et les propriétaires et la participation des représentants des travailleurs aux structures de gouvernance. Un autre problème sérieux tient à l'absence d'une réglementation claire concernant l'implication possible des dirigeants d'entreprise dans des fonds d'acquisition avant et après la conclusion éventuelle d'un arrangement. Ceci soulève différentes questions quant à la loyauté, à l'utilisation abusive d'informations et à la manipulation possible des actionnaires. D'autre part, les démembrements d'actifs et les recapitalisations mis en œuvre pour payer des dividendes, qui mettent le plus souvent en péril l'existence d'entreprises qui, sans cela, se portaient bien, sont manifestement contraires à toute notion de bonne gouvernance d'entreprise.

- > D'une manière générale, la responsabilité et les pouvoirs des conseils d'administration pour sauvegarder les intérêts à long terme des entreprises soumises à des régimes de capital-risque ou dont la structure de propriété inclut des fonds spéculatifs devront être reconsidérés de manière à assurer une conduite des affaires qui soit responsable et à prévenir les conflits d'intérêts. Dans le cas de l'acquisition d'une entreprise par un fonds à capital-risque, il convient d'introduire de nouveaux codes de conduite à l'intention des conseils et des cadres exécutifs afin d'assurer une protection adéquate des intérêts des actionnaires et des employés.
- > Afin de garantir que les investisseurs à long terme aient la plus forte influence sur l'entreprise, ceux-ci pourraient être récompensés en permettant que leurs droits de vote soient proportionnels à la durée de l'actionnariat et en appliquant une imposition différenciée du revenu des actionnaires. Pour prévenir l'extraction de valeur, des restrictions devraient être imposées sur le retrait d'actifs liquides de l'entreprise cible.

Les représentants syndicaux des travailleurs doivent avoir accès à suffisamment d'informations concernant la stratégie et le plan d'exploitation que la société d'investissement à capital-risque entend imposer à la direction de l'entreprise.

- > Un autre axe qui mérite d'être exploré concerne l'introduction de dispositions relatives au maintien du capital, qui prescriraient des limites sur le transfert de dettes à des entreprises faisant l'objet d'acquisitions. Cela pourrait se faire par le biais d'une restriction du financement de crédit et contribuerait à assurer que les entreprises rachetées ne croulent pas sous le poids de la dette qui a servi à leur acquisition.
- > L'émergence de fonds à capital-risque et de fonds spéculatifs activistes montre qu'il y a peut-être lieu de redonner un nouveau souffle de vie au « modèle rhénan » pour les entreprises publiques. Ce modèle prône l'implication de toutes les parties concernées par le bon fonctionnement de l'entreprise, y compris les syndicats, les collectivités, les investisseurs etc. Si les régulateurs étaient déterminés à promouvoir ce modèle, les gestionnaires de fonds disposeraient de moins de pouvoir de pression pour continuer à ne tenir aucun compte des parties prenantes, comme c'est le cas à l'heure actuelle. Au niveau des travailleurs, cela impliquerait une prise en considération adéquate de la représentation, de l'information et des mécanismes de consultation syndicaux, à l'instar de ce qui existe dans de nombreux pays.
- > Dans le cas des fonds spéculatifs, les obligations en termes de présentation de rapports ne devraient pas seulement inclure une évaluation des risques et des rendements mais aussi une analyse de l'impact social des investissements, notamment en matière d'emploi.
- > Enfin il convient d'examiner la question du paiement de dividendes par recapitalisation. Il existe diverses modalités d'extraction de valeur qui ne profitent qu'aux fonds à capital-risque propriétaires des entreprises dont la valeur est extraite. Ces modalités agissent au détriment des entreprises elles-mêmes et de tous ceux qui sont impliqués dedans. Étonnamment, à l'heure actuelle, ces opérations sont entièrement légales, même si les entreprises concernées font faillite à cause de ces recapitalisations de dividendes. Les mesures réglementaires doivent assurer que les entreprises rachetées par endettement ne contractent pas de dettes pour financer le paiement de dividendes.

