

# UNE APPROCHE ÉTHIQUE DES FONDS DE LBO : UN FINANCEMENT À EFFET DE LEVIER PATRIMONIAL ?

BÉNÉDICTE DAUDÉ \*

167

**L**e développement du marché des acquisitions à effet de levier a été très rapide en Europe ces dernières années et, pour l'année 2007, le marché français se classe second, derrière celui du Royaume-Uni, en termes de volume. Évalués par Standard & Poor's à 115,9 milliards d'euros en 2006, les financements européens de *leverage buy-out* (LBO) représentent désormais 38 % du marché mondial contre 22 % en 2000. Ce fort développement, pas toujours bien maîtrisé, d'autant plus voyant qu'il s'est concentré sur un temps relativement court, a, d'une part, fondamentalement modifié l'image traditionnelle du *private equity*, cantonné jusqu'à présent dans la catégorie de simple placement alternatif et, d'autre part, conduit à structurer différemment ses principales modalités opérationnelles. Une telle mutation, de surface par la diversification et de fond par le changement de nature, ne pouvait qu'éveiller des questionnements légitimes sur le niveau de risques, risque global et risques différenciés, d'un mode d'intervention en fonds propres devenu une quasi-référence au sein de la communauté financière.

Faut-il, pour autant, condamner cette forme particulière de financement à effet de levier ?

---

\* Chercheur au laboratoire INSEEC, membre du Centre de recherche Magellan-Finance, université Jean Moulin Lyon III.

N'est-on pas tout autant dans l'exagération d'une critique sans discernement quand on stigmatise à outrance les zones d'ombres de ces montages d'ingénierie financière comme lorsqu'on les valorise, également sans retenue, en faisant d'eux des archétypes de la création de valeur ? Ne fait-on pas trop rapidement l'amalgame entre l'outil de financement à proprement parler qui, par définition, en tant qu'outil est neutre, et la philosophie générale, éventuellement lestée d'arrière-pensées, du montage de *private equity* ? Enfin, ne peut-on envisager des contextes spécifiques où ce type de financement à effet de levier est porteur d'effets vertueux non seulement à court terme mais également à long terme ?

L'objet de cet article est de préciser ces contextes d'occurrences particulières en replaçant les opérations de LBO dans un cadre territorial de gestion responsable et patrimoniale de reprise et transmission d'un tissu local de PME-PMI. La valeur ajoutée de notre travail portera, entre autres, sur l'analyse des effets de proximité (Boshma, 2005) relatifs à l'inscription territoriale de ces fonds, inscription liée aux interventions de partenaires institutionnels indispensables pour légitimer ces modes particuliers de financement et gérer dans le temps d'éventuels conflits d'usage entre parties prenantes. Nous démontrerons, dans ce contexte, que les LBO peuvent se présenter bel et bien comme des outils adéquats et pertinents pour concilier la création de valeur actionnariale et partenariale avec des préoccupations d'aménagement du territoire.

Dans un premier temps, nous confronterons le processus interne de création de valeur spécifique à un montage de LBO aux préceptes requis par les théoriciens de l'entreprise socialement responsable. Puis nous analyserons, dans un deuxième temps, la robustesse des critères les plus souvent évoqués pour jeter l'anathème sur ce type de montage et légitimer ainsi l'assimilation des LBO à des facteurs organisationnels de risques non régulés. Ce questionnement nécessitera une analyse des logiques de normalisation de la déviance (Vaughan, 2001) qui ont émergé d'une standardisation du *process* LBO à l'échelle globale. Cela nous conduira à souligner leurs caractéristiques contingentes, historiquement situées : la valeur éthique du montage d'intervention en fonds propres sous forme de LBO ne peut en effet être que relative au moment précis et au lieu donné dans lesquels le montage se déroule.

