UNIVERSITE DE REIMS CHAMPAGNE-ARDENNE ECOLE DOCTORALE SCIENCES DE L'HOMME ET DE LA SOCIETE

THESE

Pour obtenir le grade de DOCTEUR EN SCIENCES DE GESTION

Safa BENTHABET

PERFORMANCE ET *PRIVATE EQUITY*: UNE ANALYSE APPROFONDIE DES OPERATIONS DE RACHAT AVEC EFFET DE LEVIER (LBO)

Thèse dirigée par Mr. Mondher CHERIF

Présentée et soutenue publiquement le 05 Juin 2009

JURY

- Mr. Bernard PARANQUE (Rapporteur), Professeur, Doyen associé, Euromed Management
- Mr. Mondher CHERIF, Directeur de thèse, OMI, Université de Reims
- Mr. Philippe DESBRIERES (Rapporteur), Professeur, IAE, Université de Bourgogne
- Mr. Pierre BATTINI, Consultant, Président ABC Private Equity

L'Université n'enten dans cette thèse. Ces	d donner aucune ap s opinions doivent	oprobation ni impl être considérées c	robation aux opin omme propres à l	ions émises eur auteur.

Résumé

PERFORMANCE ET *PRIVATE EQUITY* : UNE ANALYSE APPROFONDIE DES OPERATIONS DE RACHAT AVEC EFFET DE LEVIER (LBO)

Par

Safa BENTHABET Université de Reims Champagne-Ardenne,

Mr. Mondher CHERIF, Directeur de recherche

L'objet de ce travail de recherche est d'identifier et d'analyser les déterminants et la performance des opérations LBO. Nous menons une approche multidisciplinaire afin de mettre en évidence notre démarche d'investigation.

Tout d'abord, nous proposons de déterminer les facteurs influençant l'offre des investissements dans les opérations LBO. La plupart des études antérieures traite le sujet en examinant les investissements en capital risque et ont conclu à une forte corrélation des facteurs macro-économiques, institutionnels ainsi que des stratégies de sorties avec l'offre de ce type d'investissements. L'analyse que nous proposons est basée sur une estimation en données de panel des déterminants de l'offre des investissements LBO dans 19 pays européens.

Ensuite, notre intérêt porte sur l'étude de l'impact des opérations LBO sur la performance des cibles françaises. La littérature sur le sujet confirme, au moins partiellement, que les entreprises qui ont fait l'objet d'un LBO apparaissent plus performantes que les autres firmes du même secteur d'activité. Afin d'examiner en profondeur l'effet des LBO sur la performance des entreprises, nous conduisons deux approches différentes : Une approche basée sur des données comptables et financières et une autre fondée sur une évaluation en données de panel permettant d'examiner l'effet des opérations LBO sur la productivité des entreprises cibles françaises.

Mots clés: Capital investissement, LBO, déterminants macroéconomiques, déterminants institutionnels, performance économique, productivité, données de panel.

Abstract

PERFORMANCE AND PRIVATE EQUITY: A THOROUGH ANALYSIS OF LEVERAGED BUYOUT (LBO) TRANSACTIONS

By

Safa BENTHABET Rheims University

Mr. Mondher CHERIF, Supervisor

The aim of this study is to identify and analyse determinants and performance of LBO investments. We carry out a multidisciplinary analysis in order to highlight our investigation.

First we propose to identify the determinants of LBO investments. The most past studies covered the subject by analysing the venture capital investments concluded a strong correlation between macro-economic factors, institutional factors as well as divestment strategies and venture capital fundraising.

This study shows the impact of these determinants on the LBO investments by proposing an assessment of panel data across 19 European countries.

Then our study analyses the LBOs impact on acquired French firms. The previous works confirms that firms involved in LBO improved their performance compared to non-LBOs. We conduct a multidisciplinary study to identify the impact of LBOs on the performance of French companies: the first study based on accounting and financial data. The second one based on panel data analysis to determine and quantify the productivity effects of French LBOs.

Key words: Private equity, LBO, macro-economic determinants, institutional determinants, economic performance, productivity, panel data.

A mes parents

A Kamel

REMERCIEMENTS

Mener à terme ce travail de recherche a pris quelques années et je n'aurais pu ni le commencer ni le finir sans l'aide et le soutien moral de tout ceux qui ont contribué, de près ou de loin, à sa réalisation. Qu'ils trouvent tous, dans ce travail, toute ma reconnaissance.

Ma plus profonde reconnaissance va à Mr. Mondher CHERIF, le directeur de ce travail de recherche pour son dévouement, ses conseils et sa lecture attentive. Il a été pour moi d'une aide inestimable, aussi bien sur le plan scientifique qu'humain. Tout au long de ces années de recherche, ses conseils précieux ont encouragé ma réflexion. Pour cela, je lui témoigne toute ma gratitude.

J'exprime mes sincères remerciements à Mr. Bernard PARANQUE, Professeur et doyen associé à Euromed Management, ainsi qu'à Mr. Philippe DESBRIERES, Professeur à l'université de Bourgogne, pour l'intérêt qu'ils ont bien voulu me porter en acceptant d'être rapporteurs de ce travail.

J'adresse mes remerciements particuliers à Mr. Pierre BATTINI, consultant, président d'ABC Private Equity, pour l'honneur qu'il me fait en acceptant de participer à mon jury de thèse.

Je tiens également à adresser mes plus vifs remerciements à Mr. Lotfi BENJDIDIA, Maître Assistant à l'université de Sfax, qui m'a encouragé tout au long de ce travail et m'a aidé dans la réalisation de la partie empirique.

Je pense notamment à l'équipe d'Epsilon Finance en particulier Mr. Grégoire BUISSON qui m'a assisté dans la phase de collecte des données, phase la plus dure dans la réalisation de ce travail de recherche.

Durant les années de ma thèse, j'ai été accueillie chaleureusement dans diverses institutions. Je souhaiterais faire part de mon amitié et de ma gratitude à toutes les personnes qui ont rendu ces séjours agréables et enrichissants.

Ma gratitude va également aux membres de l'école doctorale SHS et de l'équipe de recherche OMI, en particulier Mr. Christian BARRERE.

Une attention toute particulière à Mme Brigitte PATAT et Mme Virginie CLEMENT.

Un grand merci à ceux qui m'ont aidé en relisant ma thèse et notamment à ma sœur Mouna, à Fatma et Mr. Lassaad OUESLETI. Merci du temps qu'ils ont consacré pour redonner un peu de rigueur à ma plume qui a tendance quelques fois à déraper.

Merci à mes proches et à mes amis de m'avoir supporté, dans tous les sens du terme, tout au long de cette thèse.

Merci à toi Kamel, pour tes sacrifices et ton grand cœur, que ce travail soit le témoignage de ma profonde reconnaissance et mon grand amour.

Un grand merci à toute ma famille et ma belle famille.

A mes parents, que ce travail soit pour vous le témoignage de mon éternelle gratitude, mon profond amour et l'exhaussement de vos prières tant formulées,

A Tatta Mahsouna, parce que tu occupes une place particulière dans mon cœur,

A Ferdaous et Youssef, pour votre amour et votre soutien,

A Karim, pour les heures passées devant le PC, pour tout ce que tu m'apportes,

A Mouna et Khaled, pour votre affection et votre générosité tout au long de ces années de thèse, vous m'avez soutenu et supporté dans les moments les plus difficiles.

A Olfa et Donia qui ont partagé mes joies et mes peines pendant ces années. Merci pour notre amitié.

A Salem et Salma, pour votre soutien et votre générosité. Merci d'être toujours à mes côtés.

Je ne peux m'empêcher de dire merci à ma nièce et mes neveux pour l'amour et la bonne humeur qu'ils m'ont apporté dans les moments difficiles de cette thèse et en particulier mon petit cœur Adam.

Une pensée à mon bébé *in utéro*... désolée pour ce que tu as enduré pendant ces dernières semaines.

Un grand merci enfin à toutes les personnes qui ont cru en moi.

SOMMAIRE

REMERCIEMENTS1
INTRODUCTION GENERALE8
PREMIERE PARTIE : PRIVATE EQUITY ET MONTAGE LBO : ASPECTS
THEORIQUES ET PRATIQUES15
CHAPITRE I : Private equity: L'environnement économique et financier
CHAPITRE II : Principes des opérations LBO : Aspects théoriques et financiers 55
DEUXIEME PARTIE : DETERMINANTS ET PERFORMANCE DES BUY
OUT: UNE ANALYSE EMPIRIQUE133
CHAPITRE I : Les déterminants de l'offre des LBO : une estimation en données de panel
CHAPITRE II : La performance des opérations LBO : évaluation empirique du cas
français
CONCLUSION GENERALE207
BIBLIOGRAPHIE214
ANNEXES

LISTE DES FIGURES

FIGURE 1: CYCLE DU CAPITAL INVESTISSEMENT (AFIC, 2006)	23
FIGURE 2 : LES DIFFERENTS MODES DE SORTIE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT (DELAGE, HORIZON	
CROISSANCE, 2005)	24
FIGURE 3: FONDS LEVES PAR LE CAPITAL INVESTISSEMENT ENTRE 1980 ET 2007 (THOMSON FINAN	CIAL) 28
FIGURE 4: EVOLUTION DU CAPITAL INVESTISSEMENT EN EUROPE (EURAZEO : DOCUMENT DE REFI	ERENCE
2007)	31
FIGURE 5: LE TOP 5 DES INVESTISSEMENTS EN CI EN POURCENTAGE DU PIB EN EUROPE (EVCA YEA	RBOOK,
2008)	32
FIGURE 6: INVESTISSEMENTS PAR STADE DE DEVELOPPEMENT – EUROPE 2006-2007 (EVCA, 2008)	32
FIGURE 7: L'EVOLUTION DU MARCHE DES LBO EN EUROPE [*] , (CMBOR/BARCLAYS PRIVATE EQUITY/I	
FIGURE 8: HISTORIQUE DES INVESTISSEMENTS DE PRIVATE EQUITY EN FRANCE 1996-2006 (M€) (A	•
FIGURE 9: INVESTISSEMENTS PAR STADE DE DEVELOPPEMENT – ETATS-UNIS (2007)(EVCA YEARBO	-
FIGURE 10: INVESTISSEMENTS PAR STADE DE DEVELOPPEMENT – EUROPE (2007)(EVCA YEARBOOK	
FIGURE 11: EVOLUTION DES INVESTISSEMENTS LBO DANS LE MONDE 1998-2007 (GLOBAL PRIVATI	E EQUITY
REPORT, 2008)	57
FIGURE 12: EXEMPLE TYPE DE MONTAGE LBO, (BANQUE DE FRANCE, REVUE DE LA STABILITE FINA	NCIERE
(N° 9), DECEMBRE 2006)	61
FIGURE 13: DETTE / EBITDA DANS LES OPERATIONS LBO (STANDARD & POOR'S LCD, 2008)	65
FIGURE 14 : PRIX D'ACQUISITION DES LBO EN EUROPE, (STANDARD & POOR'S LCD, 2007)	65
FIGURE 15 : EMISSIONS DE PRETS DANS LE CADRE DES OPERATIONS LBO (STANDARD AND POOR'S	LCD,
2008)	76
FIGURE 16 : STRUCTURE DES EMPRUNTS BANCAIRES DANS LES OPERATIONS LBO EN EUROPE (STA	NDARD
AND POOR'S LCD, 2007)	77
FIGURE 17: HIERARCHISATION DES SOURCES DE FINANCEMENT (CADIOU ET MORVAN, 2005)	82
FIGURE 18: SCHEMA RECAPITULATIF DE LA SECURITE DES MONTAGES LBO (DE LA ROCHEBROCHAF	RD, 2007)
	88
FIGURE 19: HISTORIQUE DES MONTANT DE SORTIES EN M€ (2004-2008), (AFIC 2009)	89
FIGURE 20: LES INVESTISSEMENTS LBO EN EUROPE 1997-2006 (AUTEUR)	149
FIGURE 21 : SELECTION DES ENTREPRISES DE L'ECHANTILLON DE COMPARAISON(AUTEUR)	174
FIGURE 22 · FCHANTILLON · 132 ENTREPRISES (AUTEUR)	191

LISTE DES TABLEAUX

TABLEAU 1: REPARTITION DES INVESTISSEMENTS PAR STADE DE DEVELOPPEMENT EN FRANCE (AF	IC, EVCA,
PRICEWATERHOUSE COOPERS, 2009)	36
TABLEAU 2 : DETTES SENIORS (ASHURST LBO MANUAL)	76
TABLEAU 3 : EVOLUTION DES SORTIES DE BOURSE SUR EURONEXT PARIS (2000-2006) PAR TYPE	
D'OPERATION (EURONEXT)	92
TABLEAU 4 : PRESENTATION DES INDICATEURS DE MESURE DES DETERMINANTS DE L'OFFRE DE PF	RIVATE
EQUITY PRESENTES DANS CERTAINES ETUDES	138
TABLEAU 5: LES INVESTISSEMENTS LBO DES PAYS ETUDIES ENTRE 1997 ET 2006	150
TABLEAU 6 : RESULTATS DE L'ESTIMATION DU MODELE A EFFETS FIXES DE LA VARIABLE INVESTISS	EMENTS
LBO:	158
TABLEAU 7 : RESULTATS DE L'ESTIMATION DU MODELE A EFFETS ALEATOIRES DE LA VARIABLE	
INVESTISSEMENTS LBO :	159
TABLEAU 8 : RESUME DES ETUDES SUR LA PERFORMANCE FINANCIERE DES OPERATIONS DE LBO D	EPUIS
1995 :	163
TABLEAU 9 : REPARTITION DES OPERATIONS LBO ENTRE 1999 ET 2003 (AUTEUR)	172
TABLEAU 10 : LES INDICATEURS DE PERFORMANCE :	178
TABLEAU 11 : PERFORMANCE ECONOMIQUE DES ENTREPRISES REPRISES EN LBO (1999-2003) :	179
TABLEAU 12: REPARTITION DES OPERATIONS LBO ENTRE 1998 ET 2004 (AUTEUR)	190
TABLEAU 13: REPARTITION PAR ACTIVITE DES ENTREPRISES DE L'ECHANTILLON (AUTEUR) :	191
TABLEAU 14: L'ESTIMATION DU MODELE DE BASE	198
TABLEAU 15 : TEST DE REDONDANCE	198
TABLEAU 16 : TEST D'HAUSMAN	200
TABLEAU 17: L'ESTIMATION A EFFETS FIXES DE LA FONCTION COBB-DOUGLAS AUGMENTEE PAR LI	ΞS
VARIABLES MUETTES LBO ET TRANS	201
TABLEAU 18: L'ESTIMATION A EFFETS FIXES DE LA FONCTION COBB-DOUGLAS AUGMENTEE PAR L	4
VARIABLE MUETTE LBO SEULEMENT :	203
TABLEAU 19 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES	234
TABLEAU 20: MATRICE DE CORRELATION	235
TABLEAU 21: COMPARAISON DES RESULTATS OBTENUS AVEC LES RESULTATS DES ETUDES ANTERI	EURES236

INTRODUCTION GENERALE

a mondialisation de l'économie s'est traduite notamment par une évolution de l'activité financière internationale ainsi que par l'apparition de nouvelles technologies permettant une sophistication de plus en plus importante des différents produits. Face à cette nouvelle conjoncture économique et financière complexe, les entreprises sont souvent amenées à gérer des prises de décisions de plus en plus difficiles afin de trouver les solutions les plus adéquates.

L'ingénierie financière, définie comme l'ensemble de techniques financières, juridiques et fiscales, permet d'apporter des solutions originales aux questions stratégiques posées aux entreprises : le financement et la valorisation. Elle permet également d'introduire une grande flexibilité et de créer pour chaque opération un montage particulier, satisfaisant les intérêts divergents des différentes parties¹.

Le boom des opérations de capital investissement a rendu indispensable le recours aux montages financiers issus de l'ingénierie financière. D'autant plus que l'objectif principal est de mener à bien un projet, le plus souvent intégrer en amont une dimension de conseil stratégique ou d'analyse financière.

A côté des marchés financiers et des banques, le capital investissement (*private equity*) apparaît comme un mode de financement alternatif en référence aux deux grandes composantes d'un système financier: les marchés financiers et les banques, mais aussi hybride puisqu'il emprunte, à l'une et à l'autre, des caractéristiques et des modalités de fonctionnement. En effet, le capital investissement est proche à la fois d'un financement de marché car ses intervenants fournissent des fonds propres et cherchent à obtenir des plusvalues de leurs investissements et d'un financement bancaire en raison de l'instauration d'une véritable relation de proximité avec l'entreprise reposant sur le transfert d'informations privées (Vaubourg, 2000).

¹ Gensse et Topsacalian (2001) considèrent l'ingénierie financière comme un ensemble d'outils et d'opérations permettant :

[•] à des dirigeants de structurer ou de restructurer leur financement, d'accompagner le développement de leur firme par des opérations de croissance externe ou de la transmettre dans des conditions satisfaisantes ;

[•] à des investisseurs de prendre le contrôle d'entreprises saines ou en difficulté en minimisant leurs apports ;

à des actionnaires dominants de faire appel à des capitaux extérieurs sans le contrôle de leur société.

Le capital investissement revêt ainsi un caractère distinct par rapport aux autres sources traditionnelles de financement. L'offre du *private equity* est par conséquent déterminée par des facteurs spécifiques à cette industrie. Différentes études ont tenté d'expliquer et de définir les déterminants de l'offre du capital investissement (Gompers et Lerner, 1998; Jeng et Wells, 2000; Romain et De La Potterie, 2004; Félix et *al.*, 2007). Il faut noter à cet égard que la majorité de ces travaux s'est particulièrement intéressée aux investissements de premières phases de financement. Il s'agit de l'offre du capital risque.

On note, par ailleurs, que l'activité et la performance des capital investisseurs sont de plus en plus concentrées sur des investissements de stade avancé impliquant des restructurations radicales, comme les *leveraged buy out* (LBO).

Selon l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC)² : « un *leveraged buy out* peut être défini comme l'achat d'une entreprise, financé partiellement par emprunts, dans le cadre d'un schéma juridique spécifique et fiscalement optimisé où les dirigeants sont associés en partenariat avec des investisseurs professionnels spécialisés. »

L'essor remarquable des LBO, qui concerne aussi bien les Etats-Unis que l'Europe, a motivé une importante littérature en finance d'entreprise à orienter ses études sur l'impact de ces financements à fort effet de levier sur la politique d'investissement de la firme acquise et sa performance *ex post* (Kaplan, 1989a, 1989b; Smith, 1990; Phan et Hill, 1995; Desbrières et Schatt, 2002; Harris et *al.*, 2005; Nikoskelainen et Wright, 2007). La plupart des études américaines réalisées confirment l'observation d'une performance accrue de la cible après un LBO.

Contrairement aux Etats-Unis, les travaux effectués sur les opérations à effet de levier sont relativement peu nombreux en France. De plus, ils ne concordent pas avec les études anglo-saxonnes. En effet, malgré le fait que les fonds de LBO ayant investi en France réalisent d'excellents taux de rendement interne (TRI), les différentes études sur le marché français s'unissent à conclure à une dégradation de la performance des cibles (Le Nadant, 1998; Desbrières et Schatt, 2002; Perdreau et Le Nadant, 2006). On peut se demander si ces mêmes études réalisées sur un autre échantillon donneraient des résultats plus positifs.

² AFIC, 2002, « Livre blanc »

- Le cadre général de la recherche

Le LBO a connu son apogée aux Etats-Unis, dans les années 1980, la première opération de grande envergure d'un montant supérieur à 100 millions de Dollars remonte à 1979 quand la firme Kohlberg, Kravis et Roberts (KKR) fit l'acquisition d'Houdaille Industries. Apparus en France au milieu des années 80, les LBO connaissent, depuis quelques années, un retour en force sous l'effet conjugué des restructurations industrielles, de la baisse des taux et des levées de fonds sans précédent.

Les transactions de type LBO constituent une solution adéquate de transmission d'entreprise lorsque l'on souhaite léguer à ses proches la société familiale mais aussi si l'on veut céder une division complète d'un groupe ou pratiquer une opération de *Public to Private* (*P to P*) pour se retirer du marché coté.

La conjoncture actuelle qui limite les chances pour une firme d'accroître sa taille critique de façon interne, l'oblige à passer par la croissance externe. Ceci explique également le développement des acquisitions d'entreprises par effet de levier.

Ce type de transactions peut être étudié sous plusieurs aspects :

- D'une part, la dimension s'intéressant davantage à l'offre des investissements LBO. En effet, l'importance et l'accroissement des investissements dans des entreprises non cotées, les remontées exceptionnelles enregistrées dans les levées de fonds par le *private equity*, la pluralité des acteurs dans ce type d'activité, sont autant de facteurs qui justifient la nécessité d'une démarche d'investigation.
- D'autre part, d'un point de vue plus opérationnel, les opérations LBO impulsent une nouvelle dynamique dans l'entreprise au niveau financier et managérial en améliorant les performances. Tout ceci, en partenariat direct avec un acteur central : le capital-investissement.

- Problématique de la recherche

Sur la base de ces quelques éléments du contexte précité, nous nous proposons de formuler la problématique centrale de notre recherche qui peut être résumée par les questions suivantes :

- 1) Comment expliquer l'offre des investissements LBO et quels en sont les déterminants macroéconomiques et institutionnel?
- 2) Quel est l'impact de ce type d'opérations sur la performance économique et financière des entreprises cibles ?

L'intégration de ces diverses approches nous permettra ainsi d'avoir une vue plus large et plus réaliste du phénomène LBO.

- Intérêts de la recherche et objectifs spécifiques

Au delà de son originalité, ce thème de recherche présente un intérêt doctrinal manifeste. Cet intérêt se révèle sur trois niveaux.

Tout d'abord, la littérature économique relative aux déterminants de l'offre du *private* equity a été, jusque là, limitée à l'étude des déterminants de l'offre de capital risque (Gompers et Lerner, 1998; Jeng et wells, 2000; Jagwani, 2000; Romain et De la Potterie, 2004; Félix et *al.*, 2007). Il nous a paru essentiel, dans l'étude de la performance des opérations de rachat avec effet de levier, de mettre l'accent aussi sur les déterminants de l'offre des investissements LBO.

Ensuite, si la littérature anglo-saxonne sur la détermination des causes et des conséquences des opérations LBO procure de nombreux éléments permettant d'expliquer au mieux la performance des LBO *ex post* (Kaplan, 1989; Phan et Hill, 1995; Amess, 2003; Harris et *al.*, 2005; Amess et Wright, 2007) et si cette dernière résulte de différents transferts de richesse ou est due à une véritable création de valeur, de telles études restent néanmoins modestes dans la littérature française (Le Nadant, 2000; Desbrières et Schatt, 2002; Perdreau et Le Nadant, 2006; Gaspar, 2008), d'où l'intérêt porté, dans ce travail de recherche, au niveau du marché français.

Enfin, notre démarche permet de faire une synthèse des travaux déjà réalisés, de proposer une ou plusieurs nouvelles approches méthodologiques et de valider ou non des résultats antérieurs.

Plan de la thèse

Ce travail de recherche est organisé en deux parties.

La première partie se composera de deux chapitres. Le premier présentera le contexte de notre recherche. Nous commencerons par définir et analyser l'activité du capital investissement, ses spécificités, les différences de pratiques aux Etats-Unis et en Europe, la structuration de ce métier et les différents acteurs qui y interviennent (section 1). Nous passerons ensuite à l'analyse de la performance de l'activité de capital investissement (section 2) où nous présenterons les différents éléments d'analyse théorique des rendements dans ce métier. L'importance qu'acquiert, davantage, le *private equity*, rend l'étude de son impact économico-social, nécessaire.

Dans le deuxième chapitre, nous entamerons une analyse plus approfondie des opérations à effet de levier (LBO), un des segments du capital investissement, où nous présenterons une synthèse des principes de fonctionnement de ces transactions, de l'origine au débouclage (section 1). Cette démarche vise à donner plus de consistance au choix de notre recherche et à légitimer la pertinence de celle-ci.

L'importance de la dette dans les montages LBO a suscité notre intérêt dans la deuxième section de ce chapitre. Les opérations LBO sont basées sur un fort taux d'endettement, nous essayerons de présenter une synthèse de la littérature liée aux conséquences de l'utilisation de la dette, ainsi qu'une présentation des différentes études empiriques réalisées sur des opérations LBO afin de déterminer les intérêts et les limites d'un recours à un endettement élevé.

La deuxième partie de ce travail se composera également de deux chapitres.

L'offre des investissements dans le *private equity* et ses déterminants, font l'objet de notre étude dans le premier chapitre de cette deuxième partie. Il nous a paru essentiel, dans notre travail, d'expliquer, au mieux, les déterminants de l'offre des investissements de *private equity*, à travers les études antérieures faites sur le sujet (Section 1).

Comme notre intérêt porte dans ce travail de thèse sur les opérations de LBO, nous proposerons d'analyser les déterminants de l'offre des investissements LBO. Notre échantillon regroupe 19 pays européens entre 1997 et 2006.

Nous proposerons une estimation avec les données de panel et une discussion des résultats obtenus (section 2).

Le deuxième chapitre de cette partie, sera consacré à l'explication de l'impact des opérations LBO sur la performance des entreprises cibles et du processus de création de valeur généré par ce type d'opérations. Nous aborderons ainsi la revue des travaux empiriques sur le sujet (section 1).

Nous proposerons, par la suite, de tester les hypothèses de performance *ex post* LBO et la discussion des résultats. Pour ce faire, différentes démarches méthodologiques tenteront d'apporter une contribution à ce thème insuffisamment exploré alors que son enjeu nous semble fondamental. Il s'agit de l'étude de l'impact des opérations LBO sur la productivité des entreprises cibles françaises.

Ainsi, une deuxième section fera-t-elle l'objet d'une étude de l'impact des LBO sur la performance économique et financière des cibles françaises en se basant sur des indicateurs comptables.

Finalement, la dernière section (section 3) de ce chapitre quatre sera consacrée à l'étude de l'effet des montages LBO sur la productivité des entreprises françaises en utilisant une évaluation en données de panel.

PREMIERE PARTIE: PRIVATE EQUITY ET MONTAGE LBO: ASPECTS THEORIQUES ET PRATIQUES

Introduction

Dans leur quête de financement et de développement, les entreprises non cotées font de plus en plus appel au capital investissement (CI). Ce mode de financement constitue une alternative, intéressante et adaptée aux entreprises qui trouvent le recours aux sources de financement traditionnelles moins facile et plus coûteux (Belletante et *al.*, 2001; Julien, 1997).

En effet, le risque accru de défaillance mais aussi et surtout l'asymétrie d'information et les risques d'opportunisme, sont plus élevés en PME, ce qui amène les banques à exiger plus de garanties et à augmenter les coûts de l'emprunt.

Le CI est un mode de financement approprié, aussi bien aux petites et moyennes entreprises en phase de démarrage qu'aux entreprises de grande taille, afin d'assurer leur croissance et leur développement ou organiser leur transmission. Dans ce dernier cas, peuvent être concernées des entreprises cotées, qui recourent au CI pour réaliser une sortie de la cote³.

Jusqu'à la fin des années soixante-dix, l'endettement, qui constituait le mode de financement traditionnel, est resté prépondérant sur le marché français. Le CI, ayant démarré au début des années soixante-dix, ne va connaître son essor que vers le début des années quatre-vingt.

Contrairement aux banques, les fonds de CI peuvent offrir un financement en fonds propres, sans demande de garanties excessives, aux sociétés en phase de création à un moment critique de leur histoire (développement, transmission,...), apportant ainsi des solutions concrètes au manque d'argent susceptible d'entraver l'action des fondateurs ou des dirigeants.

Bien que cette activité s'intéresse typiquement, surtout aux États-Unis, au financement de firmes en phase de démarrage, l'activité et la performance des capital investisseurs sont de

³ Il s'agit des opérations de *public to private*.

plus en plus concentrées sur des investissements de stade avancé impliquant des restructurations radicales, comme les *leveraged buy out* (LBO).

L'objectif de cette première partie étant de mettre en évidence le rôle prépondérant de l'activité du CI et de ses acteurs, le premier chapitre sera consacré à la présentation de cette industrie qui représente un environnement économique et financier particulier.

Dans le deuxième chapitre, nous allons présenter les opérations à effet de levier qui suscitent notre plus grand intérêt. Nous cherchons à en comprendre les principes, les conditions de leur mise en place, etc. Comme les opérations de rachat avec effet de levier sont basées sur un fort taux d'endettement, nous allons consacrer la section 2 du deuxième chapitre à la discussion du rôle de la dette dans les opérations LBO.

CHAPITRE I: PRIVATE EQUITY: L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE ET FINANCIER

Les marchés de CI, essentiels pour créer des emplois, améliorer la productivité et soutenir la croissance, sont au cœur des politiques de développement économique de l'union européenne.

Depuis environ trente ans, le CI apporte aux entreprises, y compris les PME, les capitaux nécessaires à leur démarrage, à leur développement et à leur transmission. La rentabilité attractive, générée par la prise de risque ainsi que la relative illiquidité à moyen terme, a permis à ce système de se développer considérablement jusqu'à devenir, pour les investisseurs institutionnels ou privés, français ou internationaux, une véritable « classe d'actif », dont l'allocation ne cesse de s'accroître.

En 2007, plus de 500 milliards de dollars ont été levés par des fonds de *private equity* dans le monde. On note à cet égard que les Etats-Unis concentrent, à eux seuls, 72% du capital investissement mondial⁴.

Bien que souvent loué pour sa longue tradition en la matière, le décollage du *private equity* est récent aux Etats-Unis. En effet c'est à la fin des années 70, même époque que l'Europe,

18

⁴ Selon le rapport annuel 2007 de la Banque Centrale Européenne.

que ce mode de financement a pris son envol, avec la mise en place de mesures incitatives de la part du gouvernement américain notamment la levée des restrictions pesant sur les fonds de pension en matière d'investissement risqué « prudent man rule » (Gompers et Lerner, 2001)⁵.

Le CI américain s'est par la suite développé selon une dynamique différente de celle observée en Europe. Aujourd'hui, le recours au CI en Europe réserve une part plus importante aux opérations de rachat et de transmission. En France, les opérations de transmission et de LBO ont représenté 82 % des investissements en 2007 alors que les opérations d'amorçage et de développement représentent seulement 17% des opérations en Europe⁶.

Ce type d'opérations vise essentiellement la création de la valeur dans une entreprise en procédant à une réorganisation de ses actifs.

Le CI propose donc un modèle d'actionnariat efficace pour les entreprises, pour les managers et plus largement, pour l'économie puisque la création de valeur passe par des stratégies de croissance, bénéfiques en termes d'innovations, d'investissements et d'emplois pour l'ensemble de l'économie.

Section 1: L'économie du capital investissement

Le métier du CI consiste, originellement, à prendre des participations dans le capital d'entreprises généralement non cotées. Cette opération permet de financer leur démarrage, leur croissance, leur transmission, parfois leur redressement et leur survie.

De plus en plus, le rôle du capital investisseur (CIr) va au-delà du rôle d'un financier passif. Actuellement, ces investisseurs interviennent davantage dans la vie de l'entreprise en proposant différents services en sus de l'activité d'apport de capitaux mais également en s'impliquant dans la vie de l'entreprise au niveau des fonctions managériales, stratégiques ou encore au niveau du marketing (Hellman et Puri, 2002a, 2002b).

⁶ Selon l'étude réalisée par l'AFIC et *PricewaterhouseCoopers* (présentée le 11/03/2008).

⁵ En 2002, le Sarbanes-Oxley Act (2002), a accéléré le développement du CI.

On note, par ailleurs, que les investisseurs dans le CI sont majoritairement issus de la sphère privée. Il s'agit de familles fortunées, de fondations privées, de fonds d'investissements détenus par des fonds de pensions privés et publics ou encore d'entreprises gérant pour leur compte ou pour le compte d'une société-mère des participations dans des jeunes entreprises.