### Les droits des travailleurs

Les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs sont tristement célèbres pour le peu d'égard qu'ils ont pour les droits des travailleurs. En effet, ces droits sont systématiquement négligés, voire complètement bafoués par ces acteurs. Comme on l'a montré dans les chapitres précédents de ce rapport, le modèle corporatif du capital-risque et les pratiques managériales généralement appliquées par les entreprises que ces fonds contrôlent contrastent fortement avec les principes de relations industrielles saines du partenariat social et de l'investissement dans la main-d'œuvre. Sur le court terme, il est possible que la réglementation ne soit pas en mesure de changer ni le modèle corporatif du capital-risque ni les pratiques managériales préconisées par les sociétés d'investissement à capital-risque. Mais ce que la réglementation peut et doit faire dès maintenant, c'est d'obliger à ce que les syndicats soient adéquatement informés et consultés sur l'avenir des entreprises qui les concernent.

- > D'une manière générale, les droits des travailleurs à la négociation collective, à l'information, à la consultation et à la représentation sur les lieux de travail doivent être considérés comme les mécanismes essentiels permettant de défendre et de promouvoir les intérêts à long terme des entreprises contrôlées par le capital-risque. En particulier, les représentants syndicaux des travailleurs doivent avoir accès à suffisamment d'informations concernant la stratégie et le plan d'exploitation que la société d'investissement à capital-risque entend imposer à la

direction de l'entreprise. Les représentants syndicaux des entreprises ayant fait l'objet d'une acquisition doivent être informés de la provenance du capital et de l'identité des investisseurs.

- > Les gouvernements devraient donc chercher à introduire des protections supplémentaires pour les travailleurs affectés par des acquisitions par capital-risque. Le point essentiel consiste à veiller au maintien des responsabilités d'employeur des sociétés d'investissement à capital-risque. Cela peut être fait de différentes façons dans les différents pays et juridictions. D'une manière générale pour l'Union européenne, cela se ferait par le biais de l'amendement de la Directive sur les droits acquis. Au Royaume-Uni, en particulier, il faudrait modifier les Réglementations relatives au transfert d'entreprises (Protection de l'emploi) de 2006 (TUPE). De telles réglementations garantissent la continuité des conditions d'emploi au cours d'acquisitions normales, mais ne sont pas applicables lors de transferts de propriété intervenant dans le cadre d'arrangements qui incluent la totalité des parts d'une entreprise. Cela doit changer à l'avenir.
- > Enfin, en plus de la réglementation, l'industrie du capital-risque devrait conclure des accords avec les syndicats concernant les droits d'accès à l'information et à la consultation durant des acquisitions.

### La protection des services d'utilité publique

Alors que les sociétés d'investissement à capital-risque investissent de plus en plus dans les services publics et les utilités, les législateurs et les régulateurs doivent sérieusement réfléchir à la manière de placer ces services et ces utilités à l'abri des risques, des abus et des conflits d'intérêt inhérents à de telles acquisitions.

- > Ils doivent, en premier lieu, garantir une transparence suffisante relative à l'ensemble des transactions affectant la mise en oeuvre des responsabilités existantes liées aux services publics, y compris l'activité d'investissement et de dépense, la présentation de rapports périodiques sur les indicateurs de performance des services publics, ainsi que les pouvoirs d'intervention lorsque les objectifs de la politique gouvernementale en matière de services publics ne sont pas atteints.
- > Les gouvernements pourraient éventuellement déterminer s'il convient pour eux de conserver une « part du lion » de l'actif pour l'ensemble des utilités publiques, y compris un siège au sein du Conseil. Cela leur permettrait d'être informés des plans et des principales décisions et leur donnerait la capacité d'imposer leur veto sur des décisions qu'ils estimeraient contraires à l'intérêt public.
- > D'autre part, les gouvernements devraient examiner s'il est nécessaire de renforcer la réglementation spécifique à l'industrie concernant l'infrastructure, afin de la rendre suffisamment efficace, en instaurant des pouvoirs spécifiques pour réglementer les activités financières et opérationnelles des fournisseurs d'infrastructure. En effet, pour l'ensemble de leurs activités majeures de financement, les opérateurs d'infrastructure pourraient être tenus d'obtenir l'accord préalable du régulateur, qui déterminerait si ces activités s'inscrivent dans l'intérêt public.

### Un groupe de travail international sur la réglementation des fonds

Etant donné que les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs opèrent à l'échelon mondial, il est nécessaire d'examiner quelles formes de régulation

Les gestionnaires, mandataires et fiduciaires de fonds de pension doivent agir avec beaucoup de prudence à l'heure d'envisager tout placement dans des fonds spéculatifs et à capital-risque.