Tenter de fixer les limites socialement acceptables du LBO, c'est aussi réfléchir à sa territorialité définie selon deux axes, l'un temporel et l'autre spatial. Pour ce faire, nous nous efforcerons, dans un troisième temps, d'établir les facteurs de fiabilité organisationnelle de ces mêmes montages dès lors que l'on resitue, au travers d'une combinaison de proximités plurielles, leurs logiques d'intervention dans un cadre d'écosystème

territorial garant d'une gestion efficace d'éventuels conflits d'usage et de partage de la création de valeur. La finalité de ces opérations d'intervention en fonds propres sous forme LBO est alors d'apparaître comme la matrice qui conditionne tous les autres choix, objectifs et résultats. À ce titre, nous adosserons notre réflexion à un exemple qui nous paraît emblématique par sa précocité même d'une pratique éthique des financements à effet de levier : les fonds d'investissement de proximité.

### *LE PRIVATE EQUITY JUGÉ À L'AUNE DU CONCEPT DE RESPONSABILITÉ SOCIALE DE L'ENTREPRISE*

Les fonds de *private equity* suscitent de l'inquiétude de par leur force de frappe financière et initient de nombreuses critiques liées à leur aptitude à accélérer la restructuration de secteurs industriels plus ou moins matures. Leur capacité d'intervention financière décuplée au regard de levées de fonds importantes et couplée à des montages sophistiqués d'ingénierie financière renforce une certaine opacité et réactualise des soupçons de tactiques actionnariales court-termistes. En France, suite à l'action lancée par le « collectif LBO<sup>1</sup> », relayée par le groupe communistes et républicains à l'Assemblée nationale, la commission des finances de l'Assemblée nationale a décidé, le 17 janvier 2007, d'ouvrir une mission d'information sur le rôle et la place des fonds d'investissement dans l'économie, leurs méthodes d'acquisition par LBO et les conséquences sociales de ce type de pratique. « Il y a lieu de s'interroger sur le prix payé par les salariés et les territoires pour accumuler autant de profits, une addition socialement amère qui se chiffre en restructurations, licenciements, délocalisations, abandons d'activités et de capacités, pressions sur les rémunérations et dégradations des conditions d'embauche. »<sup>2</sup>

169

Ces remises en cause de la légitimité sociale et économique de ces opérations de financement à effet de levier méritent d'être validées par un questionnement dégagé de contingences politiques et d'arrière-pensées stratégiques. Il s'agira ici d'évaluer la logique interne de création de valeur d'une opération de LBO à l'aune du concept de responsabilité sociale de l'entreprise.

Nouveau paradigme de l'entreprise pour les uns, mot magique teinté d'une touche de marketing pour les autres, la responsabilité globale de l'entreprise suppose que l'on s'interroge à la fois sur les critères de la responsabilité et sur les fonctions de l'entreprise. L'idée d'une responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise ne va pas de soi. D'une part parce qu'un certain flou conceptuel entoure cette notion. D'autre part, parce qu'en acceptant des responsabilités qui relevaient jusqu'alors de la compétence primordiale de l'État, l'entreprise modifie sa raison

d'être. À sa finalité première, qui demeure de réaliser des profits, s'ajoute une finalité seconde, qui est d'agir au maintien d'une vie « authentiquement humaine » sur terre. Dès lors, se pose le problème de la conciliation de ces deux finalités et de leur intégration dans la stratégie de l'entreprise.

Alain Etchegoyen (2001) définit deux critères qui permettent de redonner une épaisseur raisonnée et pragmatique à la notion de responsabilité. Ces deux critères sont le pouvoir et le territoire. Le pouvoir désigne la capacité d'agir et sous-entend par là même un savoir. Il intègre également une liberté de marge de manœuvre plus ou moins grande : la personne qui ignore les conséquences de son acte est-elle véritablement responsable ? Le territoire définit, quant à lui, une sphère d'actions qui dépend de nous quant à leur mise en œuvre et sur laquelle le sujet exerce sa responsabilité. Circonscrit à un lieu borné par des limites et dans ces limites, le savoir ainsi territorialisé devient une obligation prioritaire : il faut anticiper les conséquences prévisibles de notre action afin de préserver notre espace de vie, quitte à imaginer le pire afin précisément de l'éviter. Cette heuristique de la peur favoriserait le respect d'un principe de précaution et une politique de prudence hyperbolique.