I. Les spécificités du capital investissement

Les études réalisées permettent de regrouper les métiers du CI en deux familles (Gompers et Lerner, 2001 ; Cherif, 2003, 2004) :

- → L'apport de fonds propres destinés à financer la création, les premières phases de croissance et le développement des entreprises. C'est le capital risque *stricto sensu*. Les fonds sont généralement utilisés pour accroître le fonds de roulement, développer de nouvelles technologies et de nouveaux produits, les produire et les commercialiser, ou pour financer une diversification ou une croissance externe.
- → L'apport de fonds propres destinés à financer les opérations de transmission d'entreprises (connues sous le terme de *Leveraged Buy Out*), en coopération avec des équipes dirigeantes qui peuvent être soit déjà en place, soit venues de l'extérieur. Le terme *leveraged* se réfère au levier financier et juridique puisque ces opérations sont financées en majeure partie par une dette levée par la holding d'acquisition.

Il existe de nombreux points communs entre les fonds de CI spécialisés dans le capital risque et ceux qui traitent des opérations de transmission; des spécificités doivent aussi être relevées (Bastie et Cieply, 2005). Parmi les points communs, on peut noter leur importante capacité d'évaluation et de contrôle; les fonds de CI s'imposent comme les investisseurs externes les plus susceptibles de réduire les asymétries d'information qui limitent l'accès au financement externe des repreneurs (Chan, 1983; Kaplan et Strömberg, 2003). On retient également leurs compétences en ingénierie financière qui leur permet de proposer des produits financiers plus adaptés et plus incitatifs (Sahlman, 1990).

La différence entre le capital risque et le LBO tient à la nature des entreprises financées et des risques qui en découlent.

Pour le capital risque, les risques sont plutôt technologiques et commerciaux liés à la création d'un nouveau projet. Pour le LBO, ce sont plutôt des risques financiers dus à la nécessité de générer des flux de liquidités suffisants pour servir la charge de la dette. Ces derniers concernent en général des entreprises opérant dans des industries mûres, d'âge et de taille plus élevés que celles financées par capital risque et présentant donc un risque inférieur.

Il est à noter, également, que la spécificité des fonds de CI spécialisés dans le LBO repose avant tout sur leur capacité à limiter les conflits entre cédants et repreneurs grâce à l'introduction dans les contrats de transmission de garanties conventionnelles, de clauses d'*earn out*⁷ et/ou de clauses de maintien du cédant dans le capital de la firme (Kohers et Ang, 2000; Bastie et Cieply, 2005).

Le CI possède des caractéristiques qui le distinguent de l'investissement dans les entreprises cotées en bourse :

- Les capitaux sont destinés à être investis dans des projets à risque élevé, et sont levés, en général, auprès d'un petit nombre d'investisseurs avertis (fonds de pension, compagnies d'assurances, banques,...)
- Les prises de participations sont effectuées dans des entreprises non cotées en bourse, ce qui induit un déséquilibre informationnel important supporté par les CIrs. En effet, ces entreprises sont soumises à des obligations légales d'information beaucoup moins contraignantes que les sociétés cotées, et elles ne sont pas suivies par des analystes financiers.

Par ailleurs, et notamment dans le cadre de capital risque, l'investissement dans des entreprises opérant sur des technologies nouvelles, est susceptible d'accroître l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs externes (Amit et *al.*, 1998; Gompers, 1995).

⁷ La clause d'*earn out* consiste à fixer un prix de base payable au moment de la transaction et un complément de prix variable, payable ultérieurement en fonction des performances de l'entreprise.

Enfin, l'investissement dans des entreprises non cotées induit une faible liquidité, qui est elle-même facteur de risque.

- Les entreprises cibles ont un capital concentré. Dans la plupart des cas les CIrs détiennent, seuls ou en syndication, aux côtés des dirigeants, un bloc de contrôle ou la majorité du capital. Cette géographie de capital, ainsi que les risques liés aux projets, aux asymétries informationnelles, et à la faible liquidité les conduit à se montrer extrêmement sélectifs dans la phase pré-investissement, et à se comporter en actionnaires actifs lors de la phase post-investissement.
- Les dirigeants détiennent une part importante du capital. Les recherches empiriques confirment que la participation au capital des dirigeants après un LBO augmente fortement (Kaplan, 1989; Phan et Hill, 1995), et est supérieure à celle constatée dans les entreprises cotées (Jensen, 1989)⁸. Cette géographie du capital, ajoutée aux risques liés aux projets, comportant des asymétries informationnelles, ainsi qu'à une faible liquidité les conduit à se montrer extrêmement sélectifs dans la phase pré-investissement, et à se comporter en actionnaires actifs lors de la phase post-investissement.
- Compte tenu des risques déjà décrits, une rémunération élevée du capital est recherchée. Cette rémunération n'est pas, le plus souvent, constituée de dividendes, puisque le *free cash flow* (*cash flow* libres) des cibles est soit négatif, dans le cas du capital risque, soit consacré prioritairement au service de la dette, dans le cas des LBO.

II. L'activité du capital investissement

Pour comprendre l'activité de CI, il est primordial d'en comprendre le cycle. Plusieurs auteurs (Gompers et Lerner, 2001; Kaplan et Schoar, 2005; Ljungqvist et Richardson, 2003; Axelson et *al.*, 2007) affirment que le *private equity* est une activité cyclique qui comprend une succession de trois grandes phases (figure 1).

22

⁸ Jensen fait état d'une participation médiane du CEO dans les grandes entreprises américaines de 0,25% à comparer à 6,4% dans le cas des grands LBO. Ce résultat méritait cependant une vérification récente à la lumière du développement des stock-options dans les entreprises cotées au cours des années 1990.

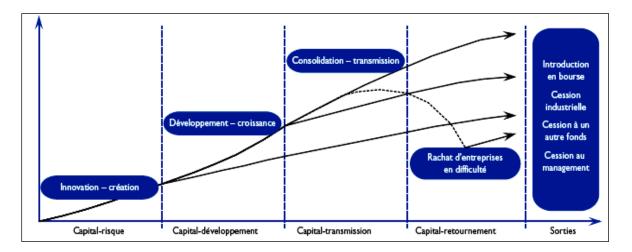


Figure 1: Cycle du capital investissement (AFIC, 2006)

<u>La première phase</u> est celle de la recherche de fonds par les CIrs auprès d'agents économiques intéressés par des investissements dans des entreprises en développement qui ne sont pas cotées. Il peut s'agir de dépenses en recherche et développement, de la construction d'un prototype, du financement d'une étude de marché poussée ou la rédaction d'un business plan ou encore le recrutement de personnel.

<u>La deuxième phase</u> comprend les investissements de post-création et de développement qui accompagnent l'expansion d'une entreprise dont le modèle économique est jugé viable. Cela suppose, d'une part, que la production du bien est techniquement réalisable, et que d'autre part il existe une vraie demande pour le bien/service en question.

A cet effet, le CI accompagne l'apport des fonds par une mise en place des procédures de contrôle visant à limiter le risque de son portefeuille ainsi que les conflits d'intérêts susceptibles de naître dans le cadre de la relation d'agence l'unissant aux dirigeants de l'entreprise financée (Battini, 2005).

<u>La troisième phase</u> est consacrée aux opérations de sortie avec différentes options pour l'investisseur, allant de l'introduction en Bourse, la revente de la société à un autre fond d'investissement, la vente de l'entreprise à une autre entreprise ou encore la liquidation de l'entreprise (en cas d'échec).

Dans les faits, la diversité des options de sortie est liée à la fois à l'existence d'un marché du CI structuré ainsi qu'à la présence de marchés financiers capables d'absorber des introductions en Bourse.

Pour Hege et *al.* (2006), il n'est plus à prouver que les choix de sorties jouent un rôle primordial dans la performance des investissements.

Une hiérarchie s'est clairement établie, les entreprises dynamiques étant introduites en Bourse, d'autres, moins attractives, étant vendues par acquisition, et les investissements qui rencontrent des problèmes voient leurs sorties repoussées. Les introductions en Bourse (IPO) semblent alors être la voie royale pour les sorties d'investissement et garantissent les rendements les plus élevés au fonds d'investissement (figure 2).

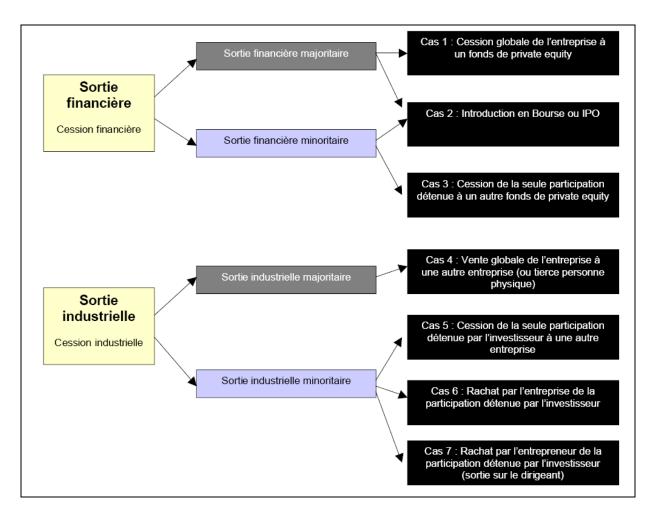


Figure 2 : Les différents modes de sortie du capital-investissement (Delage, Horizon Croissance, 2005)

En dehors du cycle d'investissement, de nombreux facteurs renforcent la composante cyclique de cette activité (contexte technologique, orientation des marchés financiers, etc.).

Lorsque des technologies sont disponibles simultanément et sont matures, les possibilités pour les investisseurs en fonds propres se multiplient. Ce fût le cas, par exemple, au milieu des années 90 avec l'émergence des technologies de l'Internet. À l'époque, cette nouvelle économie a été majoritairement financée par le capital investissement.

Les opérations d'introduction en Bourse favorisent également la cyclicité du CI. Il faut noter à ce propos que les introductions en Bourse sont extrêmement pro-cycliques. En effet, le facteur *timing* est primordial en ce qui concerne ce genre d'opérations : ainsi lorsque les marchés financiers sont déprimés, peu d'entreprises s'introduisent en Bourse, alors que dans une période où les marchés financiers sont bien orientés avec de fortes valorisations, les introductions en Bourse se succèdent (*hot issues*)⁹.

III. Le capital investissement aux Etats-Unis et en Europe

Historiquement, le CI américain a été fondé par des investisseurs ayant une forte culture entrepreneuriale. Pour ces investisseurs individuels, il était question d'engager des capitaux dans des activités potentiellement rémunératrices mais risquées, ce qui fait de la naissance du CI l'essence même du capitalisme.

Certes, le CI américain s'est davantage structuré ces dernières années, avec l'intervention de nouveaux acteurs issus de la sphère financière : les fonds de pension ont modifié les pratiques dans le CI en multipliant les stratégies financières basées sur l'endettement. Néanmoins, la composante entrepreneuriale reste prégnante dans le CI américain et indispensable au développement du capitalisme américain.

En ce qui concerne l'Europe, la genèse du CI s'est déroulée différemment. En forçant le trait, cette industrie s'est développée autour d'une logique financière et d'une composante entrepreneuriale très peu signifiante.

En Europe, le CI se divise en trois groupes : le capital risque (*venture capital*) pour les entreprises naissantes, le capital développement et le capital transmission. Aux Etats-Unis,

25

⁹ En période de *Hot Issue*, le capital investisseur peut être tenté de profiter de ces conditions favorables pour précipiter l'introduction en Bourse. Dans certains cas, cette précipitation peut être préjudiciable à l'entreprise si elle n'est pas prête.

le *venture capital* a une base plus large : il finance les entreprises nouvellement créées et soutient leur croissance et leur expansion. *Le private equity* englobe le *venture capital* et les opérations de *buy out*. Ce dernier segment couvre des opérations qui sont davantage financières que créatrices de valeur en termes industriels.

1. Le private equity Américain

1.1. Historique

L'évolution et l'expansion du CI étaient liées à la naissance et l'évolution du capital risque aux Etats-Unis. La première entité du capital risque *American Research & Development* (ARD), fondée en 1946, avait pour but d'investir dans des compagnies à risque élevé. Elle connut un succès dans ses investissements passés de 70 000 dollars à 335 millions de dollars en 26 ans. ARD était structuré sous la forme d'un fonds d'investissement coté en Bourse. Les fonds de capital risque qui suivirent furent aussi structurés en tant que fonds cotés. En 1958, la première firme de capital risque fut fondée sous la forme juridique de la *limited partnership* (LP). A cette époque, le format de LP n'était pas le plus utilisé, le fond coté en Bourse ainsi que les *Small Business Investment Company* (SBIC)¹⁰ étaient les véhicules d'investissement les plus communs.

Depuis une trentaine d'années, le CI américain fait preuve d'un fort dynamisme. À l'orée des années 80, cette industrie se structure et gagne en efficacité.

D'une part, une courbe d'apprentissage existe dans le CI. Les investisseurs ont en quelque sorte appris leur métier. Ils en connaissent les fondamentaux : il est possible de gagner beaucoup d'argent en pariant sur le développement d'une jeune entreprise (home run) mais il s'agit d'une activité cyclique et risquée dont le succès repose sur un monitoring fort dans la gestion au quotidien de l'entreprise (hands-on management).

D'autre part, l'arrivée de nouveaux investisseurs dans le CI qui étaient contraints par des restrictions légales et une fiscalité peu avantageuse. En 1978, le gouvernement américain réforme en profondeur l'arsenal réglementaire entourant le CI sur deux points :

¹⁰ Carpentier et Suret (2005), expliquent dans leur article : « le programme SBIC est conçu comme un partenariat public privé. Les SBICs sont des entités entièrement privées dédiées au financement des PME ayant la possibilité de se refinancer dans des conditions favorables. Ce financement prend la forme d'un endettement, ce qui augmente le risque de la SBIC, et devait augmenter son rendement via le mécanisme de l'effet de levier. Les SBICs sont régies par le *SBA Act of 1958*, qui a été modifié notamment en 1992 (CFR 107). »

En premier lieu, il assouplit les règles fiscales en ramenant le taux de plus-value sur les opérations en capital de 49,5% à 28%, mais surtout, il libère les contraintes pesant sur les fonds d'investissement en matière de CI. Dès lors, ces fonds font investir massivement dans le CI, et ce, d'autant plus que les performances des marchés financiers durant les années 70 sont faibles.

En investissant dans le CI, les fonds de pension voient une manière de diversifier leurs placements mais surtout de profiter des taux de rendement du CI dans la seconde moitié des années 70.

➤ En second lieu, les fonds de pension vont modifier les fondamentaux du CI. Ces investisseurs ont un horizon temporel court et ceci s'accorde mal avec le CI où il faut parfois dix ans avant que les plus-values se concrétisent.

Pour améliorer leurs résultats, les gestionnaires de fonds peuvent être tentés de liquider des jeunes entreprises prometteuses dans lesquelles ces fonds ont peu investi. En revanche, ces fonds peuvent être particulièrement cléments avec une entreprise en détresse financière dans laquelle les investisseurs ont beaucoup misé.

1.2. Les tendances récentes

L'éclatement de la bulle autour des valeurs technologiques a provoqué une réduction globale des investissements dans le CI en 2001 (-56% en une année) aux Etats-Unis (figure 3). Cette réduction des financements a majoritairement porté sur les technologies de l'information. Ailleurs, les investissements n'ont pas connu de pause significative.

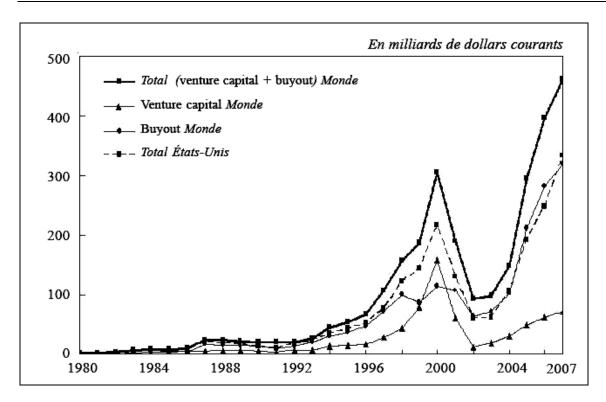


Figure 3: Fonds levés par le capital investissement entre 1980 et 2007 (Thomson Financial)

La figure 3 rend compte des flux de capitaux levés par le CI depuis 1980 dans le monde et aux États-Unis. Au cours des six dernières années (2002-2007), l'activité du CI n'a cessé de progresser pour atteindre de manière très probable un pic en 2007.

Le private equity aux Etats-Unis a connu deux phases importantes :

La première phase est caractérisée par une concentration des investissements dans les secteurs technologiques: Plusieurs entreprises qui se sont développées dans l'informatique ont été financées grâce au CI.

Aujourd'hui, la tendance serait plutôt la concentration des investissements dans quelques secteurs de hautes technologies. En 1999, 60% des investissements se concentraient dans les secteurs des technologies de l'information et de la communication, le reste des fonds se partageant entre la recherche médicale (10%), les biotechnologies (10%) et dans différents secteurs (20%).

On a, toutefois, noté une brève période de repli des investissements, suite à laquelle, le CI américain a repris sa dynamique. En 2004, les secteurs les plus attractifs pour le CI restent inchangés : il s'agit pour 24% du secteur des logiciels et pour 19% les biotechnologies. Si l'on se focalise sur les investissements d'amorçage, on retrouve toujours l'industrie des

logiciels ainsi que les biotechnologies mais d'autres secteurs accèdent à ces investissements comme les médias ou encore les entreprises opérant dans le secteur de l'énergie.

La deuxième phase est orientée vers une spécialisation des acteurs dans les opérations de rachat et de LBO: Malgré les possibilités de diversification, le financement de très jeunes entreprises reste trop risqué. De plus, si l'on retient l'hypothèse de gestion des résultats, ces investissements sont peu liquides. Il est, par ailleurs, difficile de se désengager de ces financements à moindre coût.

Dans un tel contexte, il parait logique de mettre l'accent sur les investissements de développement et de restructuration plutôt que sur les investissements dans les premières phases de financement.

L'examen de ces différentes affirmations en comparaison avec les différents stades d'intervention des investisseurs, devrait normalement conduire à des situations où :

- les financements soient peu alloués aux projets très risqués et que ;
- les intermédiaires financiers qui gèrent les capitaux de ces fonds se concentrent sur les projets susceptibles de leur fournir un rendement important dans un laps de temps assez court. En 1980, 25% des montants alloués dans le CI servaient à financer le développement d'entreprises aux premiers stades de leur existence. En 1988, la proportion du *seed capital* ne représente plus que 12,5% des fonds levés. Contrairement à ces prédictions, on observe durant cette période une forte augmentation des opérations de rachat de type LBO.

Depuis 2003, le nombre et le volume des projets LBO continuent d'augmenter progressivement. En 2005, les levées de fonds atteignent une valeur exceptionnelle de 96 Mds de dollars, investis dans 177 projets¹¹. En 2006, le marché de LBO a été moins dynamique : 103 projets ont été valorisés à près de 84 Mds de dollars.

Jusqu'en 2007, les chiffres disponibles semblent confirmer cette tendance à la spécialisation des acteurs vers les opérations de rachat et de LBO. Il ne faut pas pour autant en conclure que les investissements d'amorçage sont aujourd'hui délaissés par le CI américain. Tout d'abord, de par leur importance, les montants levés aux Etats-Unis en *seed capital* restent sans commune mesure avec les montants observés dans le reste du monde.

¹¹ D'après Thomson Financial & National Venture Capital Association.

Par ailleurs, on peut se demander si le contexte économique de ces dernières années n'a pas eu un effet pro-cyclique en accélérant la spécialisation du CI dans les activités de rachat.

Cette tendance peut s'expliquer par plusieurs éléments :

On soulève d'abord le contexte économique. En effet l'échec de nombreuses stratégies de fusion et acquisition dans les TIC a donné naissance à de nombreuses opportunités de rachat d'actifs, de réorganisation ou de regroupements d'entreprises. De nombreux fonds d'investissement ont pu être tentés de se développer dans cette activité compte tenu de son importance.

Ensuite, vu la morosité des marchés financiers et le niveau d'endettement atteint par les grandes entreprises, les stratégies de sortie de type cessions ou introduction en Bourse ont été proscrites entre 2000 et 2003.

Enfin, le déclin de l'investissement en amorçage peut être expliqué par la faiblesse des projets d'investissement présentés aux investisseurs qui ont pu après les excès des années 2000 revoir à la hausse leur niveau d'exigence dans la sélection de leurs projets.

Au moment où le CI s'internationalise, où les pays cherchent à développer une industrie du capital investissement efficace capable de financer des PME innovantes, de nombreux travaux ont étudié les spécificités de cette activité en Europe (Chérif, 2003 ; Battini, 2005).

2. Le capital investissement Européen et Français

Nul besoin de rappeler que le développement d'opérateurs européens en matière de CI en Europe est primordial pour le financement de l'innovation pour au moins deux raisons.

<u>Premièrement</u>, faute de canaux de financement adéquats, certains entrepreneurs sont tentés de fonder leur entreprise à l'étranger. De plus, malgré les nouvelles réglementations américaines en matière d'information financière, il reste tentant pour une jeune entreprise innovante de se faire coter sur les marchés américains (Blass et Yafeh, 2001).

<u>Deuxièmement</u>, à l'heure de l'internationalisation du CI, l'édification d'une industrie du CI français et européen est souhaitable. En effet, les investisseurs étrangers effectuent de plus en plus leurs acquisitions dans le hors-marché. Or, avec la multiplication des opérations de rachat de jeunes entreprises innovantes, par des fonds étrangers, il y a un risque considérable de perte de substance pour l'industrie européenne et française.

2.1. L'état du capital investissement en Europe

Datant du début des années 90, le CI européen était jusque là à la traîne et a connu un décollage tardif. Néanmoins, il occupe aujourd'hui la deuxième place derrière les Etats-Unis. À l'image de ce que l'on a observé ces vingt-cinq dernières années aux Etats-Unis, le CI s'est développé, structuré et spécialisé en Europe (figure 4). Alors que les investissements en CI s'élevaient à 7 milliards de dollars en 1996, ils atteignent en 2006 la barre des 94 milliards de dollars et une légère baisse de 3% en 2007 pour aboutir à 86,5 milliards de dollars le dollar

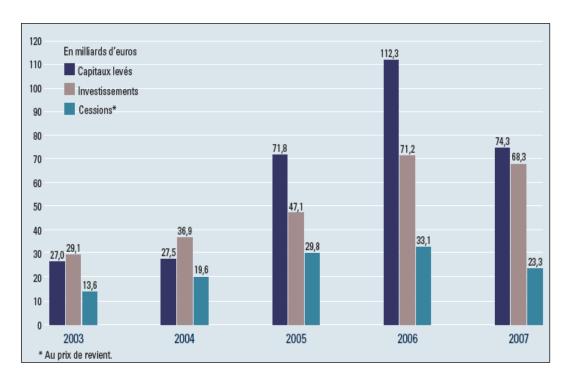


Figure 4: Evolution du capital investissement en Europe (Eurazeo : document de référence 2007)

Le marché européen est dominé par le Royaume Uni (figure 5), qui constitue le lieu privilégié de levée et de gestion des fonds de CI. En 2007, les fonds levés dans ce pays représentent 50 % des montants levés au niveau européen, tandis que la France représente 8,3 % (source : EVCA).

¹² Les montants investis en *private equity* selon les chiffres publiés par l'EVCA en mars 2008.

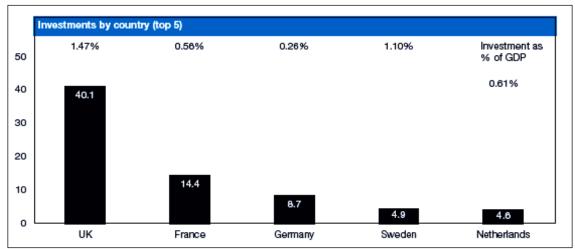


Figure 5: Le top 5 des investissements en CI en pourcentage du PIB en Europe (EVCA Yearbook, 2008)

Les investissements en *private equity* dans ces cinq pays représentaient 84% du total des investissements en Europe en 2007. La France est classée deuxième derrière le Royaume-Uni.

Les évolutions dans les montants globaux de fonds levés et investis en Europe se sont accompagnées de modifications importantes de la structure du marché. Plus précisément, on a assisté à un recul de la part des investissements consacrés au capital risque et au capital développement, au profit des opérations de capital transmission (LBO). Il s'agit d'un mouvement très marqué, puisque la part de l'ensemble capital risque et capital développement dans le total des investissements a baissé au niveau européen de 46,5% en 1996 à 22,5% en 2006 puis à 12,1% en 2007 (figure 6).

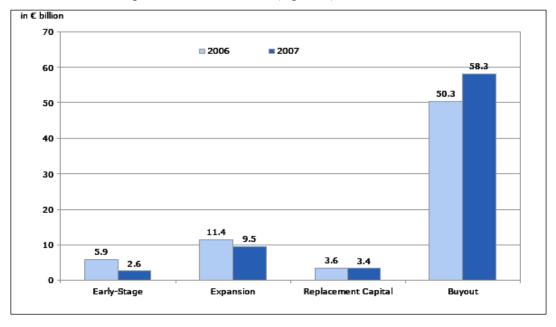


Figure 6: Investissements par stade de développement – Europe 2006-2007 (EVCA, 2008)

L'activité de *buy out* s'est d'abord développée au Royaume-Uni, presque en même temps qu'aux Etats-Unis. Le recours au MBO¹³ était pratiqué dans le cadre de la reprise d'entreprises en difficulté ou de la transmission d'entreprises familiales. Ensuite, le marché s'est développé lors des opérations de désinvestissement des grands groupes et de la vague des privatisations réalisées sous le gouvernement Thatcher.

Parmi les autres pays européens, la France représente le marché du *buy out* le plus important. Les efforts réalisés et les caractéristiques du tissu industriel français ont permis le développement de ces opérations à partir du milieu des années 80. Toutefois, le marché français est nettement plus étroit que son homologue anglais, tant en nombre de transactions qu'en valeur.

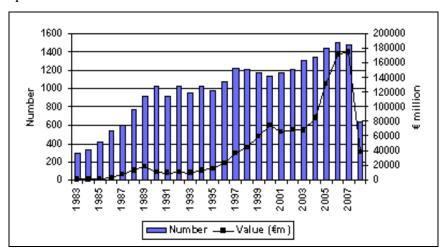


Figure 7: L'évolution du marché des LBO en Europe*, (CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte)
*Europe: Autriche, Belgique, Danemark, France, Finlande, Allemagne, Irlande (Eire), Italie, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni

En Europe, la valeur des opérations de LBO a atteint un record en 2007 notamment grâce au Royaume-Uni (figure 7). Le quatrième trimestre 2007 a été une période d'attentisme dans l'ensemble des pays européens. A l'exception du Royaume-Uni, la valeur des opérations est en décroissance marquée par rapport à 2006 (-20%) et le nombre d'opérations reste stable.

La place de plus en plus importante des opérations de LBO a impliqué une hausse de la taille des opérations de CI et, corrélativement, une concentration des investissements autour d'un nombre plus faible d'entreprises.

.

¹³ MBO: Management Buy Out.

Au-delà de l'opposition de taille entre les deux grands segments du CI, on peut remarquer la tendance de certains fonds de LBO à mettre en œuvre des opérations de rachat pour des montants de plus en plus importants, même si en nombre, les opérations de petite taille demeurent dominantes. En 2007, 61,4% des LBO ciblaient des entreprises de moins de 200 millions d'euros de valorisation et ont accueilli 5,5 milliards d'euros en capital¹⁴. Axa Private Equity annonce la clôture en juin 2008 d'un fonds de 1,6 milliard d'euros consacrés aux LBO de taille moyenne.

2.2. Le capital investissement en France

En France, on observe, à la fin de l'année 2006, un redémarrage de l'activité après les années de flottements à la suite de l'explosion de la bulle Internet avec une croissance des investissements. Selon le rapport sur l'activité du CI de 2006¹⁵, entre 1997 et 2006, le CI français aurait connu une croissance moyenne annuelle de 26%.

Cependant, en observant la répartition des investissements selon le stade d'intervention, on remarque que cette expansion est tirée par les opérations de rachat et de LBO. Par ailleurs, si le nombre d'opérations de financement dans le « early stage » a augmenté durant l'année 2005 en France, les montants investis dans ce segment n'augmentent que peu (figure 8).

¹⁴ Chiffres de l'EVCA.

Rapport sur l'activité de capital investissement en France -Année 2006- étude AFIC et PriceWaterhouseCoopers.

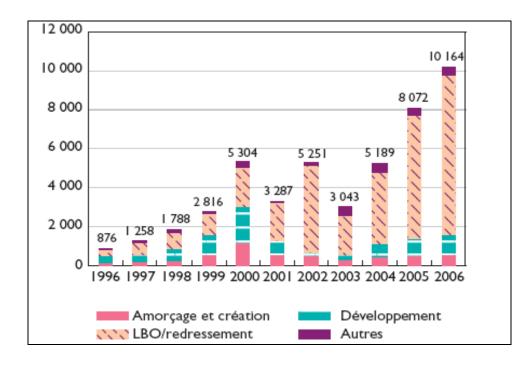


Figure 8: Historique des investissements de Private Equity en France 1996-2006 (M€) (AFIC, 2007)

Les LBO connaissent un essor considérable en France, dans le sillage du Royaume-Uni et des Etats-Unis. Depuis 1993, le marché des LBO en France se caractérise par une tendance de fond à la hausse en valeur et en volume, et une accélération de la valeur unitaire des transactions.

Au début des années 90, ces opérations concernaient majoritairement la transmission d'entreprises familiales. Désormais les motivations qui président au montage d'un LBO sont multiples : transmission familiale mais aussi gestion de patrimoine, désinvestissement de groupes dans un contexte de *spin-off* ou *de carve out*, sortie de cote, LBO secondaires, etc.

Dans une certaine mesure, cette spécialisation rappelle l'évolution du CI américain où les opérations de rachat et de LBO se sont multipliées ces dernières années.

Toutefois, les statistiques américaines indiquent que les investissements d'amorçage croissent dans une même proportion que la totalité du CI. Ce n'est pas le cas en France où ce segment du CI est aujourd'hui délaissé.

Tableau 1: Répartition des investissements par stade de développement en France (AFIC, EVCA, Pricewaterhouse Coopers, 2009)

Structure en %	1997/2001	2002/2006	2006	2006/2007	2007/2008
Amorçage, création, post création	18,4	6,8	5,3	+26%	+29%
Développement	32,1	13,2	11,3	+24%	+3%
Rachat position minoritaire	4,7	3,2	1,2	+22%	-15%
Transmission/Succession	44,7	74,6	79,4	+35%	-16%
Autres	0,0	2,3	2,8	-12%	-48%

La France représente le second marché en Europe pour le CI, après le Royaume-Uni avec une part de marché de 15 % des investissements en 2006¹⁶ et de 15,1% en 2007¹⁷.

Selon les données de l'AFIC, le CI français a connu une forte progression, avec une croissance moyenne annuelle de 24 % des investissements sur les dix dernières années, atteignant les 12,554 milliards d'euros en 2007. Ce sont ainsi plus de 1500 entreprises qui ont été reprises en 2007 (1376 en 2006).

Le marché français du *private equity* est un marché dual, avec d'un côté une multitude d'opérations de taille modeste portant sur des PME¹⁸, et de l'autre côté un petit nombre de «*mega deals*» qui représentent une proportion significative du volume total des investissements. Cette polarisation peut être expliquée par l'abondance de financements qui permet aux grands fonds de conclure, seuls ou en syndication, ces opérations d'envergure¹⁹.

En termes de segments d'activité, le LBO atteint près de 82 % du volume total des investissements en *private equity* réalisés en 2007.