Un emploi perdu aujourd'hui, une réduction salariale demain ou une vie professionnelle plus précaire en général ne seront pas compensés par une pension légèrement supérieure dans un avenir lointain, pour peu qu'elle le soit.

internationale il conviendrait de mettre en place pour assurer que ces types de fonds d'investissement agissent dans l'intérêt général de nos sociétés.

- > Pour permettre une exploration approfondie de ce thème, il conviendrait d'établir un groupe de travail international sur la réglementation des fonds spéculatifs et du capital-risque, qui inclurait l'OCDE, le FMI, le Forum de stabilité financière, certaines agences de l'ONU et l'OIT.
- > Simultanément, des organisations comme l'OCDE et le FMI qui s'occupent déjà d'évaluer la stabilité des marchés financiers devraient examiner de plus près les risques que représentent des acteurs du marché à fort effet de levier comme, notamment, les fonds à capital-risque et les fonds spéculatifs et proposer des approches pour limiter ces risques.
- > Dans le cadre de la gouvernance d'entreprise et de son travail dans ce domaine, l'OCDE devrait s'attaquer aux problèmes mis en exergue dans ce rapport et lorsque cela s'avère approprié, soulever les enjeux liés aux droits des travailleurs.
- > L'OIT devrait examiner plus en détail comment les droits des travailleurs sont affectés lors d'acquisitions par endettement et dans quelle mesure le modèle corporatif des fonds à capital-risque et des fonds spéculatifs risque de nuire aux traditions des relations industrielles établies de longue date.

### Les fonds de pension

Les gestionnaires, mandataires et fiduciaires de fonds de pension doivent agir avec beaucoup de prudence à l'heure d'envisager tout placement dans des fonds spéculatifs et à capital-risque. Comme cela a été souligné dans les chapitres précédents, une attention particulière doit être accordée à la rentabilité réelle de tels placements, ainsi qu'à l'impact direct ou indirect qu'ils sont susceptibles d'avoir sur les lieux de travail des propriétaires des caisses de retraite. Les mandataires ont la responsabilité particulière de s'assurer que les investissements sont socialement responsables et entrepris dans le cadre d'une perspective à long terme. Il leur incombe de veiller à ce que les personnes chargées de la gestion journalière du fonds de pension comprennent et respectent les priorités du fonds.

### Le capital-risque

Si un fonds de pension envisage d'investir dans des fonds à capital-risque, le fonds et ses fiduciaires devront tout d'abord veiller à ne pas se laisser abuser par le tapage médiatique qui est actuellement fait autour du capital-risque. Les prétendus rendements élevés qui ont souvent attribués à ce type d'investissement n'ont jusqu'ici concernés que certains fonds en particulier et ne constituent certainement pas la règle pour l'ensemble de l'industrie. En général, les investissements à capital-risque n'ont pas été plus profitables que leurs équivalents en fonds de placement sur les marchés boursiers.

D'autre part, les fonds de pension et leurs fiduciaires devraient mieux prendre en considération les implications de la nature illiquide de ces investissements, des difficultés liées à l'étalonnage des performances et à leur évaluation, de la nature inefficace des marchés à capital-risque, des charges élevées associées à ces fonds, des aspects liés à l'irrégularité du cash-flow de tels investissements, du fait qu'il s'agit d'investissements fait en quelque sorte à l'aveuglette, l'investisseur ignorant quelles seront les opportunités d'investissement recherchées par le gestionnaire et risquant non seulement d'obtenir des rendements faibles mais aussi de perdre tout ce qu'il a investi.

Les fonds de pension et leurs fiduciaires devraient être particulièrement prudents face à des fonds spéculatifs qui optent pour le statut d'actionnaire activiste, qui agissent dans l'intention d'influencer la direction à générer des rendements élevés sur le court terme.

Enfin il incombe aux fonds de pension et à leurs fiduciaires de veiller à ce que les stratégies des fonds dans lesquels ils envisagent de placer de l'argent soient en conformité avec les obligations à long terme qu'ils ont en tant que fonds de pension. Toujours sur ce point, ils devraient accorder une attention particulière au fait que même un investissement à capital-risque profitable n'agira pas forcément dans l'intérêt des membres du fonds de pension, en raison, d'une part, du modèle économique que le capital-risque incarne et, d'autre part, du modèle de relations d'emploi préconisé par les fonds à capital risque et pour lequel ils sont tristement célèbres. Un emploi perdu aujourd'hui, une réduction salariale demain ou une vie professionnelle plus précaire en général ne seront pas compensées par une pension légèrement supérieure dans un avenir lointain, pour peu qu'elle le soit – ce qui est loin d'être garanti comme on a pu voir dans ce qui précède.