Ainsi définie la responsabilité ne serait pas tant due à nos actes à proprement parler qu'à notre condition d'être humains vivant dans un environnement qu'ils doivent protéger. Pour Sen, la responsabilité découlerait de notre statut d'individus insérés dans une communauté. Une telle définition de la responsabilité pose que « la vie des individus entraîne des interdépendances, ce qui implique des obligations réciproques liées aux relations économiques, politiques et sociales qu'ils entretiennent mutuellement » (Sen, 1999) On retrouve dans ces propos la réactualisation d'une thèse exprimée par Dostoïevski<sup>3</sup> un siècle plus tôt : « Chacun de nous est responsable devant tous pour tous et pour tout. Sans cela, évidemment, à force de diviser les responsabilités, il ne reste presque rien. On se tire d'affaire. »

Dans quelle mesure une entreprise financée sous LBO est-elle conduite à être moins éthique et moins respectueuse de son environnement qu'une entreprise « classique » ? Si des dérives ont été constatées, sont-elles imputables aux parties prenantes intéressées à l'opération ? Ne proviennent-elles pas plutôt d'une défaillance de pilotage du risque à un niveau agrégé ? Pour apporter un début de réponse à ces questions, nous allons démontrer que les dérives constatées à un niveau agrégé et qui ont conduit à une bulle spéculative doivent être reliées aux logiques de standardisation du *process* LBO à l'échelle globale. C'est bel et bien lors de la phase d'industrialisation d'un outil de financement initialement conçu pour une mise en œuvre artisanale que se sont cristallisées des pratiques contestables au regard d'exigences d'éthique en général et de développement durable et responsable socialement.

*DE L'APPROCHE ARTISANALE  
À LA STANDARDISATION À GRANDE ÉCHELLE :  
UNE DÉRESPONSABILISATION INSTITUÉE  
EN LOGIQUE DE NORMALISATION DE LA DÉVIANCE*

Outil financier de transmission d'entreprise, le LBO crée, de fait, un nouvel écosystème financier, qui a pour double fonction macroéconomique, la gestion d'anomalies de marché et la valorisation à moyen terme d'entreprises saines et rentables. Pour maximiser la rentabilité des capitaux investis, deux actions mises en œuvre de manière le plus souvent concomitantes, car liées à des décisions communes de rationalisation de l'outil de production, sont envisageables. D'une part, un objectif d'amélioration de la rentabilité opérationnelle est mis en œuvre, garant d'une augmentation de la valorisation finale de l'entreprise. D'autre part, une diminution des capitaux investis est opérée au moyen d'une meilleure gestion du bas de bilan, assortie parfois de techniques plus sophistiquées d'ingénierie financière nécessitant, à l'occasion, des inflexions stratégiques pouvant faire évoluer à terme le *business model* de l'entreprise.

À un niveau individuel, le *private equity* permet aux entreprises de trouver plus facilement des capitaux, de développer leurs investissements, de gagner en productivité et en rentabilité. Il permet ainsi aux entreprises, en améliorant leur compétitivité, de se pérenniser dans le temps. L'étude de Boucly, Sraer et Thesmar, « Do LBOs Induce Corporate Risk Taking Behavior? » portant sur les LBO réalisés en France entre 1994 et 2004 l'atteste. La méthode a consisté à suivre l'entreprise dans le temps et à la comparer à une jumelle et confirme que la performance résiduelle, issue du montage de LBO, résulte de l'amélioration de la rentabilité opérationnelle, d'une part, et de changements organisationnels, d'autre part. Car pour que le LBO fonctionne, il faut qu'il y ait, à la base, une performance à accélérer. Dans la réalité, si une importante charge de dette contribue à une certaine discipline financière, en orientant les managers autour d'objectifs de *cash* plutôt que comptables, les bénéfices du LBO dépassent les seuls gains liés à la gestion rigoureuse de la dette : l'entreprise ne devient pas une entreprise financière. Le premier levier de création de valeur repose en effet et avant toute chose sur le développement des sociétés rachetées. L'effet sur l'emploi, à terme, se traduit en moyenne par une création de places de travail de l'ordre de 20 %. Ce résultat est moindre en cas de *spin off*. La seule note qui vient minorer ce tableau élogieux et vertueux en terme de croissance et de développement durable n'est pas sans conséquence pour la suite de notre analyse : un accroissement de la sensibilité au risque des

entreprises sous LBO de plus de 50 % est souligné. À la stabilité de l'entreprise familiale, le LBO substitue donc plus de performance mais aussi plus d'incertitude. L'enseignement à retirer par conséquent de ce travail de recherche serait que l'amélioration de la performance de l'organisation placée sous LBO passe nécessairement par un accroissement de sa volatilité.