Ce segment d'activité affiche la plus forte croissance sur les dix dernières années, avec un taux de progression moyen annuel de 40 % sur la période 1996-2007. À l'inverse, avec 677

¹⁸ Les PME/PMI réalisant un chiffre d'affaires de moins de 50 millions d'euros représentaient 80 % du nombre de cibles en 2007 mais seulement 23 % du montant total des investissements.

¹⁶ AFIC / PWC, Rapport sur le capital investissement en France en 2006.

¹⁷ EVCA Research Statistics – Investments 2007

¹⁹ À titre illustratif, le LBO de la société Europear par Eurazeo en mars 2006 s'est élevé à 3,1 milliards d'euros (dette + capital).

millions d'euros d'investissements en 2007, l'activité de capital-risque ne représente que 5% du volume total (à comparer à 22 % en 2000), et reste, en montant, deux fois moins élevée qu'au moment du pic de 2000.

On constate, enfin, une internationalisation de plus en plus accrue de l'activité de *private equity*. Plus précisément, sur les 12,554 milliards d'euros de capitaux investis en 2007 par les membres de l'AFIC, 24 % ont été investis à l'étranger, essentiellement en Europe. À ces investissements initiés en France et à l'étranger par des opérateurs français, s'ajoutent 2,5 milliards d'euros investis en France par des opérateurs étrangers.

L'internationalisation se reflète de manière encore plus marquante dans l'origine des capitaux investis, avec presque 40 % de ces capitaux provenant de source étrangère (24 % d'Europe et 17 % du reste du monde). Cette internationalisation confirme ainsi l'attractivité du marché français du CI.

3. Les différences entre les Etats-Unis et l'Europe

Selon Megginson (2004), les différences entre l'Europe et les Etats-Unis sont importantes. Elles se situent au niveau :

- a. de l'origine des ressources dont disposent les fonds d'investissement,
- b. de la structuration des fonds,
- c. du taux de rendement du CI et,
- d. du débouclage des investissements en CI.

La place occupée par les Etats-Unis ne reflète pas seulement la taille importante de son économie. Les circuits de financement de ce pays font de longue date une place significative au *private equity*, que ce soit dans sa composante capital développement ou dans sa composante capital transmission. Plusieurs facteurs peuvent être avancés pour expliquer une telle présence du CI aux Etats-Unis (Gompers et Lerner, 1999; Baygan, 2003).

On peut citer par exemple les efforts entrepris par l'administration américaine à travers la mise en place du programme SBIC, d'une fiscalité incitative ou encore d'une réglementation favorisant l'investissement des fonds de pension en titres illiquides. Ce dernier point a joué un rôle essentiel, puisque les investissements institutionnels constituent les principaux pourvoyeurs de fonds sur le marché du CI (Pansard, 2007).

Les Etats-Unis restent la référence en matière de CI. Compte tenu des résultats affichés par le CI américain, il est important de dupliquer le modèle américain pour atteindre des niveaux comparables en matière de rendements. Plusieurs faits semblent jouer en faveur d'une convergence de l'Europe vers le modèle américain. Les changements observés dans le contexte macro-économique et financier au cours de cette période constituent un premier facteur d'explication. Le ralentissement de l'activité économique à partir de 2001, l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques et plus généralement la mauvaise tenue des marchés financiers (jusqu'en 2002) ont contribué à limiter les levées de fonds pendant la première partie de la décennie 2000, davantage dans le segment du capital risque que dans celui des LBO.

Les travaux de Gompers et *al.* (2005) illustrent bien la relation entre l'environnement macro-financier et les flux vers le CI :

- ❖ L'expérience accumulée par les investisseurs et le degré de maturité atteint par le CI, ont un impact positif sur le degré d'aversion au risque des investisseurs.
- ❖ Une meilleure connaissance des fondamentaux du CI aura probablement des conséquences dans la sélection des projets de financement et dans l'implication au quotidien du CIr dans la gestion de l'entreprise.
- ❖ La concentration des investissements dans les secteurs technologiques aussi bien à l'échelle européenne que française. Or, c'est principalement dans ces secteurs que le CI américain enregistre ses meilleurs résultats, ce qui est encourageant pour les performances du CI européen. Ces performances pourraient également inciter de nouveaux investisseurs à intervenir dans le CI.
- ❖ Les conditions du marché déterminent les possibilités de sorties des fonds à travers des introductions en Bourse. Un contexte de marché porteur permet ainsi la sortie, dans de meilleures conditions de prix, des entreprises présentes dans le portefeuille du fonds (Jeng et Wells, 2000).
- Les cours observés sur les marchés des actions, lorsqu'ils sont élevés, signalent que les entreprises se situent sur des marchés porteurs.

Si l'Europe a rattrapé une partie de son retard en matière de CI ces dernières années, il semble que l'écart se creuse de nouveau. Au plus fort de l'éclatement de la bulle technologique, les investisseurs américains ont presque divisé par deux le montant de leurs investissements là où les européens ont seulement ralenti leurs investissements.

Dans un scénario plaisant, on pourrait voir dans cette réaction dissymétrique une industrie du CI européen mature rattrapant son homologue américain.

Or, les dernières évolutions suggèrent un autre scénario. Depuis 2004, les investissements américains sont repartis à la hausse alors que le CI évolue sur un rythme inférieur, de sorte que l'écart se creuse. En fait, il semble bien que le CI américain soit nettement plus réactif aux signaux (à la hausse comme à la baisse) que son homologue européen.

Pour expliquer ce manque de réactivité, les travaux de certains auteurs suggèrent que les investisseurs européens restent relativement moins spécialisés que les investisseurs américains. Un plus grand nombre d'investisseurs européens sont présents sur l'ensemble des segments du CI (Hege, 2003). De plus, le niveau de collaboration entre les investisseurs est encore très limité en Europe.

En effet, le nombre de partenariats reste beaucoup plus faible qu'aux Etats-Unis et cette absence de collaboration a des conséquences importantes car elle n'est peut être pas sans effet sur l'efficacité des choix des projets d'investissements²⁰. Hege (2003) montre que ce manque de collaboration expliquerait en partie la supériorité des taux de rendement du CI américain. De même, l'auteur observe une répartition différente des fonds entre les deux pays.

Aux Etats-Unis, les dotations sont importantes au début du projet de financement puis diminuent au fur et à mesure que le projet avance. Ce qui n'est pas le cas en Europe.

La seconde différence entre le CI américain et européen tient à l'importance des investissements d'amorçage et de capital-risque. En effet, si l'on rapporte ces investissements au PIB, on obtient une vision très précise de la situation européenne par rapport aux Etats-Unis. Selon l'OCDE, sur la période 1998-2001, ce ratio s'établit aux Etats-Unis à 0,163 %. En 2004, le ratio (amorçage et capital risque/PIB) aux Etats-Unis s'élève à 0,172 % alors qu'en France, il s'établit à 0,024%.

Des statistiques plus récentes (2007) montrent que nous ne pouvons plus tenir compte de cette différence puisque la majorité des investissements sont plutôt concentrés sur les opérations de LBO, et ce, aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe.

²⁰ Megginson (2004) note: « for a mix or cultural reasons, European venture capital funds are rarely if ever organized as stand-alone limited partnerships sponrosed by specialist venture capital firms staffed by technically trained professionals, as in U.S. model. »

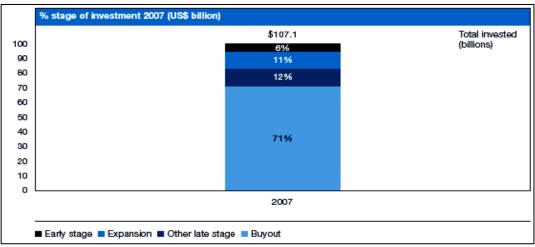


Figure 9: Investissements par stade de développement – Etats-Unis (2007)(EVCA Yearbook, 2008)

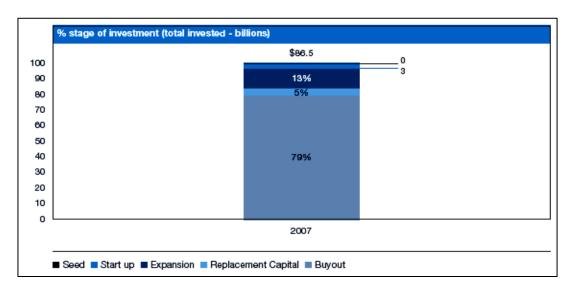


Figure 10: Investissements par stade de développement – Europe (2007)(EVCA Yearbook, 2008)

Dans leur étude, Da Rin et *al.* (2005) avancent l'idée que le blocage actuel du CI en Europe ne provient ni d'une insuffisance des financements publics ni d'une absence d'opportunité technologique. En fait, la faiblesse provient d'un environnement réglementaire qui rend difficile la création d'une entreprise.

Pour les auteurs plutôt que de débloquer des fonds pour aider au financement de PME innovantes, les gouvernements doivent favoriser un environnement favorable à la création d'entreprise. En effet, l'état législatif actuel, caractérisé par l'empilement des textes et des dispositifs de financement, contribue plutôt à compliquer les démarches en matière de création d'entreprise.

En second lieu, il sera intéressant de mesurer l'impact d'une contractualisation accrue entre les différentes parties prenantes, sur la dynamique d'évolution du CI européen. Compte tenu des différences juridiques entre les Etats-Unis et l'Europe, il semble difficile de dupliquer à l'identique des arrangements contractuels (Bottazzi et Da Rin, 2003, 2004).

Avec la sophistication des opérations financières et le développement d'une industrie du CI efficace capable de financer des PME innovantes, de nombreux travaux ont étudié les déterminants et les facteurs influant cette activité (Jeng et Wells, 2000 ; Schertler, 2003 ; Cherif et Gasdar, 2009).

On peut ranger les variables influençant positivement le CI selon deux catégories, les fondamentaux macroéconomiques et institutionnels ainsi que les effets indirects et microéconomiques qui jouent sur l'efficacité du CI²¹.

IV. Les structures du capital investissement

Le fonds d'investissement est l'unité ou le véhicule élémentaire du CI. Au-dessus, une société de CI se constitue en abritant plusieurs fonds, levés à des dates successives, et opérant sur des segments et des secteurs différents. Selon Axelson et *al.* (2006), la structure des fonds permet une gestion efficiente de la relation d'agence entre les investisseurs, d'une part, et l'entrepreneur, d'autre part.

En effet, le fonds s'organise légalement comme un *limited partnership* regroupant des investisseurs dont la responsabilité est limitée à l'apport de fonds (*limited partners* – LPs) et un gestionnaire de fonds (*general partner* – GP), dont la responsabilité est absolue et l'apport en capital est réduit (Sahlman 1990).

Le véhicule du *partnership* autorise une transparence fiscale complète : la taxation des revenus du fonds s'effectue au niveau de chacun des partenaires avec le cas échéant des régimes fiscaux particuliers.

Le fonds est constitué pour une durée limitée, typiquement de dix à douze années. Lors de la constitution du fonds, les LPs s'engagent à fournir au GP un montant de capital promis *(commited capital)*. En début de vie du fonds (à horizon de cinq ans), le GP repère des

²¹ Ces déterminants feront l'objet d'une analyse détaillée dans le chapitre trois de cette thèse.

opportunités d'investissement (des entreprises) et réalise des transactions *(deals)* en levant progressivement des fonds auprès des LPs dans la limite du plafond du capital promis.

Le financement en fonds propres de chaque transaction est éventuellement complété par une dette supportée par la société cible.

Au fur et à mesure qu'il mûrit (à l'approche de la date de liquidation du fonds), chaque investissement est liquidé sous la forme d'une introduction en Bourse, d'une cession à une entreprise (*industrial sales*) ou d'une cession à un autre fonds de CI (*secondary deals*).

Le GP réinvestit alors les montants des désinvestissements dans de nouvelles transactions, ou les redistribue vers les LPs en liquide ou bien en nature sous forme d'actions.

Le contrat passé entre les partenaires prévoit la répartition des plus-values entre les LPs et le GP, en sachant que l'apport en capital de ce dernier est autour de 1 % du capital promis. Le schéma typique de rémunération du gestionnaire est celui dit du « 2-20-8 % ». Il combine une fraction fixe et un intéressement au résultat, éventuellement contingent :

- une commission de gestion (*management fees*) annuelle de 2 % du montant du capital promis ou effectivement investi ;
- une option (*carry* ou *carried interest*) sur 20 % de la plus-value effectivement dégagée sur chaque opération ;
- cette option s'exerçant à échéance de l'investissement au delà d'un taux de plusvalue de 8 % (*hurdle rate*).

Ce contrat laisse beaucoup de discrétion au GP pour organiser les investissements, et pose de nombreuses contraintes sur les LPs, qui sont tenus d'apporter les fonds, ne maîtrisent ni le calendrier des *cash-flows*, ni la sélection des projets.

Même si cette structure est commune, sa déclinaison dépend du segment dans lequel le fonds opère. Ainsi, dans le segment du capital transmission, l'apport du fonds à chaque investissement est complété par l'émission d'une dette le plus souvent syndiquée qui crée un levier (*leverage*), alors que dans le segment du capital risque, le fonds recourt à une syndication de fonds propres pour compléter l'apport sur chaque projet.

En France, la structure la plus ancienne est celle des sociétés de capital-risque (SCR). Il s'agit d'une société par actions dont les actionnaires sont les investisseurs par actions. Créée en 1984, le statut de SCR prévoit des avantages fiscaux (exonération de l'impôt sur les sociétés (IS), régime de faveur des actionnaires, fluidité de la circulation des dividendes et plus-values, etc.), qui se sont aujourd'hui banalisés avec la création des fonds communs

de placement à risque (FCPR), des fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) ou des fonds d'investissement de proximité (FIP). Ces derniers véhicules sont plus souples, car ils correspondent à des copropriétés de valeurs mobilières, sans personnalité morale et gérées par une société de gestion.

V. Les acteurs du capital investissement

Le CI associe trois principaux types d'acteurs : Les investisseurs financiers, les entreprises cibles et les banques. Ce paragraphe développe davantage les spécificités de chaque acteur.

1. Les investisseurs financiers

Les structures d'investisseurs financiers les plus souvent rencontrées dans l'activité de CI sont les sociétés de capital risque (SCR) et les fonds communs de placement à risque (FCPR), qui regroupent les capitaux confiées par des institutionnels et/ou des personnes privées, et dont la gestion est confiée à une société de gestion chargée d'investir les fonds dans le type de cible choisi.

Certains de ces fonds d'investissement sont rattachés à de grands établissements financiers (banques ou compagnies d'assurances), auquel cas, la levée de fonds est alors plus aisée. Ces établissements participent également par apports de capitaux dans ces structures (allocations de capitaux).

Différents types d'investisseurs financiers peuvent être identifiés :

1.1. - Les fonds de capital investissement

Les CIrs disposent d'un portefeuille de participations étendu. Ils ne cherchent pas à détenir le contrôle des sociétés dans lesquelles ils prennent une participation, afin notamment de ne pas être condamné à combler le passif de ces sociétés en cas de procédure judiciaire, et également parce que le plus souvent leurs statuts leur imposent de rester minoritaires. Ils acceptent alors de courir certains risques de l'opération de LBO sans, pour autant, intervenir dans la gestion de la société rachetée.

On peut distinguer 4 types de fonds de CI:

- Les indépendants : ce sont des fonds dont les capitaux proviennent de plusieurs sources et dans lesquels aucun actionnaire n'est majoritaire (Apax Partners, LBO France, Sofinnova Partners).
- Les semi-captifs : opérateurs affiliés à une banque, établissement financier, compagnie d'assurance ou société industrielle mais levant majoritairement des capitaux auprès d'investisseurs externes (AXA Private Equity, PAI Management).
- Les captifs : filiales de banques, d'établissements financiers, de compagnie d'assurance ou de société industrielle levant la totalité ou la majorité des capitaux auprès de leur maison mère (Barclays capital Développement, Schneider Electric Ventures).
- Le secteur public : opérateurs dont les capitaux proviennent en totalité ou en partie, directement ou indirectement, d'organismes publics (CDC Ixis Equity Capital).

1.2. - Les spécialistes LBO

Contrairement aux fonds de CI, les spécialistes LBO, dont le portefeuille de participation est plus restreint, ne se contentent pas d'une simple prise de participation passive.

Ils s'immiscent activement dans la gestion de la société aux cotés des repreneurs, en jouant un rôle prépondérant dans la détermination et la conduite de la stratégie de l'entreprise. Leur argumentation commerciale réside dans le fait qu'ils apportent leur compétence et leur expérience au niveau du management. Ils peuvent, en effet, nommer leurs propres dirigeants au sein de la société.

Bien entendu, les conseils de ces opérateurs vont toujours dans le sens de la maximisation de la création de valeur à court et moyen terme et à l'attractivité stratégique de la société en tant que cible en vue de préparer leur prochaine sortie.

2. Les entreprises cibles

Le CI joue un rôle reconnu dans le financement de l'économie, notamment dans celui d'entreprises dont le profil particulier fait qu'elles ne pourraient que difficilement se financer sur les marchés. Aux Etats-Unis, le capital risque a contribué à créer de nombreuses entreprises de technologie qui ont connu par la suite un très grand succès telles que Apple, Intel, Microsoft, Compaq, etc. (Sahlman 1990).

Un capital risqueur finance des entreprises à fort potentiel de croissance. S'appuyant sur des compétences spécialisées, il cible, non pas une idée ou un projet, mais un secteur d'activité.

Ces secteurs d'activités doivent promettre une croissance de l'ordre de 15 % par an, et ce, pendant au moins cinq ans. Ceci n'est possible que durant une période d'innovation, puisque lorsqu'il devient mature, la croissance du secteur sera plutôt ralentie.

Les LBO présentent, quant à eux, une alternative à d'autres sources de financement (introduction en Bourse, vente industrielle,...) lors de la cession d'une entreprise et contribuent donc à la flexibilité stratégique des grands groupes et à la circulation du capital. Ils permettent, également, à des équipes de management d'acquérir des participations significatives au capital des entreprises qu'ils dirigent.

Finalement, la viabilité d'un montage LBO repose sur les *cash flows* futurs dégagés par la cible.

3. Les banques

Les banques jouent un rôle important dans le CI essentiellement dans les opérations LBO, puisque ce sont elles qui, en apportant une grande partie du financement de l'opération, permettent de faire jouer l'effet de levier financier.

Pour un repreneur, les montages avec effet de levier permettent l'acquisition d'une entreprise en minimisant les apports en fonds propres initiaux. Le prix d'acquisition est donc équilibré par le recours à la dette.

Cette dette est engagée pour le moyen et le long terme et organisée en tranches de manière à étaler les durées de prêt. Ce mode de financement est prioritaire dans son remboursement et passe avant le paiement des autres moyens mis en œuvre. Des conditions spécifiques sont mises en place pour encadrer le financement notamment par l'inclusion de covenants visant à contraindre l'emprunteur à rembourser les intérêts et la dette par les remontées de dividendes.

De plus, chaque montage ayant des spécificités propres, il est primordial que les conditions de prêt soient correctement déterminées de manière à ce que l'entreprise cible ait les capacités de rémunérer sa dette. C'est donc en fonction de la structure financière décidée et

des *cash flows* calculés préalablement que pourront être établies ces paramètres de la dette senior²².

Section 2: La performance du capital investissement

Depuis son apparition, le CI a la réputation d'offrir un rendement particulièrement attractif et les investisseurs qui font le choix d'allouer une part de leur capital à cette catégorie d'actifs sont de plus en plus nombreux.

L'objectif de l'activité du CI est d'apporter aux investisseurs engagés dans un partenariat à long terme, la garantie du respect de leurs intérêts et le juste partage des rentabilités et des risques.

I. Le rendement du capital investissement

Le CI est un actif dont les propriétés sont très spécifiques. La performance du CI est difficile à mesurer, de par l'absence de cotation des entreprises présentes dans le portefeuille. Ce n'est que lors d'évènements particuliers (cessions ou introduction en Bourse), qu'il est possible de fournir une évaluation objective des participations détenues et de calculer la performance des investissements. En l'absence de ces évènements, la valeur des titres en portefeuille est estimée par le gestionnaire du fonds. Les CIrs européens déploient depuis quelques années des efforts significatifs pour améliorer et standardiser les méthodes de valorisation des participations détenues.

Parallèlement à cette question de valorisation, le profil d'investissement et de distribution des revenus est par ailleurs spécifique, avec notamment un processus assez long non seulement de mises en œuvre des investissements mais également de distribution des revenus. Cette spécificité empêche de mesurer le rendement du CI de la même manière que pour un investissement en actifs plus liquides, de type action cotées.

²² Ce volet sera développé davantage dans le deuxième chapitre.

La méthode traditionnellement retenue pour calculer le rendement d'un fonds de CI se fonde sur la comparaison des sorties et des rentrées de capitaux au cours d'une période donnée. A partir de ces flux, un taux de rendement interne (TRI) est calculé. Ce calcul est affecté par les hypothèses retenues pour évaluer le portefeuille de début et de fin de période (Artus et Teiletche, 2004).

Certaines études ont cherché à mesurer le rendement du CI en corrigeant les données brutes des différents biais. Centrées le plus souvent sur les Etats-Unis, elles aboutissent à des résultats assez contrastés, mettant en avant la sur-performance ou la sous-performance des fonds de CI par rapport aux actifs concurrents, essentiellement les actions cotées.

Ljungqvist et Richardson (2003) trouvent que les fonds de CI ont affiché une performance moyenne sensiblement supérieure à celle du S&P500 au cours de la période 1981-2001.

Cette sur-performance rémunérerait à la fois le supplément du risque porté par les investisseurs et la non-liquidité des actifs.

Kaplan et Schoar (2005) ont évalué le rendement net servi aux investisseurs par les fonds sur leur durée de vie. Les auteurs ont utilisé un échantillon de fonds américains sur la période 1980-1997. Les données couvrent 746 fonds opérant dans les segments *venture capital* (VC) et *buyout* (LBO).

Kaplan et Schoar (2005) mesurent la performance nette par un indice de profitabilité, cet indice compare la performance du fonds à celle résultant d'un placement. Les résultats montrent que l'écart entre le rendement net moyen du CI et le rendement du coté est certes positif mais faible. Ce résultat est surprenant compte tenu des caractéristiques particulières de l'actif CI : risques attachés à la relation d'agence, à la nature des projets financés, au niveau de levier dette/fonds propres des transactions LBO, etc.

Des travaux sur des données européennes laissent penser que ce biais affecte non seulement le profil temporel du rendement d'un fonds, mais aussi le niveau du rendement moyen agrégé (le *pooled weighted return*), qui est calculé à chaque période (Kaplan et Schoar, 2005 ; Kaserer et Diller, 2004).

Groh et Gottschalg (2006) se concentrent uniquement sur les fonds de LBO. Ils observent, également, une sur-performance significative de cette classe d'actifs par rapport à un portefeuille de valeurs cotées. Phalippou et Zollo (2005) obtiennent des résultats opposés aux précédents sur la période 1980-1996, ils montrent que le rendement annuel du CI dans

son ensemble a été en moyenne inférieur de 3% à celui du S&P500. Pour ce même indice et à peu prés la même période, Kaplan et Schoar (2003) obtiennent une performance équivalente du CI et des marchés d'actions cotées.

Récemment, Phalippou et Gottschalg (2007) ont constaté que la performance (nette des rémunérations) moyenne du CI est sensiblement inférieure à celle obtenue par un investissement équivalent en actions cotées.

L'ensemble de ces études suggère que la mesure de la performance absolue et relative du CI est largement dépendante des méthodes utilisées pour corriger les différents biais. De ce fait, il est difficile de conclure à une sur-performance à long terme du CI.

II. La valeur ajoutée des capital investisseurs

Au-delà des fonds qu'ils apportent, les CIrs ajoutent, par leur action, de la valeur aux entreprises. Sur ce point, la littérature portant sur les LBO diffère de celle relative au capital risque.

Pour les LBO, les travaux concernant les perceptions des CIrs ou des dirigeants sont rares. Les études portent le plus souvent sur l'évolution de la performance financière au cours de la période qui suit le LBO.

Elles mettent généralement en évidence une amélioration de la performance, mais ne permettent pas d'isoler l'impact des différents facteurs pouvant contribuer à cette dernière : rôle disciplinaire de la dette, augmentation de la convergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, contrôle accru par les actionnaires et le conseil d'administration, plus grande orientation entrepreneuriale des dirigeants.

Une approche par la performance est beaucoup plus délicate dans le cas du capital risque car les entreprises concernées sont jeunes, en phase de développement rapide, et leurs résultats financiers ne peuvent constituer qu'un indicateur très imparfait de la performance future. Une comparaison des performances de la phase post-investissement par rapport à la phase précédente est donc peu opérante. Ceci explique le fait que les études concernant le capital risque se basent plutôt sur les perceptions des dirigeants ou des CIrs quant à la valeur ajoutée de ces derniers (Lerner, 1994 ; Kaplan et Stromberg, 2001). Ceci permet de dissocier l'impact de l'action des CIrs plus aisément.

- Une première façon d'évaluer la valeur ajoutée des CIrs est de mettre en relation leur niveau d'activité avec les performances des entreprises.
- La seconde façon est de demander l'avis des dirigeants. Les résultats sont dans ce cas assez contrastés : les entreprises dont les dirigeants attribuent la plus grande valeur à la contribution des CIrs ont des performances similaires aux autres.

En ce qui concerne les LBO, les résultats sont également divergents. Wright et *al.* (1992) indiquent que seuls 30% des dirigeants considèrent les mesures de contrôle et d'incitation introduites par les CIrs après un LBO comme positives. Par contre, les deux études de cas menées par Bruining et Wright (2002) indiquent une forte valeur ajoutée des CIrs dans le domaine stratégique par leur implication dans des actions telles que la focalisation sur les lignes de produit les plus profitables, un investissement accru dans les systèmes d'information, le développement des nouvelles activités ou les opérations de croissance externe.

III. La performance économico-sociale du capital investissement

Ce paragraphe sera consacré à la dimension économique et sociale du CI. La question de la performance du CI à ce niveau diffère selon que l'on considère l'un ou l'autre des deux principaux segments du CI : le capital risque et le LBO.

La performance sociale du capital risque réside dans sa capacité à mettre en avant les dynamismes entrepreneuriales et technologiques.

La relation capital risque - innovation ouvre un débat basé sur le sens auquel est dirigé la causalité : Est-ce le dynamisme technologique, le rythme d'innovation, qui favorise le développement du capital risque? Ou bien, à l'inverse, l'existence d'une industrie du capital risque contribue-t-elle à un environnement favorable à l'innovation, source de croissance économique?

La littérature suggère quelques éléments en faveur d'un lien allant du capital risque vers l'innovation.

Pour les LBO, les controverses sont plus vives. Jensen (1986) considère le LBO comme un «atelier de réparation du capitalisme », ce qui laisse entendre que le traitement est coûteux

à court terme. Le débat s'est donc d'abord porté sur l'effet du LBO en matière de performances financières des entreprises. Les questions sont ensuite relatives à l'emploi et aux politiques de gestion des ressources humaines de l'entreprise. Même si certains résultats sont nuancés, le bilan des LBO sur le dynamisme du tissu d'entreprises est positif.

1. Capital risque et croissance

La performance économico-sociale du capital-risque tient à sa capacité à favoriser l'innovation. La présence du capital-risque dans les secteurs les plus dynamiques et innovants de l'économie prouve qu'il existe bien un lien étroit entre innovation et capital risque. Toutefois, cette corrélation ne peut pas définir la relation de causalité. En effet, il est difficile d'isoler l'impact spécifique du CI sur la dynamique et la stratégie d'innovation des entreprises. Les accroissements simultanés des investissements en R&D ou des dépôts de brevet, d'un côté, et les capitaux gérés par les SCR de l'autre, peuvent témoigner d'un flux accru d'opportunités technologiques exogènes.

La question de la causalité est cruciale, car de sa réponse dépend le type de politique publique à mettre en place pour favoriser l'innovation.

Une deuxième difficulté tient au passage du niveau micro-économique à la croissance macro-économique. Une intensité d'innovation accrue, éventuellement issue de l'augmentation des investissements en capital risque, peut créer, d'abord, des gains de productivité dans les secteurs concernés, puis ensuite de la croissance économique.

Enfin, une troisième difficulté réside dans le caractère extrêmement cyclique de l'activité du capital risque. En effet, cette cyclicité pourrait avoir des conséquences négatives sur la performance sociale.

1.1. L'effet du Capital risque sur l'innovation

Gompers et Lerner (1998) ont montré que les entreprises qui sont soutenues par les capital risqueurs déposaient plus de brevets que les entreprises dont l'actionnariat ne comportait pas de capital risqueurs.

Ce résultat ne permet pas d'identifier le sens de causalité entre la présence du capital risque et les dépôts de brevet. Kortum et Lerner (2000) répondent à cette critique en utilisant des données sectorielles américaines sur la période 1965- 1992 pour estimer une fonction de production, liant le nombre de brevets déposés au niveau des dépenses de R&D à celui des engagements du capital risque. Le capital risque, qui couvre moins de 3 % des dépenses en

R&D, est à l'origine de 8% des brevets déposés : il exercerait donc un rôle décisif sur la dynamique d'innovation.

Ce résultat est confirmé par Ueda et Hirukawa (2006) pour la période du boom technologique 1992-1998, qui n'est pas incluse dans l'échantillon de Kortum et Lerner (2000).

Ces derniers, ne se contentent pas de détecter une corrélation, mais testent un lien de causalité, qui irait du capital risque vers le dépôt de brevet. Pour cela, ils exploitent la discontinuité liée à la modification réglementaire de la « prudent man rule » de 1978, qui est un évènement exogène ayant accru les fonds collectés et investis par le capital risque. Cette augmentation exogène, sans rapport avec le flux d'opportunités technologiques, a eu un effet positif sur le flux de brevets déposés. À l'appui de ce sens de causalité, les auteurs montrent bien que la présence du capital risque n'accroît pas seulement le niveau des brevets déposés, mais aussi le ratio brevet/dépenses en R&D.

Selon ces auteurs, le capital risque a donc bien eu un impact positif sur le développement de l'innovation aux États-Unis, en introduisant un mode de management de l'innovation qui profite aussi bien aux jeunes *start-ups* technologiques qu'aux firmes déjà établies dans l'industrie (Cherif, 2008).

Ueda et Hirukawa (2003) proposent d'utiliser les taux de croissance de la productivité totale des facteurs comme un indicateur plus pertinent de l'innovation dans chacun des secteurs. Au delà du lien positif entre investissement en capital risque et croissance de la productivité sectorielle, les auteurs cherchent à repérer une causalité en examinant lequel des deux mouvements, affectant les deux variables, vient précéder l'autre. Ils en concluent que la causalité s'exerce plutôt de l'innovation vers l'investissement en capital risque que dans l'autre sens. Une augmentation du taux de croissance de la productivité est suivi, plutôt que précédé, d'un mouvement en même sens de l'investissement capital risque.

Dans une étude ultérieure (Ueda et Hirukawa, 2006), les auteurs confirment ce résultat ambigu, et montrent que le capital risque exerce une causalité positive sur la croissance de la productivité du travail parmi les secteurs. Cet effet de stimulation passe par une substitution de technologie utilisant plus de matériaux et d'énergie et moins de travail pour les secteurs dans lequel le capital risque est engagé.

Si l'on parvient à repérer un effet positif du capital risque sur l'innovation, le caractère extrêmement cyclique de l'activité suscite des interrogations légitimes.

Lerner (2002) évoque d'abord les raisons de ces cycles marqués : structure temporelle de l'industrie, organisation du secteur, rôle de l'information, etc. Il montre ensuite que le cycle du capital risque ne se transmet pas totalement à la dynamique d'innovation. L'effet du capital risque sur cette dynamique serait moins intense dans les périodes hautes du cycle que dans les périodes basses. Ce fait est à relier à l'évolution de la rentabilité financière des investissements de capital risque, qui baisse dans les périodes hautes et augmente dans les périodes basses.