### Les fonds spéculatifs

Si un fonds de pension envisage d'investir dans un fonds spéculatif, le fonds de pension ainsi que ses fiduciaires devraient être conscients du fait qu'au cours des quatre dernières années, les résultats générés par les fonds spéculatifs n'ont pas été meilleurs que d'autres types de plans d'investissement comme, par exemple, les fonds mutuels. En tant que classe d'actif, la principale caractéristique des fonds spéculatifs est qu'ils dépendent plus de rendements "alpha" que "bêta" et ont, dès lors, une chance de générer des gains alors que, d'une manière globale, les marchés sont en déclin ou rétrécissent. En tenant compte de cela, ils devraient comparer les rendements moyens générés par les fonds spéculatifs en général, sans oublier de tenir compte des risques beaucoup plus élevés et des structures de commission souvent exorbitantes qui font partie intégrante des investissements en fonds spéculatifs.

Les fonds de pension et leurs fiduciaires devraient être particulièrement prudents face à des fonds spéculatifs qui optent pour le statut d'actionnaire activiste, c'est-à-dire qu'ils achètent une part minoritaire considérable dans une entreprise donnée dans l'intention d'influencer la direction à générer des rendements élevés sur le court terme, généralement en scindant des entreprises, en promettant des primes exceptionnelles aux cadres et, finalement, en remplaçant la direction en place par une direction désignée par le fonds spéculatif. A ce propos, les fonds de pension et leurs fiduciaires devront accorder une attention particulière à la politique sociale du/des fonds spéculatif(s) prospectif(s). Ils devront, avant tout, dans leur propre intérêt, rester conscients de la mauvaise image qu'ils donneraient d'eux-mêmes à être en investissant dans des fonds spéculatifs qui visent à des rendements à court terme tributaires du rôle de l'actionnariat activiste, vu que de tels rendements agissent généralement au détriment d'actionnaires ou d'employés à long terme, moins activistes, appartenant à l'entreprise assiégée.

Si les fonds de pension décident néanmoins d'investir dans des fonds spéculatifs, il leur incombe de remplir sérieusement leurs responsabilités en tant qu'actionnaires en assistant aux réunions des actionnaires, en veillant à faire entendre leur voix et en s'assurant que le fonds agit conformément aux principes du fonds de pension dans toutes ses tractations avec des entreprises. En règle générale, les fonds de pension et leurs fiduciaires devront veiller à réclamer une politique d'investissement socialement responsable des gestionnaires externes indépendants, vu que ces derniers investissent de plus en plus souvent dans des fonds spéculatifs.



# Quand la banque gagne à tous les coups : Fonds à capital-risque et fonds spéculatifs Le nouveau capitalisme de casino

## Bibliographie choisie

**Akyüs, Y.**, 'From Liberalisation to Investment and Jobs: Lost in Translation', Third World Network, février 2006

**Amess, K. and Wright, M.**, 'The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK', International Journal of Economics and Business, publication prochaine

**Bruining H., Boselie, P., and Bacon, N.**, 'The impact of business ownership change on employee relations: buy-outs in the UK and The Netherlands', The International Journal of Human Resource Management, mars 2005

**Banque centrale européenne (BCE)**, « Financial Stability Review », juin 2006

**Financial Services Authority**, 'Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement', novembre 2006

**FNV**, 'Socially Responsible Investments, Hedge Funds and Private Equity', mars 2007

**Fraser-Sampson, G.**, 'Private Equity as an Asset Class', Wiley Finance, 2007

**Gottlieb, C.**, 'Hedge Funds: Heading for a regulatory hard landing?', ECMI Policy Brief No. 5, avril 2007

**Fonds monétaire international (FMI)**, 'Rapport sur la stabilité financière dans le monde : développements du marché et problèmes » avril 2007

**Union internationale des travailleurs de l'alimentation (UITA)**, 'A Workers' Guide to Private Equity Buyouts', mai 2007

**Kaplan, S. and Schoar, A.**, 'Private Equity Performance', National Bureau of Economic Research Working Paper 9807, juin 2003