Cette sensibilisation au risque n'est pas un problème en soi une fois sa prise de conscience effectuée. Il suffit d'être assez vigilant pour contrôler un non-dévoiement de l'effet de levier de la dette en la cantonnant à des proportions acceptables, qui ne puissent pas remettre en cause la continuité de l'exploitation quelles que soient les vicissitudes économiques rencontrées par l'entreprise. Ce devoir de vigilance est une condition essentielle pour assurer une pratique éthique de ce type de financement à effet de levier : il n'a pas toujours été mis en pratique de manière rigoureuse. Le succès grandissant des montages de LBO a conduit en effet à une industrialisation à marche forcée de ce type de financement à effet de levier : globalisation d'autant plus marquée que ce phénomène de mode, autoalimenté par des TRI élevés, était naturellement entretenu par des liquidités en recherche d'investissement. Ce fort développement, effectué dans un environnement de plus en plus concurrentiel, s'est accompagné de dérives qu'il s'agit ici d'analyser.

172

L'objectif de maximisation du taux de rendement interne nécessite une gestion optimale du temps, variable intrinsèque de performance dans la mesure où pour une plus-value donnée, le TRI est d'autant plus élevé que la sortie en capital aura été réalisée en peu de temps. Cet élément non négligeable de facteur de performance explique en partie certains allers-retours observés encore récemment et rationalise, sans l'excuser d'un point de vue éthique, des sorties par revente à d'autres fonds qui n'avaient pour seule légitimité qu'un raccourcissement de la durée de détention de l'entreprise cible. La multiplication des LBO secondaires s'est accompagnée, de plus, d'une complexification accrue de la structuration de la dette étagée en différents niveaux à effets différés et démultipliés, la dette senior étant réduite à une portion de plus en plus congrue. Il faut cependant relativiser cette critique, au regard de la durée de détention moyenne des actions par des porteurs individuels. De fait, même si l'horizon de sortie du capital est très en deçà de ce que l'on observe auprès d'actionnaires familiaux, il reste néanmoins pour les fonds de LBO encore bien supérieur à celui auquel sont soumises les entreprises cotées contraintes à la pression d'un actionariat certes éclaté mais très versatile.

Les opérations de LBO sont entrées dans une logique jusqu'au-

boutiste de course au gigantisme en termes de *deals* traités, ce qui a conduit à augmenter les effets de levier en proportion et par effet induit le risque au prorata d'une part de dette de plus en plus importante dans le montage initial. La dette pouvait représenter jusqu'à 90 % du financement des acquisitions fin 2006 alors qu'elle excédait rarement 70 %, il y a quelques années. L'augmentation de l'endettement des sociétés cibles, de 3,5 fois l'EBITDA en 2000 à 6,5 fois l'EBITDA en 2006, a entraîné une dégradation de la notation moyenne des entreprises sous LBO (de BB à B), lesquelles ont ainsi fait leur entrée dans la catégorie des investissements dits spéculatifs. Les opérations de LBO présentent, par conséquent, à l'heure actuelle, un risque de défaut de 19 % à un horizon de trois ans et de 21 % à un horizon de 5 ans.

Les banques ont agi de plus en plus en tant que distributeurs et de moins en moins en tant que détenteurs de risque de crédit. Une fois la syndication réalisée, les établissements de crédit ont eu tendance, en effet, à céder la majeure partie de leurs créances de LBO à d'autres intervenants de marché, les *hedge funds*, par exemple, par l'utilisation de dérivés de crédit ou de véhicules de titrisation. Il en résulte une multiplication des intervenants sur le marché de la dette ce qui conduit, d'une part, à une diversification des risques sur un plus grand nombre d'acteurs et, d'autre part, introduit une moindre lisibilité des réactions des parties prenantes en cas de problèmes.