1.2. Capital risque et stratégies d'innovation des entreprises

De très nombreuses études ont cherché à repérer la manière dont la présence d'un capital investisseur modifiait le comportement de l'entreprise.

Hellman et Puri (2000) montrent que les firmes ayant adopté une stratégie d'innovation plutôt que d'imitation sont davantage susceptibles d'être soutenues par un capital risqueur. De plus, la présence du capital risqueur accélère le passage du nouveau produit vers le marché.

Da Rin et Penas (2007) s'intéressent à la construction d'une « capacité d'absorption » (absorptive capacity) par l'entreprise innovante. Cette capacité, résultat de la stratégie de recherche et développement de l'entreprise, concerne la manière d'assimiler, d'exploiter puis de créer des nouvelles connaissances. Une « capacité d'absorption » élevée souligne un rôle actif de l'entreprise dans la dynamique d'innovation de l'économie.

Griffith et *al.* (2004) ont montré le lien empirique entre croissance de la productivité d'une économie et la « capacité d'absorption » de ses entreprises.

Da Rin et Penas (2007) en déduisent que les politiques publiques de soutien à l'innovation favorisent une augmentation dans les investissements de capital risque, afin d'orienter les entreprises vers des stratégies d'innovation créatrices de croissance économique.

2. LBO et performance économico-sociale

Beaucoup de chiffres circulent concernant l'impact positif du segment LBO sur les performances économiques des entreprises cibles. Dans ce domaine, la prudence s'impose. Connaître le nombre d'emplois créés dans des entreprises détenues par des fonds de capital investissement ne fournit pas d'information sur l'efficacité comparative de ce mode de

gestion. Il est en effet impossible de séparer ce qui relève d'une croissance de l'industrie de ce qui provient de la capacité effective du fonds à accroître l'emploi²³.

2.1. L'effet du LBO sur l'innovation

La liaison entre LBO et innovation est certainement moins intense que celle entre capital risque et innovation, car les fonds ciblent les entreprises de façon différente. De plus, le souci de recentrer l'entreprise sur son métier de base, constitue l'un des principes de la gestion des fonds de LBO, ceci s'effectue au détriment de la recherche et développement (R&D).

Une étude récente de Lerner et *al.* (2008) montre que cette constatation n'est plus vérifiée. En croisant différentes bases de données, ces auteurs examinent les caractéristiques de 6938 brevets déposés par 495 sociétés sur une période s'étalant entre trois ans avant et cinq ans après la date d'un LBO. Les résultats trouvés par Lerner et *al.* (2008) affirment que la prise de contrôle par un LBO ne réduit pas l'activité de dépôts de brevets de ces entreprises. De plus, après le LBO, l'activité innovante de la firme est certes davantage orientée vers son métier de base.

2.2. L'effet du LBO sur l'emploi et les politiques de ressources humaines

Des études anciennes comme celles de Kaplan (1989b) ou Smith (1990) rapportent que les firmes cibles d'un LBO augmentent leur nombre d'employés.

En même temps, cette augmentation est inférieure à celle observée dans leur secteur d'activité. Lichtenberg et Siegel (1990) constatent que l'emploi non directement productif souffre alors que l'emploi productif est maintenu.

Bruining et *al.* (2005) analysent les conséquences des opérations du MBO et celles du MBI²⁴ au Royaume-Uni et au Pays-Bas sur les politiques de gestion des ressources humaines. Le tableau est plutôt positif en termes de niveau d'emplois et de salaires, surtout pour le Royaume-Uni.

²³ L'étude de la performance des opérations LBO fera l'objet du chapitre quatre de cette thèse.

²⁴ MBI : Management Buy In.

Amess et Wright (2007) étudient un panel de 1350 LBO observés au Royaume-Uni sur la période 1994-2003. Les auteurs constatent que l'emploi croît plus rapidement après le MBO que dans la période qui le précède, alors que c'est l'inverse pour les MBI.

Pour les MBO comme pour les MBI, les salaires moyens sont plus faibles que dans le secteur d'appartenance.

Pour conclure, ce premier chapitre nous a permis de présenter les concepts clés de l'activité de CI et d'expliquer l'environnement économique et financier spécifique à ce métier.

Nous avons abordé également la question de la performance du CI et l'impact de celui-ci sur la conjoncture économique et financière d'une part et sur le développement, l'expansion ou la transmission des entreprises d'autre part. En effet, les performances du CI diffèrent selon que l'on considère l'un ou l'autre de ses segments.

Nous allons, à présent, focaliser notre étude sur les opérations de leveraged buyout (LBO).

CHAPITRE II: PRINCIPES DES
OPERATIONS LBO: ASPECTS
THEORIQUES ET FINANCIERS

L'acquisition des entreprises avec effet de levier est un mode d'investissement particulier. Le LBO est, par nature, une opération complexe. Son objectif initial est d'organiser des transferts de propriété entre des actionnaires, dont les intérêts sont divergents.

Le LBO conduit ainsi à une révolution dans l'arrangement de l'entreprise et il permet de construire une nouvelle gouvernance caractérisée par la réconciliation des intérêts sur l'objectif de performance. Pour ce faire, différents outils sont utilisés (valeurs mobilières, holding, etc.) et différents acteurs sont amenés à négocier en exerçant de nombreux jeux de pouvoir.

Le marché français des LBO est actuellement placé en troisième place derrière le Royaume-Uni et l'Allemagne au niveau européen²⁵. Un phénomène notable est l'arrivée en force d'investisseurs financiers étrangers, en particulier anglo-saxons. La France apparaît comme l'un des marchés d'Europe continentale les plus attractifs en raison, d'une part de la faiblesse des taux d'intérêt, et d'autre part, d'un nombre encore important d'entreprises familiales à transmettre et des restructurations à réaliser dans les grands groupes.

²⁵ Jusqu'en 2007 la France était classée deuxième derrière le Royaume-Uni.

En raison de la spécificité du montage financier dans les opérations LBO, ces derniers ont modifié fondamentalement la vision de la dette, qui n'est plus considérée comme un seul outil de financement. L'endettement permet de forger un alignement des intérêts bien trop souvent divergents entre les investisseurs et les dirigeants d'une part et les investisseurs et les créanciers d'autre part.

La majorité des études empiriques aux Etats-Unis ont discuté du principal débat concernant le développement des rachats d'entreprise avec utilisation d'un levier d'endettement élevé, et surtout de la meilleure performance apparente de la structure organisationnelle représentée par le LBO. Il est important de savoir si cette performance est liée à divers transferts de richesse ou est due à une véritable création de valeur.

Pour cette dernière, les études empiriques réalisées avaient pour but de confirmer l'hypothèse de diminution des coûts d'agence entre les actionnaires et les dirigeants suite à une opération de LBO. En effet, le recours à un endettement élevé, la participation des cadres dirigeants et des salariés au capital de l'entreprise et la présence d'un nombre restreint de membres au conseil d'administration sont les trois éléments essentiels de la diminution des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants.

L'objectif de ces travaux était dans la majorité des cas commun : la confirmation de l'hypothèse de l'amélioration de la performance économique des entreprises suite à une opération de LBO.

Dans ce deuxième chapitre, sera proposée une analyse approfondie des aspects théoriques et financiers des montages de type LBO. Nous passerons, ainsi, par les modalités financières et juridiques de mise en œuvre d'une telle transaction.

Comme les opérations LBO sont basées sur un fort taux d'endettement, nous essayerons de présenter une synthèse de la littérature liée aux conséquences de l'utilisation de la dette, ainsi qu'une présentation des différentes études empiriques réalisées sur des opérations LBO afin de pouvoir déterminer les intérêts et les limites d'un recours à un endettement élevé.

Section 1: Aspects des montages LBO

Les acquisitions de sociétés à l'aide de holding endetté, ou LBO, connaissent depuis les années 80 un essor remarquable aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe.

Evalués par *PricewaterhouseCoopers* à 68,3 Mds de dollars en 2007, les investissements européens de LBO représentent environ 35% du marché mondial, contre 22% en 2000. Ils ont été multipliés par 2,6 entre 2004 et 2007, alors que ceux conclus aux Etats-Unis triplaient sur la même période.

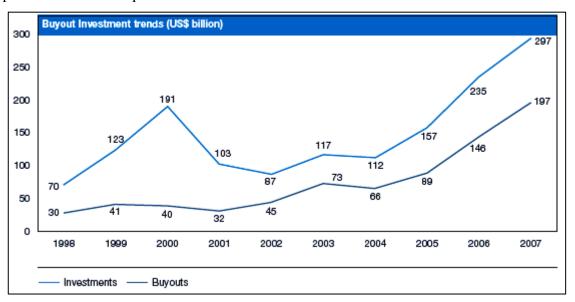


Figure 11: Evolution des investissements LBO dans le monde 1998-2007 (Global Private Equity Report, 2008)

Le développement récent de ces acquisitions avec effet de levier résulte de la conjoncture économique actuelle. Dans les dix prochaines années, plus de 500 000 entreprises devraient être transmises et la très grande majorité des entrepreneurs concernés n'ont pas d'héritiers ou de successeurs²⁶.

Bon nombre d'économistes s'accordent pour souligner que la pérennité de ce tissu d'entreprises est plus que jamais vitale pour la bonne marche de l'économie et plus précisément en matière d'emplois. Il est donc fondamental que les problèmes de transmission que peuvent connaître les entreprises soient gérés au mieux. Au sein du

57

²⁶ Schuster (2003), intervention lors du colloque organisé le 19 juin 2003 à l'Université Paris Dauphine sur le thème de la transmission d'entreprise ; JCP N n°39 ; p 1365.

marché de la transmission d'entreprises, le montage type LBO est pour certains, sans doute l'une des formes les plus attractives d'acquisition.

Cette politique d'acquisition systématique est désormais facilitée par l'utilisation de l'effet de levier qui permet de limiter le montant de l'investissement nécessaire pour prendre le contrôle d'une autre société.

I. Principes du montage LBO

Le principe de base dans les opérations LBO est de constituer une société holding (c'est à dire une société dont la vocation exclusive est de détenir des titres financiers), souvent appelée la *NewCo* (*New Company*), qui s'endette pour acheter une société cible, appelée aussi *OpCo*. La forme juridique la plus généralement utilisée pour la *NewCo* est la société anonyme.

La société holding acquiert le contrôle de la société cible tout en minimisant les apports en fonds propres et dont la structure financière est caractérisée par un endettement élevé et un recours à des produits financiers parfois très complexes.

Les opérations LBO permettent à leurs initiateurs (entreprises, sociétés financières, dirigeants,...) d'assurer le contrôle d'une société tout en minimisant leurs apports en fonds propres. Elles sont censées provoquer une rupture positive dans la structure de l'organisation et dans les relations contractuelles entre dirigeants et apporteurs de ressources.

Une opération de LBO peut s'inscrire dans des contextes assez variés, et notamment à l'occasion :

- de la transmission d'une entreprise familiale confrontée à un problème de succession ou de recomposition de l'actionnariat ;
- du recentrage d'un groupe sur les métiers de base par la cession de filiales non stratégiques (stratégie dite de *spin-off*);
- d'une croissance externe par le rachat d'une première entreprise servant de plateforme pour l'acquisition d'autres entreprises d'un même secteur ou d'un secteur connexe en vue de créer un pôle d'activité ou des synergies industrielles (stratégie dite de *buildup*);

- des opérations de retrait de la cote (*public to private*) ;
- de redressement d'entreprise, les problèmes de liquidité contraignent souvent une entreprise à se défaire rapidement d'une unité d'affaire.

Les opérations de reprise par effet de levier sont déclinables en plusieurs catégories (Cherif, 2004). Chacune va impliquer la participation ou non de l'équipe dirigeante déjà en place et des salariés.

• <u>Leverage Management Buy Out (LMBO/MBO)</u>: Dans le cadre des opérations où les salariés sont impliqués directement dans la reprise de leur entreprise, on associe le terme « management » à l'appellation LBO. Le LMBO est un cas particulier de LBO où l'opération est montée par le personnel de la société rachetée.

Les MBO/LMBO résultent, la plupart du temps, d'une vente de l'entreprise cible provoquée par un cas de force majeure, (succession, désinvestissement, reclassement d'actionnariat, etc.). Ils sont initialisés de l'intérieur par les cadres de l'entreprise qui connaissent parfaitement les conditions de vente et sont capables d'évaluer la société.

Deux facteurs sont décisifs dans la réussite d'un LMBO, l'équipe dirigeante et la société cible.

• <u>Leverage Management Buy In (LMBI/MBI)</u>: Les LMBI sont initiés par les repreneurs alors que l'entreprise n'est pas forcément à vendre. Ils déposent leur offre sans pouvoir obtenir la certitude que le dirigeant sera effectivement vendeur.

Dans tous les cas, la transaction est réalisée dans un esprit qui préserve la pérennité et l'indépendance de l'entreprise, tout en lui apportant les moyens pour un développement fort et un renforcement de sa position économique et sociale dans son environnement. Mais les nouveaux actionnaires cherchent à maximiser la valeur de l'entreprise, l'accent étant mis principalement sur le *cash flow*. C'est pourquoi les LMBI nécessitent un équilibre entre deux éléments, une société cible et une association repreneur/investisseur. Cet équilibre vise à minimiser les risques et à garantir le succès de l'opération.

• Opérations hybrides : BIMBO, MEBO, LBU, OBO : Des formes d'opérations de *leveraged* dites hybrides peuvent être rencontrées comme notamment le **BIMBO** (*Buy in Management Buy-out*) qui constitue une opération hybride à laquelle participe l'équipe dirigeante en place et des managers extérieurs.

Parmi les autres variantes, on peut citer encore les *Management and Employees Buyout* (MEBO) dans lesquels les managers et employés apportent des fonds propres.

Le **LBU** (*Leverage Build up*) est, quant à lui, né de la constatation que le seul fait financier ne pouvait à, lui seul, être créateur de valeur. La croissance externe constitue un moyen d'évolution privilégié de la valeur de la société faisant l'objet du LBO.

Par la croissance externe, l'entreprise peut ainsi compléter son offre, prendre pied à l'étranger ou tout simplement accéder à une taille plus intéressante et stratégique vis-à-vis d'un acquéreur externe ou en vue d'une introduction en Bourse. La difficulté principale réside pour les investisseurs ainsi que pour l'équipe dirigeante de ne pas surpayer leurs acquisitions complémentaires. En toute logique, les acquisitions postérieures à l'acquisition de la première société qui constitue de ce fait le pivot du LBU, doivent se faire sur la base de multiples de capitalisation inférieurs.

Autre opération exceptionnelle, l'**OBO** (Owner Buy Out) qui donne l'occasion à un chef d'entreprise de se vendre l'entreprise à lui-même pour bénéficier de liquidités et faire entrer de nouvelles personnes dans le capital de manière à préparer une succession par exemple.

Compte tenu de cette diversité de situations, le terme LBO apparaît comme une appellation générique qui regroupe dans les faits différents types d'opérations.

La technique du LBO permet ainsi de répondre à des attentes différentes, s'adressant non seulement aux dirigeants actionnaires en place qui souhaitent céder tout ou partie du capital de leur entreprise tout en restant aux commandes, mais aussi à des repreneurs extérieurs qui souhaitent reprendre une entreprise avec l'appui de financiers, ou encore à des dirigeants salariés actuellement en place qui souhaitent acquérir l'entreprise dans laquelle ils travaillent.

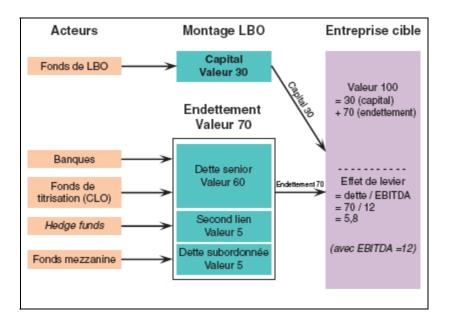


Figure 12: Exemple type de montage LBO, (Banque de France, Revue de la stabilité financière $(N^{\bullet} 9)$, Décembre 2006)

Dans la figure 12, le prix à payer pour acquérir la cible est de 100, payable en une seule fois au *closing*²⁷. Dans notre exemple, pour financer cette acquisition, la *NewCo* va s'endetter de 70 alors que les acquéreurs (investisseurs financiers et futurs dirigeants) vont doter cette holding d'un capital égal au solde du prix à payer, soit 30, ce qui leur en conférera la propriété.

Dotée des fonds nécessaires au rachat, la *NewCo* va payer le prix d'acquisition au vendeur et prendre possession de la cible. Indirectement, les investisseurs détiendront la cible.

En résumé, le LBO est une technique particulière d'acquisition des actions d'une société cible par une société holding spécialement constituée à cet effet et financée, pour l'essentiel, par des emprunts bancaires (opération à effet de levier financier). Grâce aux dividendes versés par la société cible, la société holding rembourse les emprunts souscrits pour financer l'acquisition des titres de la société cible.

Alliant techniques juridique, financière et fiscale, une opération de LBO repose toujours sur un objectif de revente de la société cible à moyen terme (cession à un industriel, introduction en Bourse, LBO secondaire, etc.) susceptible de générer à cette occasion une forte plus-value sur les fonds propres investis dans l'opération.

²⁷ C'est le moment de la signature définitive des actes de cession et du transfert de propriété.

Les opérations à effet de levier mettent en œuvre la combinaison de quatre leviers principaux. Les mécanismes prévalant pour chacun d'eux sont relativement simples. La complexité de ce type d'opération est néanmoins générée par la multiplicité des divers niveaux de combinaisons possibles. Les principaux effets de levier sont le levier financier, le levier fiscal, le levier juridique et le levier social et managérial.

➤ Le levier financier consiste à permettre le financement d'un projet grâce à l'argent des tiers. Le principe de base dans les opérations LBO est assez simple : la société holding souhaite réaliser un investissement, l'acquisition d'une entreprise industrielle ou commerciale.

Supposons qu'elle s'endette pour financer cette opération, si le taux de rentabilité de son investissement rapporté aux capitaux investis est supérieur au taux de l'emprunt, la holding aura bénéficié de ce qu'on appelle l'effet de levier, mesuré par l'incidence de l'écart des taux, appliqués au montant des capitaux empruntés.

En d'autres termes, si la rentabilité économique d'un investissement excède le coût moyen pondéré du capital, l'actionnaire d'une société a tout intérêt à faire financer cet investissement en augmentant l'endettement de celle-ci au lieu et place d'un financement par fonds propres. En effet, l'entreprise va générer de la valeur puisque la rentabilité ainsi dégagée est supérieure au coût de l'emprunt.

L'effet de levier financier traduit, dans le cadre d'un LBO, le fait que le TRI augmente, si le montant initial de capital apporté pour l'acquisition diminue.

* Le levier fiscal résulte des moyens mis en œuvre permettant de minimiser le coût d'opportunité fiscale du montage LBO, en palliant l'existence simultanée d'un déficit fiscal dans la société holding et d'un résultat imposable dans la cible. D'autres solutions alternatives au levier fiscal mais d'un intérêt économique moindre sont l'utilisation d'une société holding impure et la transformation de la cible en société en nom collectif (SNC). La mise en place du régime d'intégration fiscale permet au groupe constitué par la société holding et la société cible de bénéficier, sous réserve de respecter certaines conditions, d'une économie d'impôt en faisant diminuer son assiette fiscale du montant des intérêts de la dette d'acquisition. Les charges financières provenant de la dette d'acquisition viennent donc en déduction, pour le calcul de l'impôt du groupe, du résultat avant impôt de la cible.

L'obstacle au développement des opérations de LBO en France vient des contraintes pratiques et légales en matière fiscale dans la compensation des charges de la dette d'acquisition avec le résultat bénéficiaire de la cible.

➤ L'effet de levier juridique consiste à démultiplier le contrôle d'un actionnaire par la mise en place d'une succession de holdings souvent en « cascade » dont le premier, dit «holding de tête », ne détient qu'une part infime du capital de la cible.

Eu égard aux besoins en capitaux dans les opérations de LBO et la nécessité de séparer le capital du pouvoir, l'utilisation des titres dérivés ou hybrides (BSA, OCA, etc.) dans les sociétés par actions permettent de limiter, augmenter ou modifier la répartition des droits de vote, et diluer le capital et notamment l'ouvrir plus aisément aux investisseurs étrangers futurs, sans pour autant diluer le pouvoir.

➤ Quant à l'effet de levier social, il s'agit du rôle joué par les repreneurs opérationnels. Les compétences doivent donc s'étendre aux fonctions clés d'une entreprise (commercial, marketing, production, financier, etc.).

Le LBO est donc souvent initié par l'investisseur qui sollicite simultanément le management et bien entendu les principaux actionnaires. Le levier social s'appuie donc sur la capacité des investisseurs à rassembler les managers. C'est ainsi que ce levier est fondamental à la réussite de l'opération.

Il est bien entendu limité par le niveau et la qualité du levier financier qui dépendent comme nous l'avons vu, du type de montage et de la structure financière proposée pour la conduite de l'opération puisque le levier social n'est pas une résultante mais un facteur qui conditionne la formation et l'acceptation du prix de la cible.

II. L'évolution du marché des Buy out

Le marché européen du LBO est né au Royaume-Uni dans les années 1980 avant de connaître une forte expansion à partir des années 1990. Il a fortement imité le modèle américain et a aussi connu plusieurs périodes marquantes:

- 1. Une vague d'opérations de privatisation et de restructuration des conglomérats au cours des années 1980 ;
 - 2. Une période de récession au début des années 1990 ;

- 3. Une période de reprise significative qui s'étend du milieu jusqu'à la fin des années 1990, correspondant à la phase de maturité du marché britannique ;
- 4. Entre 2000 et 2002, les investissements en LBO ont significativement diminué en nombre et en volume à cause de la concurrence ;
- 5. Puis, à l'image des Etats-Unis, le marché des LBO s'est rapidement développé grâce à la présence d'acteurs financiers et de véhicules de plus en plus spécialisés. Les banques ne sont plus le principal pourvoyeur de fonds, ils cèdent la place aux investisseurs institutionnels et opèrent une nouvelle gamme de produits financiers dont l'objectif est d'encourager ces rachats et en particulier l'investissement étranger.

Le marché français des LBO a fortement évolué durant les vingt dernières années. Les intervenants sont beaucoup plus nombreux. Aussi, les modalités d'investissement ont aussi été modifiées. Alors que dans les années 80 les financiers recherchaient plutôt des participations minoritaires, aidés en cela par la formule du RES²⁸, ils préfèrent aujourd'hui les investissements majoritaires. La principale raison à cela est qu'ils souhaitent pouvoir décider du moment de la sortie. Puis, si l'entreprise n'évolue pas comme prévu, ils vont pouvoir intervenir et reprendre le contrôle de la situation.

Le marché du LBO est marqué par trois grandes évolutions, qui le stimulent et le fragilisent à la fois:

• L'accroissement des effets de levier (figure 13): La dette peut représenter jusqu'à 70% du financement des acquisitions. En France, elle représentait, en 2006, plus de cinq fois l'EBITDA de l'entreprise rachetée. Ce phénomène est alimenté par la multiplication des opérations secondaires, c'est-à-dire les LBO successifs. Ils représentaient 33% des volumes de LBO en Europe en 2004, contre 23% en 2003 et seulement 7% en 2001. L'accroissement de l'effet de levier est également perceptible dans la multiplication des montages à remboursement *in fîne*, qui permettent d'augmenter le taux d'endettement de la société, tout en laissant l'impression que les frais financiers à rembourser chaque année restent à un niveau raisonnable. Dans ce type de montage, les annuités à rembourser chaque année sont constituées exclusivement d'intérêts, le capital étant remboursé en fin de prêt. Les flux de remboursement annuels sont donc d'un montant

²⁸ Reprise d'Entreprise par les Salariés.

nettement moins élevé que dans les montages traditionnels, dans lesquels le prêt est amortissable sur toute la durée de l'emprunt.

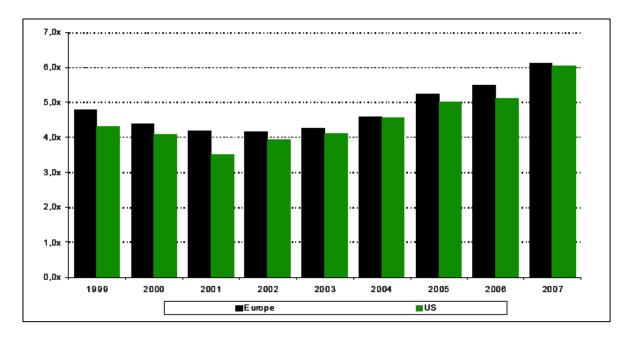


Figure 13: Dette / EBITDA dans les opérations LBO (Standard & Poor's LCD, 2008)

• La hausse des primes et des multiples d'acquisition (figure 14), couplée à une moindre sélectivité des cibles: Les fonds LBO s'intéressent, généralement, aux acquisitions d'entreprises générant d'importants *cash-flows*. Ils investissent, désormais, dans des secteurs beaucoup plus cycliques, dans l'objectif de servir un rendement attractif aux investisseurs. La croissance du secteur doit en fait compenser la prise de risque spécifique à chacun des projets. Le risque total géré par le fonds est, donc, très lié à l'activité du secteur.

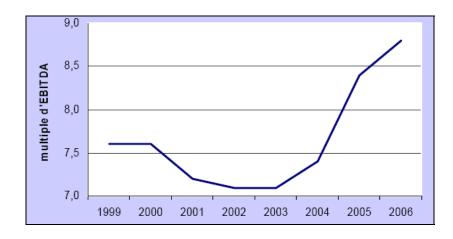


Figure 14: Prix d'acquisition des LBO en Europe, (Standard & Poor's LCD, 2007)

Pour évaluer la cible, Les CIrs recourent à une palette étendue de méthodes d'évaluation des entreprises dans lesquelles ils envisagent d'investir (De Angelo, 1980; Desbrières et Broye, 2000). Ainsi, ils réduisent l'asymétrie informationnelle et le risque de sélection adverse qu'ils subissent.

Parmi les méthodes utilisées, ces investisseurs privilégient celles fondées sur les multiples (multiple du chiffre d'affaires, multiple d'EBIT, etc.) (Cherif et Dubreuille, 2005).

• La baisse des niveaux de garanties exigés par les prêteurs, du fait de l'accroissement de la concurrence. Ce phénomène est encore amplifié par la tendance des fonds à extraire très rapidement de leurs cibles des dividendes importants, avant de rembourser les prêteurs. Dans un contexte économique moins porteur, cette pratique pourrait fragiliser ces derniers.

La montée en puissance des *buyout* s'accompagne aussi d'un accroissement de la part des entités cotées cibles du CI. Ainsi, en 2007, près de la moitié des opérations de *buyout* annoncées sur des entreprises cibles européennes portait sur des entreprises cotées. Cette caractéristique prend à contre-pied l'une des fonctions généralement attribuées au *private equity*, consistant à accompagner la transition vers la sphère cotée d'entreprises à fort potentiel de croissance (par sortie boursière). Cette orientation participe au contraire à une tendance au retrait de la cote (ou *delisting*) de certaines entreprises cotées.

Ce passage à la sphère non cotée d'un nombre croissant d'entreprises peut impliquer une moindre transparence des marchés puisque les entreprises sont ainsi libérées de certaines contraintes en matière d'information des investisseurs.

Notons néanmoins que le LBO ne doit pas être considéré exclusivement sous l'angle d'une spéculation portant sur des entreprises matures au détriment de l'émergence de nouvelles entreprises innovantes.

Le LBO participe aussi à la rationalisation des procédures de transmission d'entreprises. Au cours de la dernière décennie, plus d'un quart des entreprises de moins de 500 salariés ont été reprises. Elles seront 30 % dans ce cas en France à l'horizon de 15 ans. L'explosion de l'industrie du LBO dans les années 1990 est, aussi, directement liée aux enjeux des transmissions d'entreprises et joue un rôle décisif dans la multiplication des micro-groupes. En effet, 60 % des micro-groupes ont à leur tête une holding. En général, le management

de ces structures vise un développement rapide et peut constituer une opportunité en période de démographie vieillissante des chefs d'entreprise, s'il s'agit de moderniser le management d'entreprises familiales et de favoriser une intégration de petites entreprises pouvant déboucher sur des PME de plus grande taille, se dotant de véritables stratégies de développement.

III. Les conditions de mise en place de l'opération

L'acquisition des entreprises avec effet de levier est un mode d'investissement particulier nécessitant des conditions de mise en place spécifiques (Pham et Garcia, 2003).

1. L'environnement économique

Il est de coutume de penser que les LBO connaissent un risque accru en période de basse conjoncture et inversement (Gompers et Lerner, 1998, 2001). La corrélation entre les données macro-économiques et la bonne ou la mauvaise tenue des opérations n'est pas certaine. En revanche, le LBO influence directement la conduite de la politique d'investissement ainsi que la gestion opérationnelle des sociétés reprises.

1.1. Le facteur conjoncturel

Poser le facteur conjoncturel comme facteur de réussite ou d'échec des opérations du LBO revient à rechercher l'influence des facteurs macro-économiques indépendamment de l'action individuelle de chaque gérant en qualité d'investisseur et de chaque manager, en qualité de dirigeant de cible ou groupe de cible.

Une étude a été menée à ce sujet en 2002 par CPR Private Equity. L'analyse consistait, en premier lieu, à tester les relations, d'une part, entre l'évolution des taux et celle de la conjoncture macroéconomique mesurée par la croissance des PIB français et anglais (agrégés sous la forme de moyennes annuelles) et, d'autre part, par les multiples et durations²⁹ des séries d'opérations du fonds sur la période (1985-1995).

67

²⁹ On entend par duration la durée de détention des opérations et la capacité des entreprises cibles à servir des revenus intermédiaires de dividendes et d'intérêts sur les quasi-fonds propres.

Ce croisement de données ne révèle pas de relation clairement définie à l'exception de la forte sensibilité des durations de l'année (n) à la conjoncture de l'année (n+1), ce qui veut dire que la duration de l'année (n) est d'autant plus courte que la conjoncture de l'année suivante (n+1) est bonne.

La corrélation est faible en revanche entre la croissance économique et la performance des fonds. On ne constate pas non plus d'effet retardant significatif.

On en conclut que le multiple de rendement semble indépendant de la conjoncture, et serait uniquement le fait de la qualité de gestion des gérants de fonds. Cette qualité de gestion serait ainsi le fait de la politique de sélection active, de l'accroissement de valeur des cibles. On peut même penser que cette performance serait particulièrement stimulée en période de basse conjoncture³⁰.

1.2. L'impact du facteur industriel sur la politique d'investissements et la gestion des sociétés acquises

L'acquisition de l'entreprise par effet de levier est un important générateur de stress à tous les niveaux de la firme. La réduction des fonds propres opérée par la nature même du montage tend à focaliser l'optimisation de l'ensemble des ressources vers le remboursement de la dette d'acquisition. En ce sens, ce type de montage provoque généralement une rupture positive dans la structure de l'organisation et dans les relations contractuelles de la firme entre dirigeants et apporteurs de ressources. Il est généralement admis que les firmes reprises en LBO, paradoxalement, sur-performent les firmes non reprises et donc non endettées qui appartiennent au même secteur d'activité. De nombreuses études ont démontré cet état de fait aux Etats-Unis (Kaplan, 1989; Wright et al., 1992; Wright et al., 1996; Citron et al. 2003).

En France, Desbrières et Schatt (2002) montrent que la situation est inverse. On constate en effet qu'après l'opération, les investissements réalisés par les firmes reprises en LBO sont plus importants que ceux réalisés par les sociétés du même secteur d'activité. En effet,

68

³⁰ Dans un même ordre d'idée, on constate que les provisions passées par les banques, sur les crédits aux entreprises sont essentiellement le fait de crédits octroyés durant les périodes de conjoncture haute, accroissant leur sélectivité durant les périodes creuses au risque d'accentuer les dépressions en générant des effets de cycles.

la plupart des opérations en France sont le fait de transmissions familiales tandis qu'aux Etats-Unis, l'essentiel provient des restructurations de groupes.