**Ministère de l'Economie et des Affaires commerciales du Danemark**, 'Kapitalfonde i Danmark', novembre 2006

**Parti socialiste européen (PSE)**, 'Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis', mars 2007

**Phalippou, L. and O. Gottschalg**, 'The Performance of Private Equity Funds', SSRN paper, avril 2007

**Phalipou, L., Gottschalg, O. and Zollo, M.**, 'Performance of private equity funds: Another puzzle?', Document de travail, 2007

**Rossman, P. and Greenfield, G.**, « Financiarisation : Nouvelles perspectives de bénéfiques, nouveaux enjeux pour les syndicats », Education ouvrière, revue trimestrielle de l'OIT - Bureau des activités pour les travailleurs 1/2006 (n° 142)

**Rossman, P.**, 'Presentation to trade union sponsored labour MPs on private equity and leveraged buyouts', UITA, février 2007;

**Rossman, P.**, 'Private Equity Funds: The Harsh Realities', UITA, avril 2007

**Services Employees International Union (SEIU)**, 'Behind the Buyouts: inside the world of private equity', avril 2007

**Thornton, P.**, 'Inside the dark box: shedding light on private equity', The Work Foundation, mars 2007

**Commission syndicale consultative auprès de l'OCDE (TUAC)**, 'Financiarisation – la nécessaire réponse par la réglementation', mars 2007

**Trades Union Congress**, 'Private Equity – A trade union perspective', mai 2007

# Quand la banque gagne à tous les coups : Fonds à capital-risque et fonds spéculatifs Le nouveau capitalisme de casino

## End Notes

- <sup>1</sup> Commission syndicale consultative auprès de l'OCDE (TUAC), 'Financiarisation – La nécessaire réponse par la réglementation', mars 2007
- <sup>2</sup> 'Has success spoiled private equity?', International Herald Tribune, 23 mars 2007
- <sup>3</sup> Parti socialiste européen, 'Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis', mars 2007
- <sup>4</sup> '16% increase foreseen in private-equity cash', San Antonio Times, 28 janvier 2007
- <sup>5</sup> Comme son nom l'indique, il s'agit d'un instrument financier dérivé de la valeur sous-jacente d'un actif. Au lieu de négocier ou d'échanger l'actif lui-même, les parties prenant part au marché s'engagent par un accord à échanger de l'argent, des actifs ou une autre valeur à une date ultérieure, sur base de l'actif sous-jacent. Les actifs peuvent être matériels comme or, devises ou titres, ou immatériels, comme les taux d'intérêt. Exemple de produit dérivé, les «contrats à terme» : Il s'agit d'un accord prévoyant l'échange d'un actif sous-jacent à une date ultérieure.
- <sup>6</sup> 'Poor mere millionaires', Wall Street Journal, 22 mars 2007
- <sup>7</sup> Gottlieb, C., 'Hedge Funds: Heading for a regulatory hard landing?', ECMI Policy Brief No. 5, avril 2007
- <sup>8</sup> 'Wall Street mixed in early trading', Associated Press, newsfactor.com, 21 mai 2007
- <sup>9</sup> SEIU, 'Behind the Buyouts: inside the world of private equity', avril 2007
- <sup>10</sup> Kaplan, S. and Schoar, A., 'Private Equity Performance', National Bureau of Economic Research Document de travail 9807, juin 2003
- <sup>11</sup> Phalippou, L. and O. Gottschalg, 'The Performance of Private Equity Funds', SSRN paper, avril 2007
- <sup>12</sup> Phalippou, L. and O. Gottschalg, 'The Performance of Private Equity Funds', SSRN paper, avril 2007
- <sup>13</sup> Phalippou, L., Gottschalg, O. and Zollo, M., 'Performance of private equity funds: Another puzzle?', Document de travail, 2007
- <sup>14</sup> 'Private Money', Fortune Magazine, 19 février 2007
- <sup>15</sup> 'Pensions alert over private equity', The Telegraph, 10 mai 2007
- <sup>16</sup> 'Private Money', Fortune Magazine, 19 février 2007
- <sup>17</sup> Fraser-Sampson, G., 'Private Equity as an Asset Class', Wiley Finance, 2007
- <sup>18</sup> 'Hedge fund fees criticized', Global Pensions, 26 avril 2007
- <sup>19</sup> FNV, 'Socially Responsible Investments, Hedge Funds and Private Equity', mars 2007
- <sup>20</sup> Financial Services Authority, 'Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement', novembre 2006
- <sup>21</sup> 'Life on the other side', Financial Times, 24 avril 2007
- <sup>22</sup> Gordon, M., 'Letters to the Editor', Financial Times, 30 janvier 2007
- <sup>23</sup> 'Secretive sector steps in the glare of publicity', Financial Times, 24 avril 2007
- <sup>24</sup> 'Buffini and Co may be living in a bubble', The Guardian, 20 février 2007
- <sup>25</sup> Financial Services Authority, 'Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement', novembre 2006
- <sup>26</sup> 'Things may start to look murkier', Financial Times, 24 avril 2007
- <sup>27</sup> 'Pensions alert over private equity', The Telegraph, 10 mai 2007
- <sup>28</sup> International Monetary Fund, 'Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues', avril 2007
- <sup>29</sup> Financial Services Authority, 'Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement', novembre 2006
- <sup>30</sup> 'Der große Schlussverkauf', Der Spiegel, 18 décembre 2006
- <sup>31</sup> European Central Bank, 'Financial Stability Review', juin 2006
- <sup>32</sup> International Monetary Fund, 'Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues', avril 2007
- <sup>33</sup> 'Has success spoiled private equity?', International Herald Tribune, 23 mars 2007