Ces dérives financières, conséquences directes du succès à une échelle globale des opérations de LBO, sont révélatrices d'une tendance de plus en plus prégnante du capitalisme moderne à maximiser le revenu actionnarial sans prendre en charge les risques associés, refusant ainsi le lien éthique et traditionnellement établi entre risque et rentabilité. La chaîne de transfert des risques, et par là même des responsabilités, est ainsi tissée au niveau mondial par la systématisation de l'utilisation d'outils de gestion sophistiqués qui décomposent en particules de plus en plus fines les unités de création de valeur. Dans ce monde désincarné d'une entreprise virtuelle, les concepts même de communauté d'intérêt et de responsabilité globale sont vidés de toute substance : ils n'ont plus lieu d'être, tout simplement. Ces dérives dénotent, qu'à l'échelle d'une standardisation de leur marque de fabrique et sous la férule d'une concurrence peu regardante en termes de pratiques éthiques et de développement économique durable, les fonds de LBO ont oublié un peu vite les enseignements de la fable de La Fontaine, « La grenouille qui se veut faire aussi grosse que le bœuf ». Ils se sont laissé entraîner par le chant des sirènes d'une globalisation sans autre limite ni frein que la finitude incertaine d'une dilatation de l'espace économique et la

non-extensibilité certaine d'une contraction du temps de la chaîne de valeur.

*LA GESTION DES CONFLITS D'USAGE DES LBO  
NÉCESSITE UNE COMBINAISON OPTIMALE  
DE PROXIMITÉS PLURIELLES : L'EXEMPLE DES FONDS  
D'INVESTISSEMENT DE PROXIMITÉ (FIP)*

Juger de la légitimité et du bien fondé des LBO nécessite que l'on précise le cadre spatial et temporel d'analyse retenu pour décrire les interférences éthiques de ces opérations sur le développement économique et social de leur territoire d'implantation. De fait, les facteurs de fiabilité organisationnelle des montages de LBO, circonscrit à un contexte d'ancrage territorial, sont fortement dépendants, d'effets croisés de proximités plurielles (Boschma, 2005). La conjonction d'une proximité géographique subie avec un dispositif efficace de coordination, relatif à un degré de proximité organisé préexistant, peut conditionner un schéma de développement harmonieux, respectueux du territoire d'implantation. Il s'agit ici d'étudier dans quelle mesure cette combinaison particulière de proximités distinctes est à même de garantir une issue aux conflits d'usages des opérations de LBO, issue favorable en termes de développement économique et respectueuse des spécificités d'aménagement du territoire concerné. Nous proposons d'illustrer cette grille de lecture des modalités de conflits d'usage des opérations de LBO par l'exemple spécifique des fonds d'investissement de proximité.

174

Créée en 2003 par le décret d'application de la loi pour l'initiative économique du 1<sup>er</sup> août 2003, les FIP (fonds d'investissement de proximité) aident au financement des PME situées dans une à trois régions limitrophes. Ces fonds d'investissement, en prise directe avec leur région d'implantation, développent des logiques alternatives qui essaient de concilier le global de leur réseau d'investisseurs ou d'experts avec les spécificités d'un tissu local économique. Contre toute sclérose régionale, les FIP, véritables instruments de développement économique local, peuvent être un vecteur d'échanges de bonnes pratiques et d'animation du tissu économique, tout en préservant cependant un certain militantisme local. Au travers des *due diligences*, menées avant l'acquisition, la garantie du sérieux apporté par les professionnels des FIP permet à la société d'obtenir des montants de dettes plus importants que ceux auxquels peut prétendre une société familiale, lui permettant ainsi d'accéder à une enveloppe de financement cohérente avec les besoins et projets de développement de l'entreprise et compatible avec sa profitabilité.