Les deux auteurs ont montré que les firmes indépendantes ont un taux de vieillissement de leurs actifs d'exploitation supérieur à celui des sociétés détachées de groupe. Au-delà de l'effet de rattrapage induit par le comportement des cédants antérieurement à la reprise, l'ensemble des caractéristiques des sociétés reprises se détériore du fait de la destruction des réseaux strictement attachés à l'histoire et à la personnalité du chef d'entreprise et de la modification des relations interpersonnelles au sein de la firme elle-même.

Ces conclusions illustrent particulièrement le fait que le profit d'un LBO se fait, avant tout, en direction des vendeurs, et ce, d'autant plus que l'opération cédée est indépendante et à actionnariat familial.

2. L'examen des qualités requises pour la sélection des cibles

Les montages LBO sont des transactions risquées et complexes qui demandent aux investisseurs repreneurs une analyse très approfondie, préalablement, à leur engagement.

L'entreprise cible doit être étudiée sous tous les aspects de son organisation, et ce à travers des entretiens ou *due diligence*³¹ entre les différents acteurs qui vont agir au cours de l'opération.

Cette étape est fondamentale avant d'entamer un processus de LBO puisqu'il faut détenir toutes les informations stratégiques qui permettront de déterminer les évolutions du secteur et de l'entreprise sur son marché. Grâce à ces entretiens, les repreneurs peuvent évaluer la qualité des données fournies (par rapport à l'activité, aux résultats, au patrimoine, à la situation financière) de manière à estimer la valeur de la cible dans les meilleures conditions.

Par ailleurs, le capital dit immatériel, notamment les brevets, n'est pas négligé mais extrêmement difficile à évaluer de par sa nature. Il faut néanmoins connaître en partie l'image de l'entreprise par rapport à ses partenaires à l'extérieur (les cinq forces de Porter³²) comme à l'intérieur de l'organisation (les collaborateurs).

³¹ Les CIrs doivent effectuer plusieurs contrôles avant de s'engager dans une opération LBO. D'après Chérif (2004), les frais de due diligence et de montage se sont multipliés avec la sophistication des opérations, et absorbent désormais 3 à 5% du montant d'un LBO.

³² Le modèle des cinq forces de Porter (1979) synthétise les facteurs influant sur la performance d'une entreprise par cinq forces :

[•] le pouvoir de négociation des clients ;

Les investisseurs doivent faire face à des *due diligences* de plus en plus onéreux du fait de leur externalisation auprès de cabinets d'audit spécialisés.

Aucune théorie ne permet de déterminer la cible parfaite pour une telle transaction même si l'on peut poser plusieurs caractéristiques à considérer durant ce choix ; le critère essentiel étant que la société rachetée soit capable de générer suffisamment de *cash flow* de manière à pouvoir rembourser la dette engendrée. Cela suppose donc de l'entreprise qu'elle ait une rentabilité élevée dégagée de produits créateurs, de forte valeur ajoutée, sur un marché stable et prévisible à moyen et long terme.

En outre, pour un bon déroulement de la transaction, la dimension managériale doit être prise en compte et suivre une certaine continuité malgré les bouleversements probables que pourrait subir la structure organisationnelle par rapport à l'équipe dirigeante.

Les remontées de dividendes vers la société holding doivent être établies en fonction des flux de trésorerie restants suite aux nécessités de la cible en financements pour son BFR, ses investissements d'exploitation et les dettes éventuellement déjà engagées avant le lancement de l'opération : ce sont les *free cash flows*. Par conséquent, les entreprises disposant d'un faible taux d'endettement et générant des flux de trésorerie disponibles élevés, sont privilégiées.

3. Le facteur juridico-fiscal

Les opérations de LBO ne doivent pas leur réussite qu'au seul levier financier. Lors de la mise en place de la structure d'acquisition de la cible, le facteur juridico-fiscal peut s'avérer particulièrement important puisqu'il peut contraindre ou limiter l'optimisation du montage de certaines opérations.

L'objet d'un LBO est de financer l'acquisition de la cible, essentiellement au moyen des dividendes versés par celle-ci en franchise d'impôt dans le cadre du régime mère fille, ou grâce à la déduction fiscale des frais financiers de la holding liés à la dette d'acquisition,

la menace d'entrants potentiels ;

le pouvoir de négociation des fournisseurs ;

la menace des produits de substitution ;

l'intensité de la concurrence intra sectorielle.

Le poids de ces cinq forces permet de déterminer la capacité des firmes en présence à dégager un profit. Si toutes les forces sont élevées, le profit possible sera limité. A l'inverse, si les forces sont faibles, il est théoriquement possible de dégager un profit important. Le point essentiel consiste donc à hiérarchiser ces forces de manière à déterminer quels sont les facteurs clés de succès dans l'industrie, c'est-à-dire les éléments stratégiques qu'il convient de maîtriser pour obtenir un avantage concurrentiel.

imputables sur le bénéfice de la cible dans le cadre du régime d'intégration fiscale. Ces deux principaux régimes fiscaux, applicables alternativement aux opérations de LBO (le premier est à utiliser lorsque le second ne peut l'être), permettent de minimiser le coût d'opportunité fiscal du montage de l'opération par le gain d'impôt qu'ils procurent.

Lorsque les conditions pour bénéficier du régime de groupe ne peuvent être réunies, le recours à la fusion de la cible et de la holding permet de contourner les contraintes posées par le régime d'intégration fiscale en termes de seuil de participation, de neutralisation des transactions internes ou de réintégration des charges financières. La fusion contribue à l'optimisation financière des montages de LBO en permettant au repreneur de financer l'acquisition, non pas au moyen des bénéfices libérés d'impôts, mais en accédant directement à l'ensemble des ressources financières de la société cible, indépendamment même de la réalisation des profits distribuables.

La fusion entre la cible et la holding permet l'affectation de la totalité des *cashs flow* disponibles de la cible, au lieu de son seul bénéfice distribuable, à la rémunération et au remboursement des emprunts souscrits par la holding de contrôle. La fusion permet donc au montage de LBO d'assumer un niveau d'endettement plus élevé et avantage le plan de financement en supprimant le décalage moyen d'un an entre la distribution du dividende et la réalisation du *cash flow*.

Cette solution, largement répandue dans les pays anglo-saxons, n'est pas exempte de risques juridiques en France, notamment lorsque cette technique est appliquée aussitôt après le rachat.

Au-delà des risques juridiques et fiscaux du montage, des risques de nature financière pèsent également sur l'opération, dans la mesure où, d'une part, s'il existe des actionnaires minoritaires dans le capital de la cible, le rapport d'échange lors de la fusion risque de diluer fortement le niveau de participation des actionnaires majoritaires de la holding, et d'autre part, les prêteurs, créanciers d'une cible dont l'actif supporte un risque économique et financier plus élevé, peuvent, en voyant leurs intérêts compromis par l'opération, demander un remboursement immédiat de leurs créances ou exiger de nouvelles garanties.

La maîtrise de la problématique fiscale ne peut donc être ignorée et il serait fort préjudiciable à tout montage d'opération LBO d'aborder cet aspect de façon ni rigoureuse, ni professionnelle. Elle ne doit pas non plus être exagérée et si le contentieux est rare, c'est

bien parce que la performance des avocats conseils et la sensibilisation des équipes de LBO permettent d'éviter l'essentiel des problèmes susceptibles d'être posés dès la genèse de l'opération. Elle ne doit, cependant, pas faire oublier que la réussite d'un LBO dépend, avant tout, des conditions financières de celui-ci. Les montages cherchant à utiliser un levier essentiellement fiscal ont fait l'objet d'aménagements légaux limitant leur utilisation. L'amendement Charasse est un exemple de cette limitation réglementaire. Mais, comme nous le verrons, l'intérêt financier prime toujours et une construction fiscalement peu optimisée est toujours souhaitable si celle-ci permet la mise en œuvre d'une solution financièrement plus performante.

4. Le facteur managérial

La réussite du LBO suppose l'établissement d'une convergence d'intérêts entre les investisseurs financiers et le management de la cible. Cette convergence ne peut être raisonnablement affirmée, que dans le cadre d'un co-investissement de l'ensemble des parties (Desbrières, 2002).

4.1. Enjeux et problématiques

La réussite du LBO suppose l'établissement d'une convergence d'intérêts entre les investisseurs financiers et le management de la cible. Une communauté d'intérêt réelle et stable ne peut raisonnablement être affirmée que dans le cadre d'un co-investissement de l'ensemble des parties. Il faut savoir motiver, impliquer, inciter mais également sanctionner un management, qui du fait des caractéristiques propres aux sociétés éligibles aux opérations de levier, n'est généralement pas habitué à être mis sous pression sur des périodes relativement longues (théorie des incitations : Laffont, 2002 ; Gibbons, 2005). Le problème ne se pose, bien entendu, pas dans les mêmes termes suivant la nature des opérations, c'est ainsi que la réaction du management ne pourra être identique suivant que l'on traite d'un LBO, d'un LBI ou d'un BIMBO.

Parallèlement aux conditions propres à l'opération (garanties, prix, modalités financières et covenants bancaires) est initiée une négociation propre au management en vue de l'établissement de ce qu'il convient d'appeler un «management package ».

Le management package consiste en un ensemble contractuel définissant :

• Les modalités d'investissement du management.

- Le statut du management.
- Les principes de *corporate governance* qui régiront l'action des dirigeants de la société cible.

Une des principales difficultés de ce type de négociation réside dans le *timing* et l'échéancier des diverses opérations. Il est effectivement difficile d'envisager la conduite d'une négociation relative au *management package* tandis que les négociations avec les vendeurs ne sont pas totalement achevées (prix, dispositions financières, etc.).

Le premier enjeu de la négociation réside dans la fraction du capital allouée au management. Cela suppose donc de définir la quote-part et le niveau d'investissement requis par le management.

L'objectif final doit être la constitution d'un niveau d'implication de chacune des parties qui soit suffisamment significatif pour lier ou tout au moins faire converger leurs intérêts. On imaginera qu'il ne peut être aucunement dans l'intérêt d'un investisseur financier, et par extension des autres prêteurs et financiers, que le management, qui constitue le moteur de l'opération, ne puisse être en mesure d'exprimer la totalité de ses ressources en vue de maximiser la valeur de la cible tout en assurant le remboursement de la dette holding.

Il est d'usage de penser que les risques du projet sont mieux appréciés et partagés lorsque les managers investissent également dans l'opération de LBO.

4.2. Les différents packages proposés aux équipes de management

Dans le cadre des opérations à effet de levier, les fonds de capital investissement proposent des *packages* au management des sociétés dans lesquelles elles investissent, afin de motiver, fidéliser et mobiliser le management sur le succès des opérations. Selon Cherif (2004), différentes formes d'incitation des managers peuvent être identifiées:

❖ Proportionnellement à la taille de la transaction, l'accès au capital par les dirigeants ne dépasse, en général, les 2% voire moins pour les grandes opérations. Cette participation peut atteindre le seuil de 25% dans les LBO de petite taille (*Small cap*).

- ❖ Les stocks options : dont le nombre est indexé sur le TRI de l'opération et leur versement peut être réalisé sur toute la durée du LBO.
- ❖ La participation supplémentaire à la sortie ou « *ratchet* » : Ce mécanisme fonctionne à l'aide de bons de souscription d'actions (BSA) et s'applique à partir du moment où le capital investisseur réalise un niveau de plus-value seuil. Exemple : toute plus-value au delà d'un TRI de 25%, sera partagée à raison de 30% au profit du management et 70% au profit du capital investisseur.
- Le sweet equity : Ce mécanisme confère au management un effet de multiplication entre les montants qu'il investit et la part du capital détenu. Le sweet equity est un système qui permet aux financiers d'accorder aux managers une fraction de leurs plus-values par le biais de montages spécifiques, souvent à base d'obligations convertibles. A l'inverse des stocks options, ce ne sont pas les managers mais plutôt les financiers qui prennent l'initiative d'exercer ou non ce droit. Toutefois, le sweet equity est potentiellement beaucoup plus rémunérateur.
- L'envy ratio qui mesure le rapport entre le coût du capital pour le management et le coût du capital pour le fonds, s'inscrit généralement dans une fourchette comprise entre 1,5 et 8. Les investisseurs peuvent acheter au départ les actions avec une prime d'émission. Ces actions peuvent être récupérées par les mangers, constituant ainsi un nombre d'actions supérieur à celui auquel ils auraient droit compte tenu de leur investissement financier.

IV. Le financement de la cible dans les montages LBO

La difficulté rencontrée dans les opérations LBO, est de réaliser un montage équilibré qui permet, d'une part, à la cible de faire face à ses investissements afin d'assurer sa croissance et sa rentabilité, et d'autre part, à la holding de faire face à ses engagements bancaires.

1. Les fonds propres

Une partie du financement doit être apportée par les initiateurs de l'opération. Ces capitaux propres donnent juridiquement la propriété de la holding aux apporteurs de capitaux. Cet apport en capital peut se faire en numéraire mais peut également se réaliser sous la forme d'un apport d'actifs. Cela peut être le cas quand le vendeur souhaite rester dans le capital de la société après l'opération de LBO. Le vendeur apporte alors une partie

des titres de la société cible. Cette méthode est d'ailleurs fiscalement avantageuse puisqu'elle permet une exonération des impôts relatifs à la cession des LBO. Il est préférable que la grande majorité du capital soit apportée en numéraire car un apport d'actif et, notamment, de titres comporte une dimension subjective à savoir le fait que la valeur de ses actifs dépend de la valorisation de l'entreprise. Si la valorisation de l'entreprise est forte, l'apport de titres sera moins important. Dans tous les cas, la valeur de l'apport des titres à la holding doit faire l'objet d'une validation d'un commissaire aux apports. Celui-ci est un expert comptable, commissaire aux comptes agréé, nommé par le tribunal de commerce dont dépend la holding (*NewCo*).

La production du rapport du commissaire aux apports fait partie de la documentation juridique généralement exigée par les banques au moment du *closing* pour le décaissement des fonds.

L'article d'Axelson et *al.* (2007) constitue l'étude de référence en matière de structure financière des transactions de LBO. En rassemblant des données exhaustives de sources diverses, il apparaît que sur les dix dernières années, en Europe comme aux États-Unis, les fonds propres apportés par les fonds LBO couvrent autour de 30 % le prix d'acquisition, le complément étant apporté par différentes formes de dette.

2. Financement par la dette

Le financement des opérations LBO repose en grande partie sur l'endettement (figure 15). Celui-ci est véhiculé par des dettes ayant des priorités de remboursement différentes et des risques et des rémunérations croissantes.

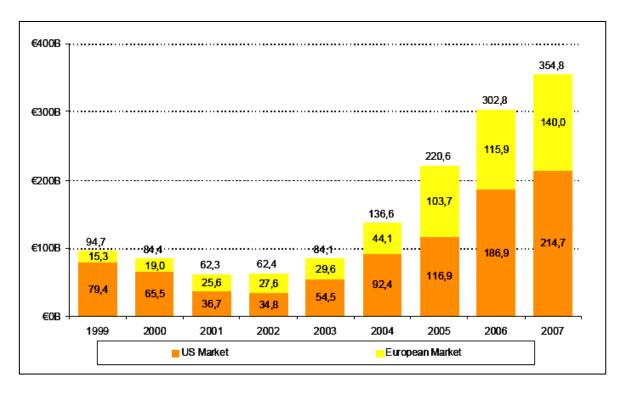


Figure 15: Emissions de prêts dans le cadre des opérations LBO (Standard and Poor's LCD, 2008)

2.1. La dette senior

Ce financement bancaire à terme représente la majeure partie de l'endettement et donc du financement permettant à la holding d'acquérir les titres de la cible. La dette senior représente généralement un montant compris entre 3 et 5 fois l'Excédent Brut d'Exploitation (EBE) de la cible. Cette dette est généralement composée d'une tranche A amortissable progressivement sur 7 ans, d'une tranche B remboursable *in fine* sur 8 ans et d'une tranche C remboursable *in fine* sur 9 ans. On commence à voir apparaître, dans certaines transactions, des tranches D dont le remboursement est effectué *in fine* sur 10 ans (tableau 2).

Tableau 2: Dettes seniors (Ashurst LBO Manual)

	Senior A	Senior B	Senior C	Senior D
Type	Amortissable	In fine	In fine	In fine
Taux	200 à 225 pb	250 à 275 pb	300 à 325 pb	375 à 400 pb
Maturité	7 ans	8 ans	9 ans	10 ans

Aujourd'hui, les investisseurs en dette LBO recherchent de plus en plus des tranches de financement non amortissables, afin de réduire la pression sur la trésorerie de la cible et d'améliorer leur EBITDA ainsi que leur effet de levier. La tranche A amortissable tend à se réduire au profit des tranches B et C remboursables *in fine* (figure 16).

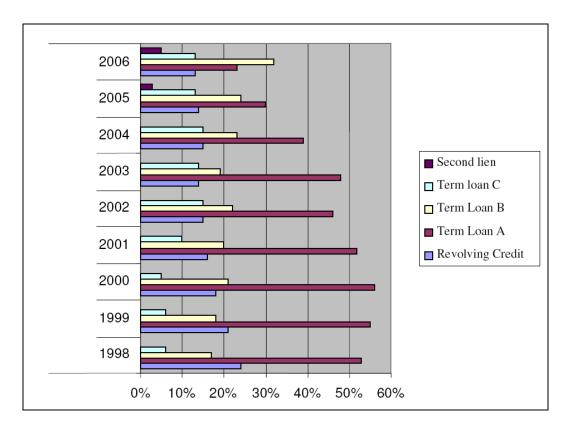


Figure 16: Structure des emprunts bancaires dans les opérations LBO en Europe (Standard and Poor's LCD, 2007)

Cette structuration en différentes tranches prévoit donc des modalités de remboursement et des coûts différents (entre 2% et 3,25% de marge). Le coût de la dette senior est cependant globalement en baisse. En 2004, les tranches A, B et C affichaient des *pricings* standards de 225; 275 et 325 points de base. En 2006, ces mêmes tranches se situaient respectivement à 225; 250 et 300 points de base. Sur le marché français du LBO, les professionnels observent même des *pricings* inférieurs à 200 points de base pour la tranche A.

2.2. Le financement de second lien

Il s'agit d'un produit intermédiaire entre la dette senior et la mezzanine senior. Le remboursement est *in fine*. La maturité est plus longue que celle de la dette senior. Sa rémunération est supérieure.

Les prêteurs de second lien sont subordonnés aux prêteurs seniors dans les droits sur le produit de la réalisation des sûretés ce qui signifie que le remboursement du financement de second lien ne pourra avoir lieu que si le prêt senior aura été lui-même remboursé.

2.3. La dette mezzanine

Il s'agit d'un financement hybride entre dette senior et fonds propres. La dette mezzanine prend souvent la forme d'obligations convertibles (OC) ou d'obligations adossées à des bons de souscription d'action (OBSA) qui permettent donc aux prêteurs d'accéder à terme à une partie du capital de la société. Le remboursement de la dette mezzanine intervient *in fine* après le remboursement de la dette senior. Les sommes débloquées dans le cadre de la dette mezzanine doivent permettre d'atteindre, en prenant en compte la dette senior, un endettement total égal à environ 4 à 7 fois l'EBE.

Selon les chiffres fournis par Axelson et *al.* (2007), l'emprunt senior atteint en moyenne 4,5 fois l'EBITDA alors que l'emprunt mezzanine permet d'augmenter ce ratio en moyenne à 5,5.

La maturité de la dette mezzanine est généralement supérieure à 10 ans. Elle permet souvent de boucler le financement de la transaction dans la mesure où ce financement concilie à la fois les intérêts du prêteur senior (la banque) et les intérêts de l'investisseur en capital.

La dette mezzanine doit offrir aux actionnaires la caractéristique d'une ressource moins rémunérée que le capital action, de sorte que l'effet de levier puisse jouer. Mais elle doit également garantir aux banques que le risque de non remboursement de l'emprunt ne sera pas accru. Ainsi, la dette mezzanine peut se présenter comme une solution de compromis élaborée par les actionnaires et les banques pour concilier leurs intérêts respectifs.

En France, la dette mezzanine est principalement structurée sous forme d'émission obligataire. Cette forme d'émission permet, notamment, la participation des intervenants non bancaires aux LBO.

La rémunération des mezzaneurs est généralement complétée par un intérêt annuel et capitalisé payé *in fine* que les anglo-saxons dénomment « Payement In Kind » (PIK).

Récemment, la concurrence accrue de la dette senior sécurisée et cette dette subordonnée PIK a permis aux banques de faire pression sur les leviers de la dette tout en diminuant le coût du capital et a entraîné la réduction de la part de la dette mezzanine. Selon l'agence de notation Fitchrating, la proportion de dette mezzanine dans un financement de LBO a reculé à 9,9% au premier trimestre 2007 par rapport à 12,9% en 2006. Malgré un niveau d'émission record en 2006, le montant de la dette mezzanine émise est resté inchangé au

premier trimestre 2007 par rapport à 2006. Dans de nombreux cas, la dette mezzanine s'est vue refinancée par de la dette PIK (Panrico, Findus, Travelex...).

Plus le levier d'endettement sera fort, plus une dette mezzanine s'imposera, non pas seulement dans le but de boucler les financements avec le minimum de capital, mais de donner une marge de sécurité suffisante à l'opération. Par contre, si le levier est faible ou modéré au regard des *cash-flows* disponibles de la cible, l'introduction d'un financement mezzanine ne s'imposera pas car il coûte plus cher en intérêts et rogne la part de capital attribuée aux investisseurs.

2.4. Les High Yield Bonds (HYB)

Il s'agit d'obligations à haut rendement utilisées dans une opération de *buyout* de taille importante. Leur particularité est d'apporter un rendement supérieur aux produits traditionnels (OC, BSA, ABSA...) avec un risque inférieur car ils sont syndiqués entre plusieurs dizaines d'investisseurs. Par ailleurs, ces titres qui sont des obligations ne donnent pas accès au capital.

Ce financement présente l'avantage de n'être remboursable qu'*in fine* après une durée de 8 à 10 ans. Le remboursement n'est assuré que si la dette senior a été elle-même remboursée. Les HYB offrent la possibilité aux investisseurs de recourir au marché pour financer une partie de l'acquisition. Cet emprunt obligataire est alors assorti d'un coupon très élevé, le plus souvent supérieur à 200 points de base. Cet instrument permet de financer une opération avec une dilution plus faible qu'une mezzanine.

2.5. Les lignes de crédits

L'émission de la dette d'acquisition peut être assortie de lignes de crédits destinées à financer les besoins en fonds de roulement de la cible et les politiques d'acquisitions et de développements.

Le crédit revolving aussi appelé *Revolving Credit Facility* (RCF), est une facilité de caisse dimensionnée de manière à financer l'activité courante de l'entreprise. Il est négocié selon le type d'activité et les besoins de la société. Cette ligne de crédit, inférieure à la dette d'acquisition, est traditionnellement ajustée en fonction de la saisonnalité des besoins en fonds de roulement. Elle doit être remboursée une fois dans l'année : cela répond au

principe de financement à court terme et plus particulièrement à la clause «clean down» qui sert à démontrer au banquier que l'entreprise possède la capacité de remboursement de cette dette dans le cycle normal de son activité. Quant à son coût, il se rapproche étroitement de celui de la tranche A de la dette senior avec un taux d'intérêt variable de type EURIBOR plus 225 points de base³³. Pourtant, certains financements atteignent 175 points de base.

Le RCF peut être accompagné d'une ligne de crédit d'acquisition, dite *CapEx Line*. Elle a pour vocation le financement d'acquisitions futures, de développements, ou bien même de restructurations. La *Capex Line* fait bien entendu l'objet de clauses spécifiques notamment concernant la méthode de validation du tirage et la nature des acquisitions autorisées.

En général, sa maturité est de 7 ans, avec une disponibilité au tirage sur 4 ans, remboursable sur 3 ans. Le prix d'une ligne de crédit d'acquisition est assimilé à un prêt de type senior A. Elle peut, dans certains cas, être plus onéreuse.

Les lignes de crédits, tout comme la dette senior, prévoient une clause « *Pari Passu* », aussi appelée « *Negative Pledge* » ou « traitement égal », empêchant l'entreprise de contracter une dette auprès de nouveaux créanciers avec la même garantie sans en faire bénéficier les créanciers antérieurs, et ce au même rang.

3. La remontée exceptionnelle de dividende

La société cible dispose généralement d'une trésorerie. En fonction du niveau de celle-ci, l'acquéreur peut envisager de s'en servir pour financer l'opération. Cependant cette utilisation de trésorerie ne doit pas mettre en danger l'exploitation. L'acquéreur doit prendre soin de n'utiliser que la part de trésorerie qui représente une accumulation pure de richesse, il ne doit pas utiliser la partie de la trésorerie qui sert à financer le cycle d'exploitation. L'utilisation de cette trésorerie va donc passer par la distribution d'un dividende exceptionnel au nouvel acquéreur.

Taux EURIBOR (1AN): environ 2,259% en février 2009

2

³³ L'EURIBOR est, avec l'EONIA, l'un des deux principaux taux de référence du marché monétaire de la zone euro. Son nom est formé à partir de la contraction des mots anglais *Euro interbank offered rate*, soit en français : taux interbancaire offert en euro.

Le financement d'un LBO peut se réaliser en partie par l'utilisation des réserves distribuables. La trésorerie utilisée dans ce genre d'opération correspond généralement à la part de réserve distribuable en franchise de précompte. Ceci permet de ne pas payer d'impôts sur la remontée de dividendes.

4. La vente d'actif

Il s'agit de céder un actif de la société cible pour en financer partiellement l'acquisition. Il peut s'agir par exemple de bâtiments que l'entreprise n'utilise pas. L'entreprise perçoit alors le montant de la cession et réalise une remontée de dividende au niveau de l'acquéreur.

5. Le crédit vendeur

D'après Beaulac (1989), le vendeur de la société cible peut assurer tout ou partie du financement de l'opération de rachat. Il peut garder une participation minoritaire dans la société cible ou même acheter des actions de la société holding. Cette technique consiste à transformer une partie du paiement de la société cible en un prêt par le vendeur. Cette méthode a un intérêt particulier pour l'acheteur car elle lui permet d'impliquer le vendeur dans le processus de reprise.

En effet, si l'opération finit par échouer, ce qui se traduirait par une incapacité de la société à rembourser les emprunts contractés, l'acquéreur ne serait donc aussi plus en mesure de rembourser le prêt concédé par le vendeur. En utilisant le crédit vendeur, celui-ci pense que l'opération est réalisable. D'autre part, cette technique permet généralement au vendeur d'obtenir un prix élevé puisqu'il accorde à l'acquéreur des facilités de financements. En terme de durée, ces dernières sont variables mais plus la durée du prêt est longue, plus le vendeur supporte un risque important. C'est un moyen d'influer sur le prix de l'acquisition, tout comme le taux d'intérêt.

6. La titrisation : un financement hybride

Les techniques de financements sont en évolution constante. Les opérations du LBO recourent de plus en plus à des titrisations et à des financements hybrides.

La titrisation est une technique financière qui consiste à transformer des actifs non liquides en titres liquides. L'entreprise lève des capitaux (émission de titres) sur la base des flux financiers qui seront générés dans l'avenir par des actifs tout en conservant la gestion

quotidienne de ces actifs. Ces flux financiers générés par l'actif serviront de base au remboursement des titres.

La présence d'une option de financement de la dette senior LBO, représentée par la titrisation des actifs de la cible, modifie le schéma de hiérarchisation des sources de financement proposé par Myers (1984) (figure 17) :

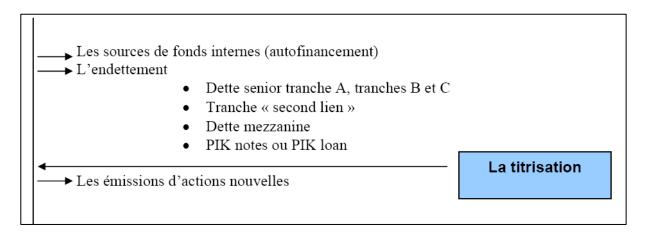


Figure 17: Hiérarchisation des sources de financement (Cadiou et Morvan, 2005)

La titrisation permet aux entreprises d'avoir accès à de nouvelles formes de financement. L'entreprise doit cependant disposer d'actifs de qualité pour avoir recours à ce type de montage. La tendance générale est donc au mélange des techniques de financements classiques LBO avec celles de financement d'infrastructures, de projets ou d'actifs immobiliers. Ces financements hybrides ont le vent en poupe dans la mesure où ils ont un coût moins élevé et permettent d'obtenir un effet de levier plus important. Les marges de titrisation (entre 0,8 et 1%) ou de prêts hypothécaires (entre 1 et 1,2%) sont largement inférieures aux marges d'un crédit revolving à 2% ou aux marges des dettes seniors.

Parmi les types de transactions de titrisation où les actifs sont des créances quelconques sur des entreprises, on trouve notamment les CDO ou *Collateralised Debt Obligations*. Ces derniers sont déclinables en *Collateralised Bond Obligations* (CBO où les actifs titrisés sont des obligations) et en *Collateralised Loan Obligations* (CLO où les actifs titrisés sont des crédits).

V. La sécurité des montages dans les opérations LBO

La complexité et le niveau de risque d'une opération LBO nécessitent la mise en place d'un cadre juridique contractuel très précis. C'est pourquoi, les contrats de financement sont primordiaux dans une telle opération et définissent, par un certain nombre de limites imposées, le cadre économique et financier dans lequel devront s'inscrire les performances du groupe

1. Les garanties du banquier Senior

Le financement d'opérations de LBO est considéré par le banquier comme un investissement particulièrement risqué. En effet, le volume de la dette contractée représente un montant élevé auquel s'ajoute l'obligation d'assurer la réalisation des objectifs prévisionnels du *business plan*.

Le banquier cherche tout naturellement à se prémunir d'un risque de non remboursement.

Cependant, le montage dans une opération LBO pose la problématique suivante : pour faire l'acquisition de la société cible, la holding s'endette en qualité d'unique responsable. Or, cette entité, destinée à prendre le contrôle de l'entreprise visée, ne possède généralement que très peu d'actifs tangibles. Contrairement aux réglementations américaines et anglaises, le droit français interdit à toute société de donner ses actifs en garantie des engagements financiers pris pour l'acquisition de ses propres actions. La banque, ne pouvant prendre en garantie, que les biens possédés par la holding d'acquisition, son choix se limite naturellement au nantissement des titres de la cible.

Il est cependant délicat d'exercer une telle garantie en cas de défaut de l'emprunteur, le nantissement permet à la banque de prendre le contrôle de l'entreprise, la rendant responsable de l'activité de cette dernière, ainsi que de ses dettes envers tous les créanciers. Par conséquent, en cas de faillite, la responsabilité du banquier pourra être engagée, notamment en vue de combler le passif de l'entreprise. Il est donc rare que la banque jouisse de sa garantie en cas d'échec de la reprise. Elle n'usera de ce droit que dans la situation particulière où elle estime l'activité de l'entreprise redressable.

Le management a un impact considérable sur la bonne gestion de l'entreprise, et par conséquent sur la réalisation des prévisions de résultats. C'est pourquoi le banquier couvre généralement ses positions à l'aide d'une garantie supplémentaire : une assurance décès sur la personne du repreneur, couvrant au moins 50% du prêt.

On constate que les garanties prises sur la dette d'acquisition de la holding ne présentent pas une réelle efficacité. Cependant, l'entreprise est signataire des différentes lignes de crédits, servant à financer son activité courante et sa politique de développement. La banque peut alors garantir une partie de la dette grâce aux biens tangibles de la cible.