- <sup>34</sup> 'Life on the other side', Financial Times, 24 avril 2007
- <sup>35</sup> Akyüs, Y., 'From Liberalisation to Investment and Jobs: Lost in Translation', Third World Network, février 2006
- <sup>36</sup> SEIU, 'Behind the Buyouts: inside the world of private equity', avril 2007
- <sup>37</sup> 'Toy Story', Forbes, April 18, 2005; 'FAO Bankrupt Again', ConsumerAffairs.com, 3 décembre 2003; 'New game in town; KB Toys remodels to lure mall shoppers', The Record, 26 août 2006.
- <sup>38</sup> 'Der große Schlussverkauf', Der Spiegel, 18 décembre 2006
- <sup>39</sup> 'Kapitalfondene går efter nulskat', Politiken, 21 mars 2007
- <sup>40</sup> SEIU, 'Behind the Buyouts: inside the world of private equity', avril 2007
- <sup>41</sup> 'Equity Deals Attract Eye of Justice', The New York Times, 11 octobre 2006
- <sup>42</sup> Financial Services Authority, 'Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement', novembre 2006
- <sup>43</sup> Ministry of Economics and Business Affairs, Denmark, 'Kapitalfonde i Danmark', novembre 2006
- <sup>44</sup> 'Private Money', Fortune Magazine, 19 février 2007
- <sup>45</sup> Amess, K. and Wright, M., 'The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK', International Journal of Economics and Business, parution prochaine
- <sup>46</sup> Amess, K. and Wright, M., 'The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK', International Journal of Economics and Business, parution prochaine
- <sup>47</sup> 'AA boss admits cutting too many jobs', Financial Times, 27 novembre 2006
- <sup>48</sup> Parti socialiste européen, 'Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis', mars 2007
- <sup>49</sup> SEIU, 'Behind the Buyouts: inside the world of private equity', avril 2007
- <sup>50</sup> Parti socialiste européen, 'Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis', mars 2007
- <sup>51</sup> 'Private Equity hurts pensions', UNI, union-network.org, 21 avril 2007
- <sup>52</sup> 'Myers warns of risks from the growth of private equity', Financial Times, 21 février 2001
- <sup>53</sup> SEIU, 'Behind the Buyouts: inside the world of private equity', avril 2007
- <sup>54</sup> 'Directive sur les transferts d'entreprises 77/187 de 1977' cf. aussi ARD
- <sup>55</sup> Rossman, P., 'Private Equity Funds: The Harsh Realities', UITA, avril 2007
- <sup>56</sup> Bruining H., Boselie, P., and Bacon, N., 'The impact of business ownership change on employee relations: buy-outs in the UK and The Netherlands', The International Journal of Human Resource Management, mars 2005
- <sup>57</sup> Thornton, P., 'Inside the dark box: shedding light on private equity', The Work Foundation, mars 2007
- <sup>58</sup> Ministère des Impôts, Danemark, 'Status på SKATs kontrolindsats vedrørende kapitalfondes overtagelse af 7 danske koncerner', mars 2007.
- <sup>59</sup> Ministère des Impôts, Danemark, 'En robust selskabsbeskatning', janvier 2007.
- <sup>60</sup> Ministère des Impôts, Danemark, 'Indgrib mod skattespekulation', avril 2007
- <sup>61</sup> Ministère des Impôts, Danemark, 'En fair selskabsskat', mai 2007
- <sup>62</sup> UK HM Treasury, 'Speech by the Economic Secretary to the Treasury, Ed Balls MP, to the London Business School, London', mars 2007.
- <sup>63</sup> 'Of Private Equity, Politics and Income Taxes', International Herald Tribune, 11 mars 2007
- <sup>64</sup> 'A public relations offensive on the buy-out high-wire', Financial Times, 26 janvier 2007
- <sup>65</sup> 'Treasury Scrutinizing Hedge Fund Treatment; Seen as Possible Source for Raising Revenue', BNA Daily Tax Report, 30 avril 2007
- <sup>66</sup> 'Assault on the Investor Class', Wall Street Journal, 7 mai 2007; 'Treasury Scrutinizing Hedge Fund Treatment; Seen as Possible Source for Raising Revenue', BNA Daily Tax Report, 30 avril 2007
- <sup>67</sup> Parti socialiste européen, 'Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis', mars 2007
- <sup>68</sup> Conclusions du Conseil concernant les fonds spéculatifs, 2798e Réunion du Conseil « Affaires économiques et financières » de l'UE, Bruxelles, le 8 mai 2007; Déclaration de Robert Kimmit, Député adjoint au Département du Trésor des Etats-Unis, concernant les conclusions du Conseil « Affaires économiques et financières » de l'UE relatives aux fonds spéculatifs, Département du Trésor, Washington D.C., 8 mai 2007
- <sup>69</sup> Plusieurs des propositions présentées dans ce chapitre sont extraites du travail conjoint sur les réponses réglementaires entrepris au sein du mouvement syndical international. Les autres propositions sont tirées de travaux individuels réalisés par des organisations syndicales nationales et internationales. Les principaux documents sur ce thème sont : TUAC, 'Financiarisation – la nécessaire réponse par la réglementation', mars 2007; Rossman, P., 'Private Equity Funds: The Harsh Realities', UITA, avril 2007; Rossman, P., 'Presentation to trade union sponsored labour MPs on private equity and leveraged buyouts', UITA, février 2007; TUC, 'Private Equity – A trade union perspective', mai 2007. Enfin il convient de mentionner cette autre source d'inspiration qu'ont été les propositions présentées par le Parti socialiste européen (PSE) dans le document 'Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis', mars 2007