« Spécialisé dès l'origine dans l'accompagnement des entreprises régionales, Siparex s'est intéressé il y a huit ans aux entreprises de taille plus restreinte, réalisant généralement moins de 13 millions d'euros de chiffre d'affaires. Cet intérêt est parti du constat qu'il existait un véritable besoin, dû à la fois à la disparition d'acteurs locaux tels les SDR, et à l'accroissement vraisemblable de la demande émanant de ce type d'entreprises s'ouvrant à ce mode de financement à effet de levier », précise Denis Rodarie, président du directoire de Sigefi Proximité Gestion du groupe Siparex. Un fonds en quelque sorte avant-gardiste, intitulé à l'époque « de proximité », a été lancé en région Rhône-Alpes avec des investisseurs soit régionaux soit soucieux du développement régional : depuis lors, plus de 50 investissements ont été réalisés pour près de 30 millions d'euros et plusieurs cessions ont eu lieu avec des multiples élevés, jusqu'à 22. Étant donné ce savoir-faire cristallisé en culture d'entreprise, le groupe Siparex s'est en toute logique montré très actif en 2003 dans le lancement des FIP ouverts aux personnes physiques lesquels, à l'intérêt manifeste pour le financement des PME, associent un attrait fiscal évident pour le souscripteur, encore plus décisif en 2008 pour les contribuables à l'ISF qui pourront y allouer leurs cotisations.

Les FIP répondent, par conséquent, à deux finalités sociales. Ils assurent tout d'abord les fonctions d'une structure de médiation à la fois territorialisée et excentrée hors région, permettant ainsi aux PME d'avoir accès à un réseau d'investisseurs transrégionaux. Ils se présentent, également, comme une structure collaborative sur laquelle les PME peuvent s'adosser, afin d'expérimenter des stratégies de croissance leur permettant de conjuguer compétitivité et trajectoires de développement pérennes et responsables socialement.

De fait, à l'évidence, les fonds de LBO ont une raison d'être éthique et une légitimité morale en tant qu'outil de financement de proximité pour des entreprises à taille humaine. Dans un contexte local, ils peuvent être garants de logiques de développement durable, par une attention particulière apportée à la préservation d'un patrimoine territorial économique, en étant conscients de sa diversité et fier de sa spécificité géographique et historique. Les fonds doivent par conséquent réinscrire leur stratégie de croissance au sein d'un cadre spatial qui allie les tendances globales d'une économie monde aux réalités d'un écosystème territorial. C'est dans ces conditions de développement responsable que l'on peut accepter une globalisation, qui se donne elle-même ses propres limites, en s'adaptant aux réalités plurielles d'un tissu économique local, produit d'un passé différenciateur et porteur de création de valeur future. Les fonds de LBO doivent réussir, par conséquent, à réinsérer les logiques de la mondialisation dans les encoignures d'un territoire riche

d'un capital relationnel, de connaissances tacites, de ressources spécifiques et de compétences distinctives. Cette ré-articulation d'échelles scalaires plurielles - localisation d'entreprises, globalisation de l'actionnariat - doit se conjuguer avec une dynamique de déploiement temporel de partenariats lesquels, par découplages successifs et enchevêtrés, sont censés préserver le long terme comme un horizon de projection des décisions de court terme.

D'un espace conçu comme un donné de l'expérience humaine, un cadre naturel de déploiement des activités sociales cartographiables et quantifiables, on est passé à l'idée d'un espace forcément dépendant des cadres conceptuels de ceux qui le pratiquent. La territorialité humaine se définit ainsi aujourd'hui beaucoup plus par la relation culturelle qu'une organisation ou un groupe entretient avec le maillage des lieux et le système d'itinéraires qui quadrille l'espace, que par référence aux concepts naturels et biologiques fermés d'appropriation et de frontières.

Dans cette nouvelle perspective d'une mondialisation revisitée, le patrimoine économique, identifié à une construction sociale complexe constituée de l'ensemble des PME implantées sur un espace géographique donné, peut, tout aussi bien, à la fois, cristalliser un ensemble de valeurs, servir d'outil de cohésion sociale ou devenir une simple marchandise. En tant que patrimoine, un objet n'existe que par la relation avec les acteurs qui se l'approprient. Une entreprise peut se présenter, alors, comme le creuset de valeurs consensuelles et être également un outil puissant de construction de territoire et d'identité collective. Mais l'entreprise peut, tout aussi bien, être instituée en marchandise hautement recherchée, non pour elle-même, mais pour ses potentialités d'extériorisation, à plus ou moins court terme, de richesse actionnariale.