Enfin, le mécanisme du « *Debt Push Down* » permet de lever les inquiétudes du banquier quant à la garantie de la dette Senior. En France, cette technique est utilisée lorsque la holding et la société cible ne bénéficient pas de l'intégration fiscale³⁴, c'est-à-dire lorsque la holding de reprise détient moins de 95% de la cible. En effet, si la seule garantie de la holding réside dans le nantissement des titres de la cible, il est possible ultérieurement d'endetter la société cible du même montant que celui de la dette d'acquisition de la holding, à l'aide de techniques d'ingénierie financière accrues. L'entreprise va par la suite verser un dividende exceptionnel à la holding d'acquisition, qui aura pour but d'annuler la dette de cette dernière. Cette manœuvre peut donc servir à garantir l'emprunt bancaire grâce aux actifs de la cible.

La banque utilisera ensuite deux outils de limitation et de répartition du risque, respectivement les clauses contractuelles ou covenants, qui formeront le « *term sheet*», et la syndication, à laquelle s'ajoutera la titrisation de la dette.

2. Les clauses contractuelles ou covenants

Des clauses contractuelles ou covenants sont signées entre le banquier et le repreneur. Ces conditions ont pour but de contrôler l'activité de l'entreprise afin de prévenir toute difficulté dans la gestion de cette dernière, elles jouent un rôle préventif. En vue d'une communication transparente de l'entreprise vis-à-vis des prêteurs, la cible doit respecter une clause d'information. L'emprunteur s'engage à fournir à la banque l'ensemble de ses comptes certifiés, ainsi qu'un ensemble d'informations sur les activités de l'entreprise, son développement, ses prévisions, etc. La banque peut alors apprécier la

³⁴ L'intégration fiscale permet de situer la dette au même niveau que les *cash flows*, servant au remboursement de cette dernière. Rappelons que l'intérêt de situer la dette d'acquisition au niveau de la cible est principalement fiscal, les intérêts d'emprunts pouvant être déduits du résultat, minimisant ainsi l'impôt sur les sociétés.

santé actuelle de la société et possède aussi une visibilité à plus ou moins long terme, lui permettant d'évaluer l'évolution de la société cible.

Les multiples d'acquisition et d'endettement des opérations LBO rendent le montage des financements de plus en plus tendu. Une clause de limitation d'endettement encadre la politique d'endettement de l'entreprise : la holding de reprise ne peut pas souscrire d'emprunts supplémentaires. Quant au développement de la société cible, il est maîtrisé par un encadrement ferme des lignes de crédits accordées par les banquiers. Ces derniers déterminent le montant alloué à l'activité courante de l'entreprise, ainsi que des conditions très précises concernant la politique d'acquisition.

La banque se couvre contre toute dissolution des biens du groupe ou une gestion non maîtrisée des sur-plus engendrés par la réussite financière de l'entreprise. Ainsi, la clause de non aliénation des biens du groupe, protège la banque contre la cession ou la mise en gage d'actifs du groupe en dehors de l'activité normale de l'entreprise.

De plus, la clause dite de «Excess Cash Flow », garantit au banquier que toute augmentation du résultat en dehors des prévisions faites dans le business plan de reprise, donnera lieu au remboursement de la dette senior. Le banquier senior est donc prioritaire sur tout autre emploi des fonds pour l'entreprise, mais aussi devant les actionnaires. En effet, la clause de non versement des dividendes empêche le repreneur de verser des dividendes à ses actionnaires avant que la dette bancaire ne soit remboursée.

Enfin, la qualité du management et des investisseurs étant un atout majeur pour la réussite de l'entreprise, il existe une clause d'interdiction de modification de l'actionnariat, destinée à protéger l'ensemble des investisseurs de l'opération.

Les repreneurs doivent rendre des comptes aux banques sur la gestion de l'entreprise dans son ensemble. Le banquier, quant à lui, doit faire valider le projet par le comité de crédit qui est l'organe décisionnaire pour l'octroi d'emprunts bancaires.

3. Le comité de crédit

C'est l'organe de décision bancaire qui se prononce sur le refus ou l'acceptation d'un dossier. Le comité de crédit est composé d'un groupe restreint de personnes spécialisées dans les différents secteurs de la banque (engagement, risque, gestion). Ces personnes, après étude des dossiers, émettent un avis favorable ou défavorable; elles

peuvent aussi ajourner un dossier pour avoir des informations complémentaires sur un dossier ensuite repasser en comité de crédit pour une deuxième lecture. De manière naturelle, le comité de crédit analyse tous les risques liés au projet, ainsi que les mesures pour les réduire. Tous les éléments sont pris en compte :

- le marché (compétition, leaders, croissance, prévisions)
- le « business » (activité, division, forces)
- les aspects financiers (historique, projections, modèle)
- la structure financière et les ratios (*Fixed charge cover ratio*, risque de refinancement)
- le management (performance historique, fiabilité)
- le sponsor (relation banque client historique)

En parallèle, le comité regarde avec attention l'avis du « *credit officer* ». Il s'agit de se convaincre de la viabilité de l'opération. Une fois que le risque est mesuré, il est nécessaire de le répartir. Ainsi entre en jeu la syndication.

4. La syndication

La répartition du risque n'est pas propre au financement LBO, elle est utilisée pour couvrir tout financement de crédit. Elle joue un rôle primordial dans la stratégie de financement des banques qui répartissent le risque auprès d'autres banquiers et investisseurs professionnels.

Ces dernières syndiquent 80% de leurs expositions sur les plus grosses transactions dans les 120 jours suivant l'opération. Cette répartition du risque peut prendre la forme d'un partage des responsabilités avec d'autres banquiers, c'est le rôle de la syndication. celle-ci joue deux rôles dans la répartition du risque de crédit. Elle permet à la banque prêteuse de fonds de répartir le risque auprès d'autres institutions bancaires qui elles, trouvent leur intérêt en participant au financement de projets pour lesquels elles n'ont pas été préalablement sollicités.

Le financement LBO demande la mobilisation de fonds importants, la syndication permet de répondre à ces besoins³⁵.

 $^{^{35}}$ Notons que les LBO représentent 10% du volume global des crédits syndiqués.

On distingue deux types de syndication bancaire, directe et indirecte :

- On parle de syndication directe ou « immédiate » lorsque l'ensemble des banques qui participent au financement signe la documentation contractuelle régissant les rapports entres les banques et l'emprunteur, mais aussi entre les banques. Ces dernières sont regroupées autour d'un agent du crédit qui dirige les opérations. Lors d'une syndication directe, chaque établissement bancaire accorde un prêt au repreneur à hauteur d'un certain montant, calculé en pourcentage ou en nominal du montant total du crédit.
- A contrario, lorsqu'une ou plusieurs banques couvrent et structurent l'ensemble de la dette d'une opération avant de la syndiquer auprès d'autres banques et investisseurs institutionnels, on parle de syndication indirecte et de sous-syndication.

La rémunération des banques dans le cadre de la syndication se divise comme suit : à la signature, une commission de direction, appelée « management fee », est versée aux arrangeurs. Elle est comprise entre 0.25 et 0.5% du prêt. Une commission de garantie (underwriting fee) leur est aussi versée dans une proportion similaire. Enfin, la commission de participation, comprise entre 0.25 et 0.5% du prêt, est versée aux prêteurs.

Viennent ensuite les commissions annuelles, commission d'engagement (*commitment fees*), calculée au *prorata temporis* sur le capital non tiré (généralement 0.25 à 0.5% par an) et la commission d'agent (*agent fee ou agency fee*) en général 1 point de base par an ou un montant fixe (Bouretz, 2005).

On constate, depuis quelques années, une augmentation de la mise en compétition des banques par le biais d'appels d'offres. Cette technique se retrouve notamment lors du premier LBO, afin d'obtenir des crédits moins chers en termes de marge et commission de non utilisation, ainsi qu'un allégement de la documentation contractuelle avec la suppression, notamment, des clauses dites de défaut croisé (*Cross default*), d'engagements de ne pas faire « *negative covenants* », de remboursement anticipé obligatoire en cas de cession d'actifs et des clauses relatives aux ratios financiers. Lors des LBO secondaires, ce type de négociations s'organise avec les partenaires bancaires ayant déjà soutenu l'entreprise auparavant, on parle d'appels d'offres fermés.

La figure 18 permet de schématiser l'ensemble des moyens mis en œuvre par les prêteurs afin de sécuriser leurs apports et répartir leurs risques.

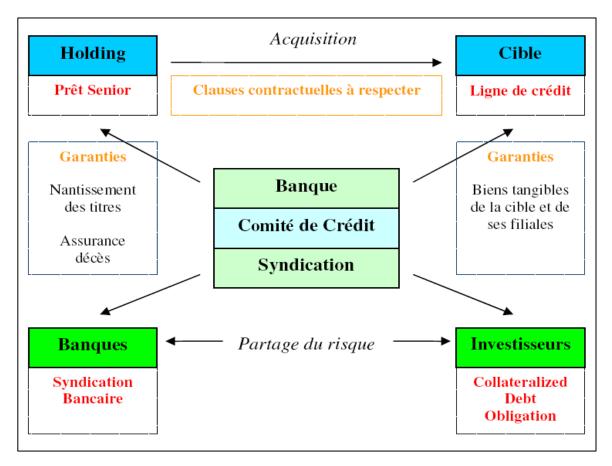


Figure 18: Schéma récapitulatif de la sécurité des montages LBO (De La Rochebrochard, 2007)

VI. Le débouclage du LBO

Le débouclage de l'opération est une donnée essentielle dans un LBO. Il est fréquent qu'une transaction butte sur une question de sortie et que les investisseurs renoncent à acquérir une cible uniquement parce qu'ils ne sont pas certains de pouvoir revendre leur participation dans un délai raisonnable. Généralement, les CIrs prévoient et organisent la sortie dans les moindres détails au moment de la rédaction du pacte d'actionnaires.

L'AFIC a produit sur ce sujet plusieurs études, la plus récente montre un ralentissement important (-44%) du nombre des cessions au cours de l'année 2008 (figure 19).

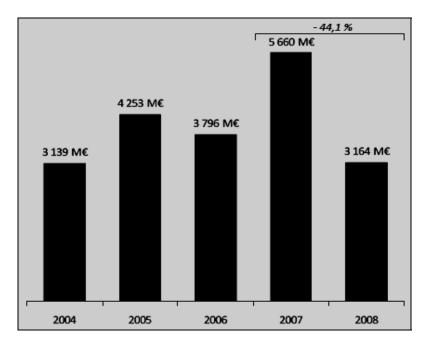


Figure 19: Historique des montant de sorties en M€ (2004-2008), (AFIC 2009)

Pour analyser les modes de débouclage des opérations LBO, il convient de faire la distinction selon qu'il s'agit d'un succès ou d'un échec de l'opération.

1. Cas de la réussite de l'opération

Une des rares études menées en France (Desbrières, 1997) a montré que les sorties LBO sont encore rares en France, et ce, pour deux raisons. La première raison est que la plupart des opérations de LBO étant effectuées en France sur des entreprises familiales, les repreneurs veulent alors conserver le contrôle de l'entreprise. La deuxième raison est que les moyens de sortie en France sont limités. En cas de succès, le cas où après quelques années de la transaction les performances de la cible ont été satisfaisantes et ont permis le remboursement de la dette senior, le type de sortie le plus fréquent est celui de la cession des titres détenus par les financiers à un tiers acquéreur. Cette cession se conforme aux règles du droit concernant les cessions de titres de sociétés de gré à gré et au pacte d'actionnaires. D'autres formules sont moins fréquentes que la cession de gré à gré : l'introduction en Bourse et le LBO secondaire.

1.1. La sortie d'un montage LBO sans ré-endettement : La fusion rapide dans le cadre d'un LBO

Une fois l'opération de reprise réalisée, l'idée de procéder à la fusion entre la société rachetée et la société holding peut être séduisante.

La fusion rapide entre la cible et la holding est une technique de fusion-absorption entre la société cible et la holding de reprise qui permet la consolidation du passif de la holding provenant des emprunts contractés, avec les actifs et les revenus de la société cible. La fusion rapide de la holding et de la cible, généralement évoquée en début d'opération, permet de récupérer rapidement la trésorerie disponible pour rembourser les relais et consentir les garanties nécessaires. De nombreux avantages sont allégués à ce genre d'opération.

La fusion entre la société rachetée et la holding qui la contrôle permet, au plan fiscal, d'aboutir à un résultat comparable à celui de l'intégration fiscale. Les intérêts versés par la holding viendront en déduction des résultats de la société rachetée, puisqu'il y aura une seule et même personne morale.

Par ailleurs, la fusion permet, sur le plan financier, d'utiliser tout le *cash flow* de la société rachetée donc toutes les liquidités que cette dernière génèrera.

La fusion présente ainsi un intérêt double. D'une part, elle permet à la holding d'utiliser des *cash flows* auxquels elle ne peut accéder. En effet, en dehors d'une opération de fusion, seuls les dividendes peuvent remonter jusqu'à la holding, lesquels sont en plus, distribués avec un décalage moyen d'un an au moins. D'autre part, elle permet d'affecter les biens de la société rachetée à la garantie des emprunts contractés pour l'acquisition.

Les risques juridiques afférents à ce type d'opération sont toutefois nombreux tant en matière fiscale que pénale. Ces contraintes juridiques découlent notamment des dispositions de l'article L. 225-216 du Code de commerce ainsi que de la jurisprudence relative à cette matière et qui, à maintes reprises, fait référence à la fraude à la loi et l'abus de majorité ou de pouvoir.

En effet, en cas de fusion rapide, l'administration fiscale peut contester la déductibilité des frais financiers des prêts contractés par la holding en arguant que la société rachetée n'a aucun intérêt à fusionner avec sa holding de reprise puisqu'elle ne récupère que de

l'endettement supplémentaire et que la fusion lui a été imposée par son actionnaire majoritaire qui est la société holding³⁶.

Juridiquement, au-delà du respect de la procédure propre aux fusions, une fusion rapide post LBO pose le problème de la loi 1966 qui interdit à une société de donner des garanties pour racheter ses propres actions. Or, les créanciers de la holding vont prendre en garantie les actions de la société cible et, souvent après la fusion cible/holding, les actifs de la cible.

Il convient de noter enfin, que s'il existe des minoritaires au niveau de la société rachetée, une fusion rapide va entraîner une dilution très forte du contrôle des actionnaires de la holding puisque la valeur de ses capitaux propres, compte tenu de sa dette, est petite par rapport à la valeur de la société rachetée.

1.2. La sortie en Bourse

L'introduction en Bourse d'une entreprise acquise par financement avec effet de levier est une issue logique du LBO lorsque l'entreprise est rentable et possède encore des perspectives de croissance. Cette solution est un indicateur de réussite du LBO dans la mesure où elle assure la pérennité de l'entreprise qui pourra ainsi recourir à l'épargne publique pour financer sa croissance avec comme effets positifs l'image de marque et de crédibilité que l'introduction en Bourse lui apporte, tout en permettant à l'investisseur de réaliser le rendement de tout ou partie des fonds investis (Jenkinson et Ljungqvist, 2001).

En France, cette issue n'est cependant envisageable que si les conditions du marché boursier sont favorables et permettent de valoriser l'entreprise à un prix attractif. Or, elle se heurte souvent à la difficulté technique des conditions d'introduction de l'entreprise sur le marché boursier et à la conjoncture économique, compte tenu de la morosité chronique du marché boursier français (Black et Gilson, 1998).

subsistant au moment de la fusion par rapport au financement initial, l'exercice ou non par la société cessionnaire avant la fusion d'une activité autre que la détention des titres de la société acquise.

³⁶ En application de la doctrine administrative exposée dans l'instruction du 3 août 2000 (BOI 4-I-2-00 § 17), une opération d'acquisition d'une société suivie de sa fusion peut être remise en cause sur le fondement notamment de l'acte anormal de gestion. La qualification fiscale de l'opération doit résulter de la prise en considération d'un faisceau d'indices cumulatifs ou alternatifs, parmi lesquels le délai séparant l'acquisition de la fusion, le niveau de capitalisation de la société holding de reprise, l'importance des dettes d'acquisition

En effet, dans le contexte du marché boursier français, bien moins développé que ceux du monde anglo-saxon, la revente en Bourse d'une fraction réellement substantielle du capital d'une petite entreprise est quasi impossible. Donc, cette sortie ne permet pas réellement à l'investisseur de réaliser sa plus-value puisque s'agissant de LBO portant sur des sociétés appartenant très souvent à l'économie traditionnelle, le marché boursier n'est pas intéressé par ces petites capitalisations aussi bien sur le marché français que sur les places étrangères.

Ainsi, la sortie en Bourse reste aléatoire et rare, mais pas impossible. En juin 2005, l'exfiliale d'Alcatel, Saft, vendue en janvier 2004 à un fonds d'investissement britannique, est revenue en Bourse beaucoup plus tôt que prévu. Le fonds en question (Doughty Hanson) s'est fixé un horizon de quatre années pour remettre Saft en Bourse, mais la hausse des résultats en 2004 ainsi que l'assez bonne conjoncture boursière à ce moment permettent d'avancer radicalement le calendrier.

Le tableau 3 retrace l'évolution des sorties en Bourse entre 2000 et 2006 sur Euronext Paris.

Tableau 3: Evolution des sorties de Bourse sur Euronext Paris (2000-2006) par type d'opération (Euronext)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Opérations industrielles	25	17	24	10	12	25	18
Opérations intra-groupe	26	20	22	16	20	4	6
Public to private	5	5	6	10	4	2	2
Autres cas	14	10	15	12	10	8	6
Total valeurs françaises	70	52	67	48	46	39	32
Total valeurs étrangères	23	18	8	16	7	21	19
Total	93	70	75	64	53	60	51

1.3. La sortie du LBO par la cession à un industriel

Ce type de sortie est classique pour un LBO et consiste en la revente de la société cible à un concurrent ou à tout autre groupe intéressé par une intégration horizontale ou verticale de ses activités.

C'est dans cette configuration que 100% du capital peuvent être mobilisés, tandis que la valorisation des synergies de rapprochement permet de maximiser le prix de vente.

Solution rémunératrice pour l'investisseur financier dans la mesure où l'industriel concurrent est enclin à offrir un bon prix de rachat pour réaliser sa politique de croissance.

Les industriels, surtout les groupes cotés, restent une cible importante pour la sortie de l'investissement, en particulier quand l'introduction en Bourse parait impossible.

Cependant, la cession à un industriel n'est pas, nécessairement, plus facile. En effet, il faut se rappeler les critères qui sont sous-jacents à une acquisition en LBO d'une cible.

Comme il revient à la cible de verser des dividendes afin de rembourser la dette contractée, on va choisir des sociétés dont les caractéristiques économiques vont leur permettre de supporter cette charge, c'est-à-dire être financièrement saines et surtout avoir une activité dans laquelle il n'existe que peu de concurrence. Or, cette activité de niche va justement être un frein à la sortie du montage. En effet, une telle niche n'intéresse pas forcément les repreneurs industriels, malgré son éventuelle rentabilité car dominant un petit segment de marché très spécialisé.

Par ailleurs, les financiers sont capables d'offrir un prix plus intéressant car plus élevé vue l'importante levée de fonds et les crédits à faible taux d'intérêts.

Malgré ces obstacles, les analystes constatent depuis peu une montée des reprises industrielles. La dette bancaire reste bon marché, les bilans des groupes sont assainis, et il y a une reprise des marchés boursiers. Cette tendance satisfait totalement les fonds dans la mesure où les industriels sont prêts à mettre le prix fort pour l'achat d'une cible détentrice d'une marque forte et représentant alors un intérêt stratégique considérable. Les synergies de rapprochement permettant de maximiser le prix de cession.

Les industriels vont même jusqu'à aller à l'encontre des vendeurs avant même que la cible soit mise en vente. Selon les professionnels, les sorties industrielles devraient reprendre et augmenter davantage. Malgré tout, les industriels se font encore souvent devancer par les financiers. Vu l'organisation sociétaire des industriels, la prise de décision d'acquisition d'une cible est souvent plus lente, les fonds pouvant réagir beaucoup plus rapidement. Par exemple, en juin 2000, Industri Kapital a eu besoin de 6 semaines pour acheter Laho Equipement à Bridgepoint.

Par ailleurs, les fonds peuvent également se permettre de payer plus cher les cibles et sont plus adaptés à rentabiliser celles-ci. L'abondance sur le marché de la dette, leur permet de payer un prix plus élevé que les groupes.

1.4. Le débouclage de l'opération par un nouvel endettement

Si la sortie normale d'une opération de LBO est la revente de l'entreprise, après remboursement des emprunts, à une autre entreprise, tel n'est pas toujours le cas en pratique.

En effet, ne parvenant pas toujours à désendetter l'entreprise, et lorsque les actionnaires veulent céder leur place, on procède alors soit à la mise en place des LBO secondaires, soit à la recapitalisation ou « *leveraged recap* ».

1.4.1. Le choix du LBO secondaire

Depuis quelques années, les cas de sociétés faisant l'objet de LBO successifs se multiplient. En effet, les LBO sur LBO sont devenus un mode répandu de développement des sociétés. Selon l'EVCA, les LBO secondaires ont représenté 29,6 % des montants désinvestis par les fonds européens en 2007 (16,6 % en 2006).

Ainsi, considérés comme des phénomènes marginaux en France à la fin des années 1990, les LBO dits secondaires représenteraient aujourd'hui plus de 40% des LBO³⁷. Et même si l'on a pu dire que les LBO secondaires ont pu se développer en raison de la conjoncture économique (un nombre limité d'acheteurs industriels, peu d'opportunités d'investissements, perte d'attractivité des marchés financiers, etc.), les fonds d'investissement s'accordent volontiers à dire aujourd'hui que les LBO secondaires vont se développer encore, et ce, de manière durable, dans un marché français du CI, qui tend à connaître une certaine professionnalisation.

Le LBO secondaire ou LBO sur LBO, peut être défini comme l'opération de transfert d'une fraction du capital d'une société holding, réalisée avec effet de levier, à un ou plusieurs fonds d'investissement associés à des dirigeants existants et/ou nouveaux, en provenance d'investisseurs ayant pris, par l'intermédiaire de cette holding, le contrôle d'une entreprise cible au terme d'une opération elle-même réalisée avec effet de levier.

On peut aisément affirmer que le LBO secondaire apporte aux différents intéressés des avantages certains, notamment par rapport à un LBO primaire.

³⁷ Selon l'agence *Standard & Poors (2006)*.

En effet, le capital et la dette sont moins sujets à risques dans une seconde opération, puisque l'entreprise et le management ont fait leurs preuves lors du premier LBO. L'entreprise a démontré qu'elle était en mesure de rembourser la dette d'acquisition sur ses *cash flows*, et a, en principe, mis en place un système de contrôle et de suivi de gestion adapté aux exigences des actionnaires et des banques.

Les prêteurs savent qu'ils peuvent avoir une certaine confiance en l'équipe managériale, qui a accompagné le suivi du premier LBO, et qui a la capacité de gérer le partenariat avec le financier.

En ce sens, on peut également affirmer que le LBO secondaire semble être plus favorable au management, comme il lui procure l'opportunité de poursuivre un projet et un enrichissement du patrimoine en bénéficiant de l'expérience acquise au travers du premier LBO.

Le principal obstacle à la création de valeur dans le cadre d'un LBO secondaire est que la nouvelle opération doit reposer sur une thèse d'investissement forte et différente de celle du LBO primaire, sur un nouveau projet fondateur.

Aussi, la mise en place de nouvelles stratégies, qu'il s'agisse de stratégies de consolidation industrielle, d'expansion internationale de *build-up* stratégique, ou encore d'attaque d'un nouveau segment du marché, peut nécessiter un certain temps d'exécution, ce qui peut avoir des conséquences négatives sur le TRI.

La création de valeur réside alors dans la capacité de faire croître la société et à poursuivre l'amélioration de sa gestion financière, car en général, le TRI est inférieur ou égal à celui du premier LBO.

Néanmoins, il existe des cas où les contraintes liées à la mise en place de LBO successifs ne posent pas de réelles difficultés³⁸.

³⁸ A titre d'exemple, on peut citer le cas de Frans Bonhomme, entreprise distributrice de tuyaux et de raccords PVC, qui, encore très récemment, a fait l'objet d'une acquisition en LBO pour la cinquième fois en 10 ans. Le succès de ces opérations LBO multiples est, en grande partie, due à sa position économique confortable sur le marché français, il faut noter que l'entreprise possède une part de marché de 30% sur certains produits, qu'elle ait un pouvoir de négociation important auprès de ses fournisseurs, cette PME est une parfaite candidate à une opération de LBO, et même à des opérations successives, car elle est en mesure de supporter une lourde dette d'acquisition. Mieux encore, ce sont les LBO successifs dont elle a fait l'objet qui ont permis à Frans Bonhomme d'augmenter très fortement son chiffre d'affaires et sa valeur de cession dans le cadre des différents LBO.

1.4.2. La recapitalisation

Face à la rareté des acheteurs industriels, aux aléas de l'introduction en Bourse, et au prix de certains fonds de LBO, la recapitalisation, ou *leveraged recap*, est une alternative de sortie à envisager.

Une recapitalisation est une opération dans laquelle une entreprise qui s'était beaucoup endettée il y a quelques temps, par exemple dans le cadre d'un LBO, et qui a pu grâce à l'importance des *cash flows* dégagés, rembourser une bonne partie de sa dette, décide de se ré-endetter. A cet effet, elle verse par exemple un dividende exceptionnel à ses actionnaires, financé par un nouvel emprunt bancaire qui, en général, remplace le précédent.

Dans le cadre de la recapitalisation, on procède à un nouvel endettement³⁹, ce qui a pour effet de diminuer la part du capital, et ce dans le but d'augmenter le TRI, c'est-à-dire la rentabilité interne des capitaux propres.

La recapitalisation permet alors aux investisseurs voulant retrouver leur liquidité de sortir du montage ; elle permet également de redéfinir la structure des ressources engagées dans le but d'améliorer la cible.

De toute évidence, cette technique ne peut être utilisée par tous les fonds d'investissement : la mise en place d'un financement de ce type, destiné à rembourser les fonds propres investis à l'origine pour maintenir un effet de levier constant, doit s'accompagner d'une gestion active de la trésorerie de la cible pour garantir les remontées des flux. Cette technique est donc réservée aux participations performantes.

En pratique, on fait souvent appel aux banquiers qui ont financé la dette d'acquisition pour recapitaliser le LBO, du fait qu'ils ont une bonne connaissance de la cible et de la visibilité de ses *cash flows*.

Cette opération ne représente pas réellement une sortie, car le fonds reste l'actionnaire de la société, mais elle permet une sortie partielle des capitaux propres initialement investis. La technique de la recapitalisation nécessite de tenir compte de plusieurs éléments de fait, car les risques liés à tout LBO sont ici renforcés.

³⁹ Notamment du fait que le remboursement de la nouvelle dette a lieu sur une durée plus courte.

2. Cas d'échec de l'opération

Le LBO étant par nature une opération risquée, il est, toutefois, sans doute l'une des activités du CI les moins risquées. En effet, les montages se fondent sur des sociétés cibles très rentables et avec une position de marché forte. Il est donc rare, même si cela arrive, de voir une cible déposer son bilan quelques mois après la reprise. Dans ce cas, c'est souvent le fait d'un audit défaillant, qui n'a pas mis en lumière une situation compromise ou bien de dirigeants qui se révèlent ne pas correspondre aux attentes.

En revanche, il arrive plus souvent que les performances de l'entreprise, tout en restant positives, ne soient pas à la hauteur des espérances initiales et que l'opération nécessite une restructuration. En tout état de cause, on estime que la période la plus critique d'un LBO se situe durant les trois premières années qui suivent la reprise.

Les études réalisées montrent que la première source de difficultés dans une opération de LBO provient du jugement des équipes de direction. Prés de 60% des investisseurs estiment qu'ils ont parfois été défaillants dans ce registre. Cela rejoint des statistiques britanniques qui démontrent que la première cause d'échec des opérations de LBO est un mauvais management. La seconde cause étant une politique d'investissement mal estimée qui pèse donc sur les *cash flows*. Les autres erreurs citées par les investisseurs français concernent un prix d'entrée trop élevé, une mauvaise appréciation des sorties, une mauvaise capacité à juger des étapes de développement ainsi que des *due diligences* et des audits préalables insuffisants.

2.1. La restructuration

La restructuration financière en France connaît une évolution majeure. Traditionnellement objet des banques et de leurs services spécialisés, l'environnement financier du retournement est aujourd'hui largement modifié sous la pression d'investisseurs internationaux créant un véritable marché de la dette.

Dans les opérations à effet de levier, la restructuration ne doit pas être envisagée que si la cible possède de bonnes perspectives de survie. Dans le cas contraire, mieux vaut, pour les financiers, réaliser de nouvelles opérations dont la rentabilité viendra compenser cet échec, surtout qu'il existe alors le risque juridique de soutien abusif.

La mise en place de ratios dans les contrats de prêt permet en principe de déceler la défaillance à un stade où il est possible d'y remédier. Plus la situation est décelée en amont, plus les chances de pouvoir y remédier avec des moyens limités sont importantes.

Le coût d'un retard de diagnostic de quelques mois peut être très important puisque ces quelques mois correspondent parfois juste au temps qu'il faut pour passer d'une situation de difficulté passagère à une situation beaucoup plus compromise (Brilman, 1995).

Avant toute restructuration, un certain nombre de précautions doivent être prises afin que celle-ci s'inscrive dans un cadre juridique parfaitement clair. Il faudra notamment fonder les modalités de la restructuration sur un *business plan* prévisionnel qui soit réaliste et éviter de vider la cible de sa substance au profit de la holding.

Généralement les modalités de restructuration portent, si les forces en présence sont équilibrées, sur un échange de temps contre de l'argent. La banque acceptera d'allonger la durée de vie de son prêt ou même d'abandonner une partie de sa créance, si les investisseurs remettent des fonds propres dans l'affaire et démontrent ainsi qu'ils croient à la viabilité de l'affaire et au plan de redressement.

2.2. Le redressement judiciaire

Le redressement judiciaire est une solution extrême, ainsi avant d'aboutir à une telle situation, des sorties *in extremis* des investisseurs peuvent avoir lieu. Le redressement judiciaire est relativement rare puisque les LBO se fondent sur des entreprises ayant fait la preuve de leur rentabilité et qui ont donc peu de risques de passer d'une situation saine à une situation aussi compromise.

Toutefois, lorsque cela se produit, une procédure classique s'impose. Le tribunal de commerce est saisi et ordonne, généralement à l'issue d'une période d'observation, la continuation de l'entreprise, la cession de l'entreprise ou la liquidation judiciaire selon le cas. Cette dernière éventualité, conduit à la radiation de la société et à une perte sèche pour l'investisseur.

Section 2: Le rôle disciplinaire de la dette dans les montages LBO : Une revue de la littérature

Dans leur article de 1958, Modigliani et Miller démontrent, sous l'hypothèse d'un marché de capitaux pur et parfait, que la politique d'endettement de l'entreprise n'a aucune influence sur la valeur de celle-ci. Toutefois, cette neutralité disparaissait en présence d'imposition, c'est la thèse qu'avaient avancée les deux auteurs en 1963 afin de tenir compte de l'avantage fiscal représenté par la dette.

D'autres auteurs ont insisté sur le rôle positif de la dette pour résoudre les conflits nés de l'asymétrie informationnelle (Jensen, 1986).

Plusieurs théories ont été développées permettant de lever les hypothèses d'absence d'avantage fiscal et d'absence de coûts de faillite de la dette (théorie du compromis). Toutefois, elles n'ont pas tenu compte des divergences d'intérêts entre les différents partenaires de l'entreprise ni d'une éventuelle asymétrie informationnelle. Or, la théorie de l'agence, comme la théorie du *free cash flow*, apporte de nouveaux éléments afin de mieux expliquer le développement des opérations LBO et de comprendre davantage la politique d'endettement des entreprises.