<sup>70</sup> ERISA (Employee Retirement Income Security Act, 1974) est une loi fédérale qui établit des normes minimum pour les programmes de retraite dans l'industrie privée et a pour objet de fournir une protection aux particuliers couverts par ces programmes. ERISA exige aux programmes de retraite de fournir une information adéquate aux participants concernant le programme, y compris des informations importantes sur les aspects particuliers et le financement des programmes. ERISA établit en outre des responsabilités fiduciaires pour les personnes chargées de la gestion et du contrôle des actifs du programme et exige aux programmes l'établissement d'une procédure de plainte et d'appel pour assurer que les participants puissent pleinement tirer parti du programme; elle accorde en outre aux participants le droit d'intenter des poursuites pour l'obtention d'indemnités et pour toute infraction aux obligations fiduciaires.

<sup>71</sup> Les accords de Bâle – jusqu'à présent les accords de Bâle I et Bâle II – concernent l'adéquation ou la solvabilité des fonds propres et ont pour objectif d'assurer que les institutions financières conservent suffisamment de fonds propres pour se protéger contre des pertes inattendues. Bâle II, par exemple, a été mis en place pour faire en sorte que l'allocation de capitaux se fasse en tenant compte davantage des risques, pour séparer le risque opérationnel du risque de crédit et pour quantifier les deux, ainsi que pour tenter d'aligner le capital économique et réglementaire plus étroitement afin de réduire les possibilités d'arbitrage réglementaire.





Editeur responsable : Guy Byder, Secrétaire général  
CSI  
5 Blvd du Roi Albert II, Bte 1, 1210 Bruxelles, Belgique  
Tel: + 32 2 2240211, Fax: +32 2 2015815