Nous pouvons souhaiter avec force que ces différentes fonctions utiles à l'affirmation des territoires les uns par rapport aux autres ne soient pas exclusives les unes des autres. Il y a là un rôle d'arbitrage délicat à trouver : celui de promouvoir la ressource patrimoniale, dans le respect de ses titulaires ; celui de soutenir l'outil de compétitivité sans fragiliser l'outil de compétence. C'est bel et bien ce défi que doit relever une pratique éthique et responsable des opérations de LBO. C'est la manière dont s'ajustent collectivement les représentations des parties prenantes autour d'un projet territorial d'entreprise qui fonde l'espace contextuel du montage de LBO ; dispositif nécessaire à l'émergence d'un degré suffisant de résilience pour amortir, dans le temps, d'éventuelles dissensions et permettre une gestion efficace des conflits d'usage.

Les acteurs du *private equity* doivent assurer, en tant qu'institution transterritoriale, une construction sociale de la distance par une combinaison optimale de différentes proximités, géographiques, relationnelles et organisationnelles : c'est à cette condition seulement que sera assurée la préservation locale d'un patrimoine économique, ouvert aux contraintes d'une mondialisation exigeante, nécessitant des remises en cause fréquentes, parfois substantielles, mais salvatrices sur un horizon de moyen et long terme.

## NOTES

1. Mars 2006, création du « collectif LBO », rassemblement de délégués syndicaux d'entreprises sous LBO.
2. Proposition de résolution tendant à la création d'une commission d'enquête sur la place et le rôle des fonds d'investissement. N° 3491 Assemblée nationale.
3. *Les Frères Karamazov*, Actes Sud.

## BIBLIOGRAPHIE

- AFIC (2004), « LBO et développement de l'entreprise en France » en collaboration avec le Cabinet Constantin.
- ARTUS P. (1992), « Rachat d'entreprise avec endettement (LBO et MBO), motivations microéconomiques, effet sur l'efficacité des entreprises et risques macroéconomiques », *Économie et prévision*, n° 102-103, pp. 89-102.
- BANQUE DE FRANCE (2006), « Les mécanismes de transfert de risque sont-ils suffisamment robustes ? » *Revue de la stabilité financière*, n° 9, décembre.
- BERTRAND M., SCHOAR A., THESMAR D. (2007), « Banking, Deregulation and Industry Structure: Evidence from the 1985 French Banking Act », *Journal of finance*, vol.62, n°2, pp.597-628.
- BOSCHMA R.A. (2005), « Proximity and Innovation: A Critical Assessment », *Regional Studies*, vol. 39-1.
- BRICNET, EMERIAU, ROTURIER (2000), « Les comportements stratégiques face aux évolutions actionnariales » *Cadres CFDT*, juin.
- CHERIF M. (2004), *Leveraged Buy-Out : aspects financiers*, Revue Banque Édition, collection Marchés Finance, Éditions de l'Organisation, Paris.
- ETCHEGOYEN A. (2001), « Être responsable, être un responsable », *Atelier de réflexion philosophique*, 2/10/2001, HEC PCA.
- FABRITIUS G., VAILLANT L. (2003), « La mezzanine à l'épreuve du temps et des turbulences », *International Mergers and Acquisitions Reviews*, 2002-2003, p. 58.
- FITERE A.L. (2007), « LBO : la fête est finie », *Enjeux - Les Échos*, novembre.
- GOTTSCHALG O., PHALIPPOU L. (2008), « The Performance of Private Equity Funds », *Review of Financial Studies*, March 19.

KAUFMAN RICHARD F. (2000), «Management sponsored LBOs: consideration for valuation», *Management International Review*, 3<sup>e</sup> trimestre, 192.

PANSARD F. (2006), « Le capital-investissement en Europe : quelle physionomie à terme pour ce marché en croissance accélérée ? », *Risques et tendances*, n° 3 AMF, département des études.

SCHATT A. (2002), « L'incidence des LBO sur la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes acquises : le cas français », *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 5, n° 4.

SEN A. (1999), *L'économie est une science morale*. La Découverte, Cahiers libres.

VAUGHAN D. (2001), « La normalisation de la déviance : une approche d'action située » dans ouvrage collectif *Organiser la fiabilité*, L'Harmattan, pp. 201-234.