I. Les explications de l'utilisation de la dette

Outre la possibilité de bénéficier d'économies d'impôts, le recours à l'endettement permet également de diminuer les conflits d'agence pouvant survenir entre actionnaires et dirigeants. Dans le cadre de la théorie positive de l'agence, Jensen et Meckling (1976) ont mis en évidence le comportement des dirigeants qui, cherchant à maximiser leurs propres intérêts, n'agissent pas de façon à maximiser la valeur de la firme. L'activité de consommation privée des dirigeants est source de conflits entre eux et les actionnaires.

Afin de réduire ces conflits, différentes dépenses sont engagées : ce sont les coûts d'agence des fonds propres. Selon Jensen (1986), le recours à un endettement élevé permet de réduire ces coûts d'agence pour deux raisons essentielles.

D'une part, les *cash flows* disponibles sont affectés au service de la dette et non gaspillés, par exemple, dans des investissements à valeur actuelle nette (VAN) négative. D'autre part, l'accroissement du risque de faillite incite les dirigeants à gérer l'organisation de façon efficiente.

L'ensemble de ces éléments théoriques a également été repris et testé dans le cadre de la controverse relative aux causes et conséquences des opérations de LBO.

1. Les effets de la fiscalité sur la structure du capital : Théorie des économies d'impôts

1.1. Fiscalité et structure financière

Sous l'hypothèse d'un marché de capitaux pur et parfait, Modigliani et Miller (1958) ont montré que la valeur d'une entreprise est indépendante de sa structure financière.

En l'absence d'impôts sur les sociétés et sur les personnes physiques, le financement par actions devient plus avantageux que le financement par dettes car il permet de dégager un bénéfice disponible plus important. Or, dans la pratique, la présence de l'impôt remet en cause ce principe.

1.1.1. Le Modèle de Modigliani et Miller 1963

L'hypothèse d'un marché de capitaux pur et parfait suppose qu'il n'y a pas de risque de faillite, que les firmes peuvent être réparties en classe de risque et que les individus peuvent emprunter au même taux que les entreprises.

Partant de ce principe, Modigliani et Miller (1963) montrent qu'il est identique à un investisseur de détenir une proportion α d'actions de la firme endettée ou une proportion α d'actions de la firme non endettée et d'emprunter un montant αD (D étant le montant de la dette). Cette proposition repose sur la possibilité de substituer un endettement personnel à un endettement social, et sur le raisonnement par arbitrage.

Ainsi, sur un marché de capitaux parfait, la valeur de la firme à l'équilibre est indépendante de sa politique financière. En raisonnant de façon identique mais en introduisant l'impôt sur le bénéfice des sociétés, les auteurs ont élaboré un second modèle en 1963.

On considère deux entreprises U et L qui ont la même activité et le même risque économique. Toutefois, l'entreprise U n'étant financée que par actions a un risque financier inférieur à celui de l'entreprise L qui fait appel tant aux actions qu'aux obligations pour se financer.

Les deux entreprises, appartenant à la même classe de risque, ont les mêmes bénéfices futurs attendus, X_U et X_L . En supposant qu'il est possible de s'endetter personnellement au même taux que l'entreprise L, un investisseur aura le choix entre les deux stratégies suivantes :

- Stratégie A : s'endetter personnellement d'un montant égal à αD (1- τ), et acquérir une proportion α des actions de U, τ est le taux d'imposition sur les bénéfices des entreprises ;
 - Stratégie B : acquérir une proportion α des actions de l'entreprise L.

Le raisonnement par arbitrage montre que la valeur de la firme endettée est supérieure à celle de l'entreprise financée uniquement par le biais d'émission d'actions.

De plus, l'augmentation de valeur est égale à la valeur actuelle nette de l'économie d'impôts réalisée grâce à la déduction des charges d'intérêts de la dette.

Ce modèle a fait l'objet de critique. Tout d'abord, les auteurs supposent que les entreprises et les investisseurs peuvent emprunter au même taux d'intérêt et que les seconds sont indifférents entre s'endetter par le biais de l'entreprise ou à titre personnel. Or, en cas d'insolvabilité, ils ne sont responsables que s'ils sont eux-mêmes débiteurs.

Ensuite, Modigliani et Miller (1963) supposent implicitement que le taux d'imposition du revenu des actions est identique à celui du revenu des obligations. Ils ne tiennent pas compte de la hausse du risque de faillite, entraînée par l'augmentation de la dette ; quelque soit le montant de la dette, le taux d'intérêt de cette dernière reste constant. Il n'est pas tenu compte des situations dans lesquelles le revenu fiscal est tel que cette dernière ne peut pas bénéficier complètement de l'économie d'impôt due à la dette.

1.1.2. Le modèle de Miller 1977 : l'effet de l'imposition personnelle des investisseurs

En 1977, Miller avance la thèse selon laquelle la valeur de la firme à l'équilibre est indépendante de sa structure de capital, même en présence de déduction des intérêts de la dette. Cette affirmation provient du fait que Miller (1977) a pris en considération, en plus de l'imposition sur les bénéfices de l'entreprise, l'imposition sur les personnes physiques et qu'il a tenu compte de la différence d'imposition des revenus des obligations et des revenus des actions.

Miller (1977) arrive à conclure que, si les taux d'imposition sur les revenus des actions et des obligations sont identiques, on retrouve le même résultat que dans le modèle de Modigliani et Miller (1963). En revanche, si le taux d'imposition sur les revenus des actions est inférieur à celui qui est appliqué aux revenus des obligations, l'augmentation de la valeur de la firme, suite à un financement par dette, sera inférieure à l'économie d'impôt réalisée grâce à la déduction des intérêts de la dette.

En fait, selon le montant de ces trois taux d'imposition, l'effet positif de la dette peut disparaître. Il est même possible d'envisager des situations où l'effet de la dette est négatif. Ainsi, Miller (1977) a conclu que la détermination de la structure du capital relève d'un problème de choix d'actionnaires⁴⁰. De plus, étant donné qu'il existe une multitude de cas possibles en fonction des taux d'imposition sur les personnes physiques, Miller (1977) conclut que la valeur de la firme est indépendante de sa structure de capital.

1.2. Le rôle de la fiscalité dans les opérations LBO

Le recours à un endettement très élevé dans une opération à effet de levier a été fortement remis en cause aux Etats-Unis à la fin des années 1980 à la suite de la faillite de certains montages (Greenspan, 1989 ; Kaplan, 1989c). Parmi les critiques avancées, l'espérance de bénéficier d'un avantage fiscal grâce à la déduction des charges d'intérêts de la dette a fait l'objet de plusieurs recherches empiriques. Les résultats des études menées mettent en évidence l'avantage fiscal de la dette.

Toutefois, cet avantage est nuancé par l'identification d'autres sources d'économies fiscales. De plus, en vue de déterminer si cet élément explique l'importance de la prime

 $^{^{40}}$ Les actionnaires, dont le taux d'imposition des revenus des actions est tel que $(1-\tau_{pb}) > (1-\tau_c)$ $(1-\tau_{ps})$, ont intérêt à ce que l'entreprise s'endette. Par contre, les actionnaires pour lesquels cette condition n'est pas respectée, préfèreront un financement par capitaux propres.

payée aux actionnaires de la société rachetée, différents chercheurs avancent que, dans le cadre d'une opération LBO, il n'y a pas de transfert de richesse au détriment de l'administration fiscale.

Jarrell et *al.* (1988) soulignent que les avantages fiscaux ont été longtemps suspectés comme étant une raison importante de l'activité de fusions acquisitions⁴¹. Lowenstein (1985) affirme que l'émission de dette dans les LBO provient de la volonté de bénéficier d'économies d'impôts, précisément lorsque la holding d'acquisition utilise la cible pour diminuer le montant des impôts à payer. Summers (1989) estime que le développement des opérations LBO met l'accent sur certaines distorsions du système fiscal américain.

Selon ce dernier, tant que les revenus des sociétés seront doublement imposés, qu'il y aura une distinction entre la dette et les fonds propres et entre les revenus de la dette et ceux des actions, il persistera une incitation à utiliser plus de dette pour financer les entreprises⁴².

Concernant la détermination de l'avantage fiscal de la dette, Leland (1989) estime que dans le cas du LBO de RJR Nabisco, les économies fiscales représentaient plus de 80% de la prime versée aux actionnaires. Mais la principale étude empirique sur cette question, réalisée sur des opérations LBO, est celle de Kaplan (1989a).

L'auteur estime la valeur des avantages fiscaux dans 76 opérations MBO réalisées entre 1980 et 1986 en se basant sur une hypothèse restrictive. Il est supposé que l'entreprise génère chaque année un revenu fiscal suffisant lui permettant de bénéficier pleinement des économies d'impôts⁴³.

Les simulations qui ont été effectuées, ont permis de mesurer l'avantage fiscal de la dette comme une fraction de la prime payée aux actionnaires de la société cible et comme une

⁴¹ Les auteurs soulignent que la réforme fiscale « *Reform Act* » de 1986 aux Etats Unis contient différentes clauses visant à réduire les bénéfices fiscaux qu'il est possible de réaliser dans le cadre d'une fusion.

⁴² En effet, l'auteur montre que le revenu d'imposition moyen sur les intérêts de la dette n'est que 7%. Ceci est dû au fait que l'entreprise emprunteuse, qui déduit le montant des intérêts versés au revenu fiscal, est imposée à un taux beaucoup plus élevé que celui qui est appliqué aux prêteurs sur les revenus de la dette qu'ils perçoivent. En d'autres termes, pour un taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés de 34%, l'administration fiscale perd, pour chaque dollar d'intérêt versé, 27 cents. S'ajoute à cela le fait que les dividendes ne sont pas des charges déductibles comme les intérêts de la dette.

⁴³ Ainsi, tous les états de la nature ne sont pas représentés. Si l'entreprise ne génère pas un revenu imposable suffisant, la valeur réelle des déductions sera inférieure à la valeur estimée.

fraction de la valeur de marché des actions de l'entreprise deux mois avant l'annonce de la transaction. Les résultats obtenus montrent que la valeur estimée des avantages fiscaux de la dette dépend du taux d'imposition marginal et des hypothèses concernant la maturité de la dette : la valeur estimée des avantages fiscaux de la dette est d'autant plus élevée que la maturité de la dette est éloignée et que le taux d'imposition est important.

Kaplan (1989a) essaye de déterminer si l'espérance de bénéficier d'avantages fiscaux joue un rôle important dans la décision de réaliser un MBO. Pour cela, il a réalisé une régression de la valeur potentielle des avantages fiscaux par la prime (valeur de marché ajustée) perçue par les actionnaires sortants.

Trois variables indépendantes sont utilisées, parmi lesquelles, figure la valeur espérée des économies d'impôts liées à la dette, sous l'hypothèse d'un taux d'imposition de 46% et d'un niveau d'endettement permanent.

Comme souligne l'auteur, si les actionnaires ont anticipé le rachat avant l'annonce de l'événement et si les avantages fiscaux peuvent être appropriés par d'autres acquéreurs potentiels, alors les bénéfices fiscaux seront incorporés dans le prix de l'action avant l'annonce du rachat et ne seront pas intégrés dans la prime perçue par les actionnaires sortants. En revanche, si la proposition de réaliser un rachat signale la possibilité de bénéficier d'économies fiscales, alors la valeur espérée de ces bénéfices sera intégrée dans la prime versée aux actionnaires sortants. Enfin, il est également possible de supposer qu'aucune déduction fiscale ne soit anticipée.

Les résultats de la régression confirment l'hypothèse selon laquelle les économies fiscales, notamment celles liées à la dette, sont une source importante de richesse dans les transactions de MBO.

Kaplan (1989a) signale que les simulations ont été réalisées en tenant compte des régimes d'imposition antérieurs à la réforme qui a eu lieu en 1986. Afin de prendre en compte les nouvelles restrictions fiscales, Newbould et *al.* (1992) ont réalisé une étude sur les 23 plus importants LBO réalisés entre 1988 et 1990 aux Etats-Unis.

Dans cette seconde étude, la réduction des impôts payés due au LBO est estimée en calculant les impôts dus sur les futurs revenus imposables et en les comparant à ceux que l'entreprise aurait payés sans le recours au LBO. Les estimations sont réalisées à partir de quatre structures fiscales différentes. Parmi ces quatre structures, l'une permet de tenir

compte plus particulièrement des économies fiscales liées à la dette. Les prévisions sont établies sur un horizon de cinq ans puis de huit ans. Les impôts ainsi déterminés sont ensuite actualisés au coût de la dette avant impôt, c'est-à-dire valorisés à la date de réalisation de la transaction. La variation des impôts prévus attribuable au LBO est exprimée comme un pourcentage de la prime perçue par les actionnaires de l'entreprise rachetée.

L'un des changements induits par la réforme fiscale de 1986 est la réduction du taux d'imposition des bénéfices de 46% à 34%. Les résultats de l'étude montrent que, lorsque les simulations sont réalisées sur un horizon de cinq ans, l'avantage fiscal de la dette diminue de 15,8% par rapport au régime précédent. La diminution est de l'ordre de 26,4% si l'on raisonne sur un horizon de huit ans. Ceci est dû au fait que plus l'on s'éloigne de la date de réalisation de la transaction, plus l'entreprise a des chances de réaliser un revenu imposable élevé.

Les études de Kaplan (1989a) et Newbould et *al.* (1992) permettent de tenir compte de tous les autres avantages fiscaux dont il est possible de bénéficier lors d'un LBO. Par ailleurs, la comparaison des résultats de ces deux études permet d'apprécier l'impact de la réforme fiscale de 1986.

2. Les théories contractualistes

Depuis plus de trente ans, plusieurs recherches ont été consacrées aux modèles dans lesquels la structure du capital est déterminée par des coûts d'agence, c'est-à-dire les coûts liés aux conflits survenant entre les actionnaires, les dirigeants et les créanciers.

L'ouvrage de Berle et Means (1932) fut une contribution notable à la révision des conceptions traditionnelles de l'entreprise. Les auteurs centrent leur étude sur la séparation des fonctions de propriété (actionnaires) et des fonctions de direction (gestionnaires dirigeants) dans l'entreprise moderne. Cette conception de l'entreprise a trouvé toute son assise théorique grâce à la théorie positive de l'agence.

2.1. Asymétrie d'information et structure du capital

Myers et Majluf (1984) ont abordé les problèmes posés par l'asymétrie informationnelle dans un cadre d'étude inspiré de la théorie des jeux. Selon ces deux auteurs, la modélisation des décisions financières consiste en un jeu entre les dirigeants qui

cherchent à maximiser la richesse des actionnaires existants et les apporteurs de capitaux, nouveaux actionnaires ou créanciers.

Trois catégories d'asymétries d'information et de problèmes d'agence peuvent être distinguées.

– Des asymétries d'information apparaissent avant la signature du contrat de prêt dans la mesure où les prêteurs peuvent difficilement discriminer de manière efficiente parmi les différents projets de demande de financement. Ces asymétries d'information, qu'il est possible de qualifier d'*ex ante*, sont à l'origine du phénomène de *sélection adverse* sur le marché du crédit (Stiglitz et Weiss, 1981).

Le taux d'intérêt ne constitue pas alors un bon mécanisme de régulation sur ce marché. Une hausse des taux peut induire la sortie du marché des emprunteurs les moins risqués. Seuls les plus mauvais risques restent.

- Des asymétries d'information apparaissent pendant le déroulement du contrat. L'emprunteur peut choisir, parmi ses projets d'investissement, un projet plus risqué que le projet présenté au prêteur sur la base duquel il avait obtenu son crédit. Si le prêteur observe uniquement le revenu réalisé par l'emprunteur, il ne connaît pas avec exactitude la nature du projet effectivement réalisé. Il doit déterminer si, par exemple, une réduction des revenus réalisés résulte de la mauvaise gestion de la firme par le dirigeant ou d'une réaction normale de l'entreprise aux variations conjoncturelles de son environnement. Ces problèmes d'agence ont été qualifiés d'*aléa moral*.
- Enfin, des asymétries d'information peuvent se révéler *ex post*. Le prêteur ne peut alors évaluer avec exactitude le taux de rendement du projet réalisé par l'emprunteur qui peut être incité, pour minimiser ses remboursements, à déclarer un revenu inférieur à celui effectivement réalisé (Williamson, 1988), ce qui a été qualifié d'opportunisme.

2.2. La théorie de l'agence et ses récents prolongements

2.2.1. Les apports fondamentaux

L'article de Jensen et Meckling (1976) représente une deuxième contribution importante. Les auteurs fondent leur réflexion sur une vision originale de la firme, ils la considèrent comme un ensemble de contrats établis entre les différents partenaires de l'entreprise dont les objectifs sont divergents et conflictuels. Ces contrats sont établis entre les actionnaires et les dirigeants, d'une part et entre les actionnaires et les créanciers d'autre part.

La représentation contractuelle des relations entre les différentes parties d'une même entreprise permet de spécifier les droits de chacune d'entre elles et d'en déterminer les conséquences.

Jensen et Meckling (1976) définissent une relation d'agence comme : « un contrat dans lequel une personne (ou plusieurs) a recours aux services d'une autre personne pour accomplir en son nom une tache quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent ». La personne mandatée, l'agent, agit pour le compte du mandataire, le principal.

L'existence d'une relation d'agence suppose la vérification de trois conditions :

- l'apparition d'une divergence d'intérêt entre le principal et l'agent ;
- l'asymétrie d'information;
- l'incertitude sur la qualité des résultats obtenus par l'agent (risque moral).

Dans l'entreprise, les dirigeants sont mandatés par les actionnaires pour maximiser leur fonction d'utilité. Ces derniers, qui ont confié leurs intérêts à l'agent parce qu'ils n'ont pas les compétences nécessaires, subissent entièrement les conséquences des actions du dirigeant.

On considère qu'il existe un contrat tacite entre ces deux individus : le cadre dirigeant prend des décisions qui ont un impact sur la richesse de l'actionnaire. Comme chaque agent agit de façon à maximiser sa propre fonction d'utilité, des conflits d'intérêts peuvent alors survenir entre les actionnaires et les dirigeants.

2.2.2. Les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants

Dans une étude menée auprès de 500 plus grandes entreprises américaines Entre 1973 et 1982, Demsetz (1983) conclut à la non-confirmation de l'hypothèse selon laquelle il existerait une corrélation parfaite entre les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires de ces entreprises.

En retenant l'hypothèse de divergence d'intérêts, plusieurs auteurs (Jensen et Smith, 1985; Charreaux et *al.*, 1987; Brindisi, 1989; Lambert et Larcker, 1989; Charreaux, 2000) affirment qu'il existe trois sources de conflits entre actionnaires et dirigeants :

- Premièrement, les actionnaires souhaitent maximiser la rentabilité de leur investissement financier, tandis que les dirigeants sont enclins à profiter de leur position

pour percevoir des bénéfices non pécuniaires du contrôle qu'ils exercent sur les ressources de l'entreprise. Les seconds ont tendance à rechercher la croissance du chiffre d'affaires au détriment de la rentabilité des capitaux investis : cela leur permet d'obtenir un statut social plus élevé, une immunité plus grande par rapport aux actionnaires, une rémunération plus forte et une satisfaction du personnel plus importante puisque les perspectives de promotion sont plus nombreuses.

- Deuxièmement, les actionnaires peuvent diversifier leur richesse en la répartissant sur différents actifs, alors qu'une grande partie de celle des dirigeants (leur capital humain et leur rémunération notamment) est dépendante de l'évolution de l'entreprise. Les dirigeants vont donc éprouver une aversion au risque plus importante que les actionnaires, ce qui engendre des comportements déviants : ils peuvent être incités à mener une politique de diversification en contradiction avec l'intérêt des actionnaires ou à refuser un projet bénéfique en raison des risques personnels perçus comme trop élevés. Estimant son accroissement de richesse insuffisant pour compenser les coûts personnels inhérents à la réalisation de nouveaux investissements, le dirigeant adopte une position à tendance attentiste.
- Troisièmement, les dirigeants ont un horizon décisionnel limité à leur présence dans l'entreprise. Or, la valeur boursière d'une société tient compte de l'ensemble des flux générés par chaque projet et ce, quel que soit leur horizon. La richesse des actionnaires est affectée par tous les flux prévisibles de l'entreprise, alors que les dirigeants privilégient l'évaluation des projets en fonction de leur contribution aux résultats à court ou moyen terme et de la durée restant à courir.

Ces trois éléments se traduisent par l'augmentation de la consommation privée des dirigeants. Jensen et Meckling (1976) mettent en évidence que les dirigeants ont tendance à fournir moins d'effort et à dépenser les flux qui sont sous leur contrôle dans la consommation d'avantages excessifs : construction des locaux luxueux, achat de voitures de service, jet privé, etc. Ces consommations en nature réduisent les recettes des actionnaires. De plus, les dirigeants seraient prêts à sacrifier les intérêts des actionnaires pour garder leurs emplois : ils chercheront à investir dans des projets inutiles et même à VAN négative dans le but d'augmenter la taille de l'entreprise plutôt que sa valeur de marché.

relation d'agence entre les actionnaires et les dirigeants :

Comme le soulignent Jensen et Meckling (1976), il est possible d'engager plusieurs types de dépenses en vue de réduire la consommation privée des dirigeants et de les contrôler. Dans ce cadre d'analyse, les deux auteurs distinguent trois types de coûts issus de la

- Les coûts de contrôle ou *monitoring costs* qui correspondent aux dépenses engagées par le principal en vue de vérifier que les décisions de l'agent assurent la maximisation de sa propre fonction d'utilité;
- Les coûts d'obligation ou *bonding costs* qui, à l'inverse, sont des dépenses engagées par l'agent pour montrer au principal que ses actions sont conformes aux intérêts de ce dernier;
- La perte résiduelle ou *residual claim* due à la non-élimination totale des divergences d'intérêt entre les parties par les deux catégories de dépenses précédentes.

Jensen (2005) a enrichi son analyse des coûts d'agence en insistant sur les coûts associés à la surévaluation par les marchés. Il ne s'agit pas essentiellement d'un nouveau type de coût d'agence, mais plutôt d'une réévaluation des coûts d'agence issus de la discipline par les marchés qui avaient été sous estimés.

Les opérations de LBO présentent plusieurs mécanismes permettant de réduire les conflits d'intérêts entre les deux parties. Le passage en LBO permet de changer le mode de calcul des primes versées aux managers. Celles-ci ne sont plus calculées sur la progression du chiffre d'affaires mais le plus souvent sur un indice de rentabilité.

Axelson et *al.* (2007) affirment que la structure des fonds LBO permet une gestion efficiente de la relation d'agence entre les investisseurs, d'une part, et l'entrepreneur, d'autre part.

L'étude de Dyck et Zingales (2004) permet d'évaluer le niveau des bénéfices privés dans les sociétés cibles. Ils estiment qu'il est plus facile pour les managers de retirer des bénéfices privés lorsque la firme n'est plus cotée, ou lorsqu'un *spin-off* est mis en place.

En effet, l'usage d'un endettement élevé peut s'avérer comme un moyen efficace pour résoudre une partie des coûts d'agence puisque celui-ci favorise la convergence des intérêts

des actionnaires et du dirigeant⁴⁴. Jensen (1989) montre que la dette LBO incite les dirigeants à utiliser les *free cash flows* pour rembourser les dettes au lieu de les dépenser de façon discrétionnaire.

2.3. La théorie des coûts de transaction

La théorie des coûts de transaction, née avec Coase (1937) et développée par Williamson (1975), a donné lieu à de très importants développements empiriques depuis 1985.

La théorie des coûts de transaction est applicable, dans le contexte des opérations LBO, en considérant qu'il s'agit d'un arbitrage entre le financement par fonds propres et celui par la dette. Williamson (1988) considérait ces sources de financement comme des structures de gestion, ayant un coût lié à la nature des actifs à financer et à la fréquence des besoins de financement. L'entreprise doit, en ce sens, chercher à émettre des actions nouvelles seulement si la spécificité des actifs et la fréquence des besoins sont élevées. Si ce n'est pas le cas, l'entreprise n'a pas à se tourner vers le marché pour lever des capitaux.

La théorie des coûts de transaction considère, encore, que le financement par fonds propres peut devenir trop coûteux.

D'une part, l'entreprise est vue comme un nœud de contrats et ces derniers peuvent s'avérer coûteux pour elle. D'autre part, les actionnaires sont tenus par la transparence. Cependant, cela peut conduire à devoir dévoiler de l'information stratégique qui peut alors être utilisée par les concurrents, contre la firme. C'est un coût que les managers prennent en compte. Et il n'est pas rare de voir des LMBO réalisés en grande partie à cause de la volonté de protéger de l'information cruciale pour l'entreprise.

De nombreuses études ont parlé des gains qui se dégagent des LBO par retraits de la cote, Tout d'abord De Angelo et *al.*, (1984) insistent sur l'économie des services rendus aux actionnaires. En plus des coûts d'enregistrement, de *listing* et autres services aux actionnaires, il n'y a plus de frais liés à la préparation et l'envoi de rapports annuels, de dépenses en salaires pour le service des relations publiques, etc. Mais bien sûr il n'est pas

⁴⁴ L'usage de la dette peut diminuer les coûts d'agence spécialement quand les prêteurs sont concentrés ou quand la dette est utilisée pour accroître la part des managers dans le capital, comme c'est le cas pour les LMBO. En effet, la dette peut permettre de tirer avantage de l'asymétrie d'information.

intéressant pour toutes les firmes de se retirer de la Bourse. Il y a aussi de nombreux avantages à être coté comme l'accès à des montants importants de capitaux et la notoriété. Engel et *al.* (2004) ont étudié les retraits de la cote depuis l'adoption de la loi *Sarbanes Oxley* en 2002 qui a fait croître les coûts induits par la cotation. Cette étude ne concerne pas directement les LBO. Cependant, elle illustre bien l'impact que les coûts de cotation mentionnés par De Angelo et *al.* (1984) peuvent avoir sur la décision de redevenir coté, par le biais ou non d'un LBO, si les coûts engendrés par la cotation sont supérieurs aux bénéfices de la cotation.

Les résultats font paraître que les petites firmes sont plus susceptibles que les autres de se retirer du marché. Pour elles, les coûts de la cotation sont supérieurs aux avantages qui y sont liés.

Finalement, la théorie de l'agence et la théorie des coûts de transaction fournissent une explication appropriée du phénomène des LBO.

Une formalisation de la théorie de l'agence appliquée au mécanisme des OPA et des LBO a été présentée par Jensen (1989). Elle s'articule autour de la notion de *free cash flows*.

2.4. Approfondissement avec la théorie des *Free Cash Flows*

D'après Jensen (1989), le *free cash flow* peut être défini comme le *cash flow* excédentaire qui reste disponible dans une firme une fois que tous les projets à VAN positive ont été financés. Il est généralement opérationnalisé sous la forme du revenu opérationnel avant prélèvement des amortissements, des charges d'intérêt et des impôts et taxes. Dans cette théorie, Jensen (1989) s'intéresse essentiellement aux cas où les pertes de valeur nées des conflits entre actionnaires et dirigeants sont les plus exacerbées, où le risque de gaspillage des fonds est le plus important. Ce gaspillage devrait être éliminé par la mise en œuvre de moyens obligeant les dirigeants à rendre ces *free cash flows* (Poulain-Rehm, 2005).

Selon Jensen (1989), l'endettement est l'un des moyens les plus efficaces permettant de limiter le pouvoir discrétionnaire des dirigeants en réduisant le niveau de *free cash flow* à leur disposition. En effet, les créanciers peuvent exiger la mise en règlement judiciaire de la société si les dettes ne sont pas honorées. Ainsi, la dette apparaît comme un levier disciplinaire mesuré par le niveau des *free cash flows* (Charreaux, 2004).

La problématique posée étant la vérification de la relation empirique entre le mode de réinvestissement des *free cash flows* d'une part, et la création de valeur d'autre part. En d'autres termes, il s'agit de vérifier l'impact positif d'un réinvestissement des *free cash flows*⁴⁵ sur la création de valeur dans un contexte où les opportunités d'investissement sont faibles.

2.4.1. L'hypothèse de free cash flow

La problématique des relations d'agence et de la création de valeur s'articule autour de l'affectation du *free cash flow*.

D'après Jensen (1989), il existe une source de conflit entre les actionnaires et les dirigeants due à la présence de *free cash flows* élevés. Le comportement discrétionnaire des dirigeants prend en général la forme de surinvestissement et entraine ainsi une destruction de valeur pour les actionnaires (Shleifer et Vishny, 1997). Le *cash* en excès incite les managers à accroître la taille de leur firme au-delà du niveau optimal pour plusieurs raisons : d'une part, cela leur permet d'augmenter les ressources sous leur contrôle et, par répercussion, d'augmenter leur pouvoir discrétionnaire et leur prestige (Mueller, 1969; Charreaux, 1997; Paquerot, 1997). D'autre part, cela leur permet d'accroître le niveau de leur rémunération personnelle, dans la mesure où les hausses de rémunération sont liées à celles du chiffre d'affaires et à la croissance de l'entreprise (Murphy, 1985; Schmidt et Fowler, 1990; Lambert et *al.*, 1991). Autant d'actions qui peuvent venir diminuer la valeur globale de la firme, alors que l'objectif de maximisation de la valeur impliquerait au contraire une distribution des fonds discrétionnaires aux actionnaires.

D'après Jensen (1989), les cibles des LBO sont des firmes caractérisées par un environnement stable et un niveau de *free cash flow* substantiel. La dette aura donc un effet positif sur ce type de firmes. Des distributions externes permettent de réduire le cash en excès, ce qui est cohérent avec l'hypothèse de *free cash flow*, dans la mesure où cela limite, de fait, l'investissement dans des projets destructeurs de valeur. Les managers sont contraints d'affecter cette ressource au service de remboursement de la dette sous peine de voir la société placée en règlement judiciaire, ce qui réduit leur propension à investir dans des projets à VAN négative.

⁴⁵ Sous forme de dettes et de distribution de dividendes.

Jensen (1989) met en exergue que l'un des avantages de la dette est que les coûts d'insolvabilité sont nettement moins importants lorsque le levier est élevé. Proportionnellement, les entreprises sous LBO sont moins déclarées en faillite que les entreprises moins endettées. Avec le mécanisme LBO, les managers gèrent mieux les problèmes d'insolvabilité et peuvent réorganiser la dette en quelques mois seulement.

Sans nier l'existence des coûts de faillite liés à une augmentation du taux d'endettement, Jensen stipule qu'il existe un ratio d'endettement optimal qui maximise la valeur de la firme, à un tel point où coût marginal et bénéfice marginal de la dette se compensent (Poulain-Rehm, 2005).

2.4.2. La confirmation empirique de l'hypothèse des *free cash flows*

Les recherches empiriques tendent plutôt à confirmer l'hypothèse des *free cash flows*, avec des nuances plus ou moins affirmées selon qu'elles centrent l'analyse sur les politiques de restructuration financière et d'endettement, de dividendes, de rachats d'actions ou bien encore, d'investissement.

La création de valeur engendrée par les politiques de restructuration financière reposant sur l'endettement peut s'interpréter, selon plusieurs auteurs, à la lumière de l'hypothèse de *free cash flow*.

Poulain-Rehm (2005), dans son étude, examine l'arbitrage entre la distribution de dividende et l'endettement par des firmes présentant des *free cash flows* en fonction de la structure de propriété. Ses résultats permettent de confirmer l'hypothèse selon laquelle les coûts d'agence liés au problème de *free cash flow* sont moins importants dans les entreprises familiales et patrimoniales.

Hart et Moore (1995) affirment, dans leurs travaux, que ce sont les dettes à court terme qui limitent le plus les comportements déviants des dirigeants en matière de gestion de la trésorerie dès lors qu'elles ne peuvent être ajournées. Les dettes seniors à long terme auront le même effet si les dirigeants envisagent de financer des projets non rentables par des bénéfices futurs. En effet, le remboursement du principal et des intérêts de la dette permettrait d'éviter des projets d'investissements qui ne répondent pas aux souhaits des actionnaires.

Wu (2004) affirme une relation positive entre l'endettement et le *free cash flow*, une relation qui est plus importante dans les firmes à faibles opportunités de croissance que dans les firmes à fortes opportunités de croissance.

Pour leur part, Lehn et Poulsen (1989), en s'intéressant aux opérations LBO, constatent que la relation positive entre le niveau de fonds discrétionnaires et la prime payée aux actionnaires est statistiquement significative, ce qui confirme qu'une source importante de gains pour les actionnaires dans ces opérations réside dans la réduction des problèmes d'agence associés au *free cash flow*.

Dans le même sens, Gupta et Rosenthal (1991) constatent que le niveau de *cash* en excès des firmes ayant connu des opérations de *leveraged recapitalization (leveraged recap)*, explique le niveau des primes payées aux actionnaires, ce qui confirme le rôle de la dette dans la résolution des conflits d'agence liés au *free cash flow*. Toutefois, d'autres, à l'instar de Graham et Harvey (2001), suggèrent que les coûts d'agence liés au *cash* en excès ne constituent pas une préoccupation majeure des hauts dirigeants lorsqu'il s'agit de déterminer un niveau optimal d'endettement. La dette ne constituerait pas, selon eux, un moyen efficace de discipliner le management dans la perspective défendue par Jensen (1986).

Brush et *al.* (2000) étudient la croissance des ventes, le niveau de *free cash flow* et le gouvernement d'entreprise de firmes ne faisant pas forcément l'objet d'un LBO. Leurs résultats concordent avec la théorie des *free cash flows*.

En ce qui concerne les politiques de rachats d'actions, Gibbs (1993) montre qu'elles s'expliquent de manière égale par les conflits d'agence, le *free cash flow* (et son interaction avec les mécanismes de gouvernance), tout comme par la crainte d'une prise de contrôle. Choi et Park (1997), quant à eux, montrent que les effets des annonces de rachats d'actions sur la valeur sont positivement reliées à l'importance des fonds discrétionnaires préalablement à ces opérations, ce qui confirme qu'il s'agit d'un moyen de réduire le *cash* en excès et que cette réduction est source de création de valeur.

Nohel et Tarhan (1998) notent que la performance d'exploitation des firmes suivant les offres de rachats d'actions s'améliore uniquement dans les firmes à faible croissance, ce qui suggère que les rachats d'actions s'inscrivent dans une politique de restructuration globale de nature à réduire les inefficiences liées au *free cash flow*. La littérature la plus

récente constate qu'au cours des dernières années les rachats d'actions sont devenus la méthode privilégiée de distribution de *cash* aux actionnaires (Fama et French, 2000; Grullon et Michaely, 2001).

Betzer (2006) produit une étude sur l'application de la théorie des *free cash flows* aux opérations de LBO européennes. L'échantillon est composé de 73 LBO entre 1997 et 2002. Les résultats de l'analyse univariée et multivariée montrent que les entreprises cibles de LBO sont caractérisées par un niveau élevé de cash flow disponibles, de faibles opportunités de croissance et une dégradation de leur performance avant l'annonce de la transaction (Wein et *al.*, 2005 ; Renneboog et al, 2007).

La majorité des études empiriques qui confirment la théorie des *free cash flows* rejettent celle de l'économie d'impôt. Shleifer et Vishny (1988) ont présenté une étude sur les LMBO. Ils expliquent que les LBO sont positifs pour les actionnaires qui bénéficient d'une prime de plus de 50%, pour les investisseurs financiers qui obtiennent une rentabilité annuelle de 50-60%, pour les banquiers et pour les managers. Ils stipulent toutefois que le seul perdant est le trésor public qui paie, pour au moins une partie, des profits réalisés par toutes les autres parties prenantes.

Opler et Titman (1993) étudient un échantillon de 180 firmes reprises par LBO entre 1980 et 1990 et un échantillon de contrôle. Les auteurs remarquent que ces entreprises s'endettent plus que nécessaire pour éliminer l'impôt. Toutefois, le rôle de la dette n'étant pas l'économie de l'impôt. Opler et Titman (1993) observent que le rôle de la dette est de régler les problèmes d'incitation liés aux *free cash flows*. Les résultats ont montré, également que ces firmes ont des opportunités d'investissement mais à VAN négative et un niveau élevé de *free cash flow*.

Dans une étude récente de De Jong et Dijk (2007)⁴⁶, les auteurs n'ont pu confirmer la relation positive entre l'endettement et le montant des *free cash flows*. Ils ont trouvé, par ailleurs, que le niveau d'endettement est, davantage, motivé par des raisons fiscales ou relatives à la gestion du risque de faillite que par la volonté de diminuer le comportement discrétionnaire des dirigeants.

-

⁴⁶ Les auteurs ont utilisé un échantillon de 102 firmes allemandes et ont trouvé qu'il y a une relation non significative entre l'endettement et le montant des *free cash flows*.

II. Les controverses: transfert de richesse et coût de la dette

En se basant sur deux éléments essentiels, certains spécialistes doutent d'une réelle création de richesse dans les opérations à effet de levier. Il s'agit de la hausse du nombre de LBO ayant connu des difficultés financières aux Etats-Unis à la fin des années 80 et du fait que la forte prime payée peut provenir des changements stratégiques et organisationnels jugés négatifs.

Le premier élément fait référence au risque de faillite ou d'illiquidité et, par là même, au problème de transfert de richesse au détriment des créanciers de la société rachetée. En effet, plus le montant de la dette augmente, plus la probabilité que l'entreprise ne soit pas en mesure d'honorer son remboursement est élevée. Le second élément a trait à trois inconvénients invoqués par les adversaires des opérations LBO. Selon certains, l'endettement élevé peut entraîner un transfert de richesse au détriment des salariés et une baisse de la compétitivité de l'entreprise.

1. Le transfert de richesse au détriment des créanciers

Le deuxième conflit auquel s'intéressent Jensen et Meckling (1976) concerne les relations entre les actionnaires et les créanciers financiers. Selon eux, trois caractéristiques de cette relation expliquent la limitation du recours à la dette.

Tout d'abord Jensen et Meckling (1976) montrent, à la lumière de la théorie des options, que les actionnaires ont intérêt à investir dans des projets risqués alors que les créanciers préfèrent des investissements dont la volatilité est faible. Ensuite, des coûts de contrôle et d'obligation peuvent être engagés afin de limiter un tel comportement de la part des actionnaires. Les coûts du *monitoring* correspondent à l'introduction de clauses de protection dans les contrats de prêts. Enfin, les auteurs estiment qu'une procédure de faillite entraîne des coûts, directs et indirects, qui doivent être pris en compte.

Depuis les travaux de Jensen et Meckling (1976), de nombreuses recherches ont été réalisées en vue d'identifier les sources des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers. Ces conflits font référence à l'existence possible d'un transfert de richesse au détriment des créanciers.

Or, l'augmentation des leviers d'endettement, lors d'un LBO, est une source de conflit. Des études empiriques ont été réalisées afin de mettre en évidence un tel transfert de richesse. Les résultats obtenus ne permettent ni de confirmer ni d'infirmer la baisse de richesse subie par les créanciers à la suite de l'annonce de l'opération de LBO.

Parallèlement à l'identification des caractéristiques de la relation d'agence entre les actionnaires et les créanciers, et à la lumière de certaines pratiques, les analyses théoriques ont été développées afin de mettre l'accent sur les moyens de diminuer les conflits d'agence (conventions de protections dans les contrats obligataires (covenants), utilisation de produits financiers complexes et de structures de capital et d'endettement particulières). Ces derniers ont fait l'objet d'analyses empiriques dans le cadre des opérations de LBO. Les résultats mettent en évidence l'impact positif de l'introduction de clauses particulières dans les contrats de prêts et de l'utilisation de certains produits financiers.

De la même façon, certaines études empiriques montrent que l'utilisation de la technique du *strip financing* ou le recours à des dettes de rangs de priorité différents permet de réduire les coûts de détresse financière.

1.1. Les sources des conflits d'intérêt entre actionnaires et créanciers

Jensen et Smith (1985) dénombrent quatre sources de conflits entre les actionnaires et les créanciers.

1.1.1. L'impact de la politique de dividendes

La principale recherche réalisée en vue de mettre en évidence le transfert de richesse au bénéfice des actionnaires à la suite d'un changement de politique de dividende est due à Kalay (1982).

Si les obligations émises par une entreprise sont valorisées en tenant compte de la politique de dividendes en vigueur, et en supposant que cette dernière se maintiendra, la valeur des droits des créanciers diminue si les dividendes versés aux actionnaires s'accroissent. Le cas limite est représenté par une entreprise qui vend tous ses actifs et verse un dividende de liquidation aux actionnaires. Dans cette situation, les créanciers se trouvent en possession de droits dont la valeur est nulle.

1.1.2. Le problème de substitution d'actifs

Jensen et Meckling (1976) et Galai et Masulis (1976) mettent en évidence le problème de la substitution d'actifs en recourant à une représentation optionnelle du bilan d'une entreprise endettée. En effet, il est possible de considérer que les actionnaires détiennent une option d'achat sur la valeur des actifs de l'entreprise.

La valeur des actifs est définie par : V = S + D où S et D représentent respectivement la valeur des actions et celle des obligations.

Les droits des actionnaires peuvent être représentés par la valeur d'une option d'achat sur les actifs de l'entreprise, leur richesse est une fonction des cinq paramètres dont dépend la valeur d'un *call européen* (Black et Scholes, 1973).

L'analyse de l'évolution de la valeur du *call* en fonction de la volatilité de l'actif sousjacent montre que l'option d'achat est une fonction strictement croissante de la volatilité.

Une telle politique est à l'encontre des intérêts des créanciers. Dans le cadre d'une représentation optionnelle des droits et des obligations de l'entreprise, Merton (1974) a déterminé l'équation donnant la valeur de marché de la dette. L'analyse de l'évolution de cette valeur par rapport à la volatilité de l'actif économique de l'entreprise montre que la valeur des droits des créanciers est une fonction décroissante du risque d'activité de l'entreprise.

Ces éléments montrent que la décision des actionnaires d'investir dans des projets plus risqués que ceux anticipés par les créanciers entraîne une diminution de la richesse de ces derniers au bénéfice de la valeur des fonds propres.

1.1.3. Le sous-investissement

La politique d'investissement sous optimale peut résulter de la relation d'agence entre les actionnaires et les créanciers. En effet, les actionnaires peuvent décider de ne pas investir dans certains projets dont le bénéfice reviendrait aux créanciers.

Myers (1977) met en évidence l'intérêt des actionnaires à mener une politique d'investissement sous optimale en considérant que la valeur de la firme est la somme de la valeur actuelle de ses bénéfices, générés par les investissements en place, et de la valeur des opportunités de croissance.

Myers (1977) considère une firme où les dirigeants prennent des décisions conformes aux intérêts des actionnaires. Il raisonne en deux périodes. En t=0, la firme détient une option

d'investir dans un projet donné en t=1. Étant donné cette opportunité, la firme émet une dette de la valeur de remboursement *D* et arrivant à maturité en t=2.

En t=1, la firme doit décider d'exercer ou de ne pas exercer son option. En l'absence de dette, l'actionnaire accepte tout investissement dont la valeur actuelle nette est positive. Ainsi, si la valeur actuelle des *cash flows* générés par l'investissement excède le coût de celui-ci, le projet est entrepris. En revanche, étant donné l'existence de la dette, Myers (1977) montre que l'actionnaire maximise sa richesse uniquement s'il accepte le projet dont la valeur de marché est supérieure à la valeur de la dette. Dans les autres cas, il n'a pas intérêt à exercer l'option.

En résumé, selon l'auteur, une firme déjà endettée peut être amenée à rejeter des projets d'investissement à VAN positive (et donc à faire baisser la valeur de la firme) si l'augmentation de la valeur qui en résulte est interceptée par les créanciers obligataires. Dans ce cas, le financement par endettement conduit à un sous-investissement et dès lors, il n'y a plus neutralité du financement en matière de décision d'investissement. En l'absence d'avantage fiscal de la dette, l'endettement optimal est nul.

1.1.4. L'impact de l'émission d'une nouvelle dette

Les raisons du transfert de richesse issu de l'émission d'une nouvelle dette sont identiques à celles relatives à une augmentation non anticipée du taux de distribution des dividendes. Si une entreprise décide d'émettre une dette supplémentaire de même rang ou de rang supérieur, alors la valeur de la dette existante est réduite puisque le risque de faillite augmente. Il s'agit d'une dilution des droits des créanciers.

1.2. Les moyens de contrôle des décisions des actionnaires

Deux thèses s'opposent lorsqu'il s'agit de savoir si le moyen de contrôler les conflits entre les actionnaires et les créanciers a une influence sur la valeur de la firme. Selon certains auteurs⁴⁷, les mécanismes internes et externes suffisent à éviter les agissements des actionnaires qui entraîneraient une diminution de la valeur de la firme. Les clauses restrictives sont, par conséquent, inutiles. En revanche, selon la théorie de l'agence,

⁴⁷ Dont Modigliani et Miller (1958).

les mécanismes de régulation naturels ne suffisent pas à éviter un transfert de richesse au détriment des créanciers.

1.2.1. L'introduction de clauses restrictives dans les contrats de prêt

De nombreuses clauses peuvent être introduites dans les contrats selon la source de transfert de richesse contre laquelle les créanciers désirent se protéger. Selon Jensen et Meckling (1976), l'introduction de ces clauses représente un coût de mandat, issu de la relation d'agence entre les actionnaires et les créanciers.

Dans le but de tester l'hypothèse soutenue par la théorie de l'agence, Smith et Warner (1979) ont analysé les clauses figurant dans les contrats de prêts.

Les clauses restrictives sont classées en cinq catégories :

- Les clauses relatives à la politique d'investissement et de production menées. Il s'agit des clauses limitant les investissements, les désinvestissements et l'utilisation des différents actifs, de l'utilisation de dette garantie et de la limitation du recours aux fusions. Peuvent aussi figurer dans cette catégorie, les clauses relatives à la gestion courante de l'entreprise.
- Les clauses relatives à la politique de dividendes. Elles visent à interdire toute distribution de dividendes puisée dans les ressources destinées à financer les investissements.
- Les clauses limitant la dilution de la dette lors de l'émission d'une nouvelle dette de priorité identique ou supérieure et en cas de recours au crédit bail.
- Les clauses modifiant le mode de rémunération des tiers. Il s'agit de l'attribution d'un droit de conversion aux obligations et des clauses de remboursement anticipé (Bodie et Taggart, 1978 ; Barnea et *al.*, 1980).
- Les clauses prévoyant l'information des tiers. Diverses clauses insérées dans les contrats de prêt peuvent prévoir la périodicité de publication des comptes de la société emprunteuses et décrire le contenu des différents rapports éventuellement certifiés devant être mis à disposition du public pour informer les investisseurs.

Pour Smith et Warner (1979), même si ces clauses sont coûteuses, elles permettent de prévenir les transferts de richesse effectués par les actionnaires.

1.2.2. Le recours à des formes de dettes particulières

Comme nous l'avons vu précédemment, il est possible d'inclure des clauses afin de garantir la dette, de la transformer en produit financier complexe ou encore de hiérarchiser les différents types de dettes.

Stulz et Johnson (1985) analysent les effets de l'émission d'une dette garantie sur les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers et les coûts d'agence qui en résultent.

Comme Scott (1977), les deux auteurs concluent que l'utilisation d'une dette garantie peut augmenter la valeur de la firme, d'une part en réduisant les coûts du *monitoring* et d'autre part, en incitant les actionnaires à ne retenir comme projets à financer que ceux à valeur actuelle nette positive.

Plusieurs recherches ont permis de montrer que la valeur d'une obligation convertible, ainsi que celle d'une obligation à bons de souscription d'actions, peut être considérée, approximativement, comme la somme de la valeur d'une obligation simple et d'une option d'achat sur les actions de l'entreprise débitrice (Brennan et Schwartz, 1977; Brennan et Schwartz, 1980).

Partant de cette constatation, différentes recherches ont été effectuées afin de déterminer si l'émission d'une dette convertible ou de bons de souscription d'actions peut réduire le problème de substitution d'actifs décrit précédemment. Les résultats trouvés montrent que l'adoption de projets risqués augmente la probabilité de conversion ou d'exercice du bon. Ceci a pour effet de réduire l'espérance de gains des actionnaires puisque une partie des gains probables est transférée aux obligataires.

Myers (1977) a montré que les actionnaires peuvent être tentés de ne pas investir dans tous les projets rentables si les bénéfices reviennent aux créanciers. Ce comportement n'est possible que si la dette est émise avant l'adoption du projet et arrive à maturité après.

Pour contrôler les actions néfastes des actionnaires, les effets de l'émission d'une dette de court terme ont été étudiés. L'objectif est que le remboursement de la dette intervienne avant la décision d'investissement. Il apparaît que la dette à court terme permet de réduire le problème de substitution d'actifs.

Diamond (1993) montre comment une entreprise fortement endettée choisit la maturité et la priorité de ses dettes. L'objectif est de faire un lien entre la maturité des dettes et leur rang de priorité.

Le modèle développé permet de mettre en évidence que l'entreprise a intérêt à ce que la dette de court terme soit de rang supérieur à la dette de long terme⁴⁸. La principale raison invoquée est que, si la dette junior⁴⁹ est à court terme, cela réduit le montant de dette qui peut être refinancée dans le futur. En revanche, si la dette junior est de long terme, elle ne peut être remboursée que si la dette senior est remboursée. Il est donc nécessaire que la dette senior soit de court terme afin de permettre aux actionnaires de refinancer l'entreprise en cas de difficulté de paiement.

1.2.3. La technique du « strip financing »

Galai et Masulis (1976) estiment que la propriété de la firme peut être structurée de telle manière que les actionnaires n'aient pas intérêt à prendre des décisions qui ne maximisent pas la valeur de la firme. Pour cela, il suffit que chaque catégorie de détenteurs de droits détienne une part d'actions et de dette. Cette technique est dénommée *strip financing*.

Selon Jensen (1986) et Stulz (1990), la technique du *strip financing*, utilisée dans un LBO, limite les conflits d'intérêts entre les différentes catégories de partenaires financiers. Dès lors, cette pratique permet de limiter les coûts de détresse financière.

Etant donné que les actionnaires et les différentes catégories de prêteurs détiennent une part de chaque type de droits de l'entreprise, l'absence de conflits d'intérêts entre eux permet d'opter rapidement pour une réorganisation en cas de difficulté et d'éviter ainsi la faillite. Cette technique utilisée dans les montages LBO a fait l'objet de recherches théoriques afin de mieux comprendre les conséquences de ce mode de financement.

Opler (1992) estime que, dans le cadre d'une opération de LBO, plusieurs éléments permettent de réduire les coûts de faillite en réduisant la probabilité que celle-ci survienne. Outre le fait que la réalisation d'un LBO nécessite très souvent l'intervention de spécialistes dénommés fonds LBO, le recours au *strip financing* ou l'utilisation de différentes classes de dettes permet de réduire la probabilité que la liquidation de l'entreprise soit déclarée à la suite d'un défaut de paiement. De même, Wruck (1990)

⁴⁸ Ce modèle et les conclusions qui en découlent, s'inscrivent dans le cadre des recherches qui ont été réalisées afin de comprendre les caractéristiques de la structure de capital des entreprises ayant fait l'objet d'un LBO.

⁴⁹ Il s'agit de la dette de rang inférieur.

estime que les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers influencent la probabilité de faillite.

De même, Cotter et Peck (2001) affirment dans leur étude que les entreprises engagées dans une opération de LBO réduisent significativement le risque de faillite ou de détresse financière.

Les différentes études empiriques qui ont été réalisées à partir des caractéristiques des entreprises faisant l'objet d'un LBO permettent de confirmer que les différents moyens mis en œuvre, afin de limiter les conflits d'intérêts potentiels entre les actionnaires et les créanciers, ont un effet positif. Certaines études ne font que confirmer des résultats connus, notamment en ce qui concerne les effets des clauses restrictives et le recours à des produits financiers complexes.

2. Les autres effets négatifs de la dette dans le cadre d'une opération LBO

La thèse développée par Jensen (1986, 1989) prédit que la dette, par le double contrôle qu'elle exerce sur les dirigeants, permet de diminuer les conflits d'intérêts entre ces derniers et les actionnaires. Cette baisse proviendrait d'une meilleure gestion et d'une utilisation plus efficiente des fonds disponibles. Au contraire, certains spécialistes estiment que la dette a un effet négatif sur la valeur à long terme de l'entreprise. La raison serait qu'un endettement trop élevé entraîne une réduction des investissements et des dépenses de recherche et développement (R&D). Dès lors, il s'agit de déterminer si la baisse des investissements provient de la volonté de ne plus investir dans des projets non rentables ou de l'impossibilité d'investir dans des projets à VAN positive du fait que trop de fonds sont affectés au remboursement de la dette.

Les résultats des études empiriques qui ont été effectuées afin d'analyser la politique d'investissement et de R&D des entreprises rachetées, avant et après la transaction, confirmant ainsi l'hypothèse de Jensen (1989).

2.1. Le transfert de richesse au détriment des salariés

Les salariés, comme les créanciers, peuvent subir des dommages. Des recherches ont été effectuées afin de déterminer si, à la suite d'un LBO, les salariés subissent une diminution de leurs salaires ou des licenciements.

Shleifer et Summers (1988) dénoncent un tel transfert de richesse. Selon eux, l'augmentation des résultats opérationnels après le rachat proviendrait d'une diminution des salaires et de licenciements. Cette étude porte essentiellement sur les prises de contrôle hostiles.

Ippolito et James (1992) ont réalisé une étude à partir des décisions relatives à la rupture des plans de pension dans les entreprises pour lesquelles un LBO est prévu. Les résultats montrent que, si l'hypothèse d'accroissement de l'efficience de Jensen (1989) peut expliquer la meilleure performance de l'entreprise, celle d'un transfert de richesse au détriment des salariés ne peut pas être rejetée.

Les études dans lesquelles l'évolution des salaires et de l'emploi a été analysée ne confirment pas cette thèse.

2.1.1. Constatation d'une stabilité de l'emploi après un LBO

Kaplan (1989b) a analysé les données salariales de 42 MBO réalisés de 1980 à 1986. En comparant les chiffres de l'année suivant la transaction, il apparaît que l'augmentation médiane du nombre des salariés est de 0,9%. Ceci correspond à une embauche dans 50% des entreprises. Si l'on ajuste ces résultats par rapport à l'évolution du secteur d'activité auquel appartient chaque entreprise, on constate que l'emploi a moins augmenté (-12%) dans les entreprises ayant fait l'objet d'un LBO que dans les autres.

Ces résultats ne tiennent pas compte du fait que certaines entreprises de l'échantillon ont réalisé des désinvestissements entraînant une diminution du nombre de salariés. C'est la raison pour laquelle le même type d'analyse a été réalisé à partir d'un échantillon constitué des 26 entreprises pour lesquelles les ventes d'actifs ont été inférieures à 10% de la valeur du montage.

Les résultats obtenus montrent que l'accroissement médian du nombre de salariés est de 4,9% et que 61,5% des entreprises ont embauché après le rachat. Toutefois, la création d'emplois est inférieure de 6,2% par rapport aux autres entreprises du même secteur d'activité.

Cette analyse souffre de l'absence de données sur l'évolution des salaires. Ceci limite l'interprétation que l'on peut en faire. De la même façon, l'étude menée par Smith (1990) ne donne aucune indication sur l'évolution des salaires après le rachat.

Lors de la détermination de l'augmentation de la productivité dans les entreprises ayant fait l'objet d'un LBO, Lichtenberg et Siegel (1990) ont analysé certaines données liées à l'emploi dans les unités de production et dans les services non productifs. En comparant les données de l'année précédant le LBO avec celle de la seconde année après l'opération, le nombre de salariés dans les unités non productives a diminué de 8,5%. En revanche, la baisse de l'emploi dans les unités productives n'est pas statistiquement significative. De plus, les travailleurs de ces unités reçoivent des compensations dont la hausse est statistiquement significative.

Selon Lichtenberg et Siegel (1990), ces constatations confirment l'hypothèse de Jensen (1989) selon laquelle une meilleure gestion est mise en place à la suite du rachat. Selon eux, il ne s'agit pas d'un transfert de richesse au détriment des salariés. Cette étude souffre également de l'absence de données quant à l'évolution des salaires.

Le dénouement de certaines opérations de LBO permet de disposer plus facilement de données relatives à l'évolution de l'emploi. L'étude de Muscarella et Vetsuypens (1990) montre que dans 80% des cas les trois principaux dirigeants, qui étaient en place avant le rachat, sont encore présents lorsque le LBO est dénoué.

L'étude menée par l'EVCA pour l'Europe montre que l'emploi, dans les firmes reprises en LBO, a cru au rythme annuel de 2,4% entre 1997 et 2004. 67% des firmes étudiées ont soit conservé un niveau d'emploi stable, soit augmenté le nombre global de leurs employés. L'étude affirme ces résultats pour les entreprises familiales qui ont connu une forte croissance de l'emploi avec un taux moyen annuel de 7% à la suite de l'opération de LBO⁵⁰.

2.1.2. Constatation d'une augmentation des salaires après un LBO

Kitching (1989) a analysé par le biais d'un questionnaire, les données de 120 transactions réalisées de 1980 à 1987 aux Etats-Unis et en Grande Bretagne. L'analyse des chiffres communiqués met en évidence, en moyenne, une augmentation régulière des revenus, au cours des années suivant le rachat, et une stabilité de l'emploi.

⁵⁰ EVCA (2005), « Employment, contribution of private equity and venture capital in Europe ».

Cependant Kitching (1989) fait remarquer que les 110 entreprises, ayant répondu au questionnaire peuvent être celles pour lesquelles le LBO a été un succès. Ainsi, de tels résultats peuvent comporter un biais et doivent être interprétés prudemment.

De la même façon, l'étude du cas étudié par Baker et Wruck (1989) montre que dans le cas du rachat d'O.M. Scott & Sons Compagny rachetée par un groupe d'investisseurs spécialisés dans les opérations de LBO, les salaires des dirigeants ont été augmentés après le rachat.

La raison invoquée est que cette hausse de salaire devait augmenter la performance des dirigeants, c'est-à-dire les inciter à gérer l'entreprise dans le sens de l'accroissement de sa valeur. D'ailleurs comme pour les études précédemment citées, Baker et Wruck (1989) confirment l'hypothèse de diminution des coûts d'agence.

L'étude de Desbrières et Schatt (2002) affirme aussi que la masse des salaires versés au personnel apparaît plus élevée dans les firmes reprises en LBO que dans leurs consœurs appartenant au même secteur d'activité.

Amess et Wright (2007) ont effectué une étude pour déterminer l'impact des LBO sur l'emploi et les salaires. L'étude a concerné 1350 LBO sur la période 1999-2004. Les résultats montrent un impact non significatif du LBO sur la croissance de l'emploi mais un impact négatif et statistiquement significatif sur la croissance des salaires en comparaison avec des entreprises du même secteur d'activité.

2.2. L'influence de la dette sur la compétitivité de l'entreprise

La théorie du *free cash flow* stipule que la dette exerce un double contrôle sur les dirigeants de l'entreprise. Ces derniers, étant incités à gérer l'entreprise de façon plus efficiente, n'investissent plus dans des projets à VAN négative et cèdent les activités jugées non rentables pour l'entreprise. Il s'agit de l'hypothèse de l'efficience.

Au contraire, certains pensent que les désinvestissements et la diminution du nombre de projets adoptés proviennent de la nécessité de rembourser la dette. Il est supposé que le poids de la dette oblige à abandonner des projets rentables et à diminuer des dépenses ne plus investir dans des projets non rentables.

indispensables, telles que celles liées à la recherche. A terme, ceci devrait se traduire par une baisse de la compétitivité des entreprises ayant fait l'objet d'un LBO, voire par une baisse de la compétitivité d'un pays dans lequel de telles opérations sont fréquentes.

Un tel débat est fondamental et les résultats des études réalisées en vue de tester ces deux hypothèses contradictoires sont indispensables à une meilleure compréhension des conséquences des opérations à effet de levier. Deux types de résultats sont intéressants. D'une part, il s'agit de savoir quelle est l'ampleur des désinvestissements et de la diminution des dépenses liées à l'investissement et à la R&D. D'autre part, il est nécessaire de tester l'hypothèse selon laquelle la baisse des investissements serait due à la volonté de

2.2.1. La politique d'investissement et de désinvestissement après un LBO

Dans le cadre des études déjà citées, l'importance des ventes d'actifs et les dépenses d'investissements après la réalisation d'un LBO ont été étudiées. De plus, plusieurs recherches ont porté sur l'évolution des dépenses de R&D.

Comme cela a déjà été signalé, Kaplan (1989a) met en évidence une diminution des dépenses d'investissements après le LBO. Il en est de même dans l'étude menée par Smith (1990).

Concernant les ventes d'actifs et les décisions de restructuration, Muscarelle et Vetsuypens (1990) montrent que sur un échantillon de 72 entreprises faisant de nouvel appel public à l'épargne après un LBO, 54 ont mis en œuvre une activité de restructuration⁵¹. Parmi ces entreprises, 43,1% ont réalisé des désinvestissements ou une réorganisation de l'appareil productif. Parallèlement, il apparaît que 25% des firmes ont réalisé des acquisitions.

Pour ce qui est des dépenses de R&D, elles devaient être faibles après un LBO. Deux explications sont possibles : les adversaires des LBO estiment que cela provient du poids de la dette, tandis que les défenseurs de ces opérations pensent que ceci provient du fait que les entreprises concernées sont caractérisées par une faible nécessité de recourir à des

⁵¹ Pour les 18 autres entreprises, il est souligné qu'il est possible que les changements n'aient pas été signalés.

dépenses de R&D. Peu d'études ont été effectuées sur ce sujet. Toutefois, les résultats de l'analyse approfondie menée par Long et Ravenscraft (1993) sont intéressants.

L'objectif de leur étude était de répondre aux questions suivantes :

- Les dépenses de R&D des entreprises rachetées dans le cadre d'un LBO sont elles différentes des autres entreprises ?
 - Le fort endettement oblige-t-il à diminuer les dépenses de R&D?
- Comment les autres éléments caractéristiques d'un LBO affectent-ils la relation entre le montant de la dette et les dépenses de R&D ?
- Les économies réalisées en ne faisant pas de R&D entraînent-elles une diminution de la performance à long terme de l'entreprise ?

L'analyse de 3329 entreprises n'ayant pas fait l'objet d'un LBO et de 72 LBO permet de confirmer les hypothèses issues de la théorie de l'agence. En effet, les entreprises rachetées réalisent, en moyenne, moins de dépenses en R&D que les autres et que la baisse constatée (40%) après le rachat n'entraîne pas une diminution de la performance de l'entreprise.

2.2.2. Confirmation de l'hypothèse de l'efficience

La confirmation de la réalisation de désinvestissements et de la diminution du nombre de projets adoptés et des dépenses en R&D, nécessite une analyse plus approfondie. Celle-ci a été effectuée puisque plusieurs études ont été réalisées afin de tester, en plus de l'hypothèse des *free cash flows*, l'hypothèse de l'efficience.

Ainsi, l'étude réalisée par Lehn et Poulsen (1989) visait également à répondre à la question suivante : les *free cash flows* sont ils un déterminant important de la prime payée lors de la transaction ?

La réponse à cette question doit permettre de déterminer si la prime payée aux actionnaires est due à la diminution attendue des coûts d'agence. Il est montré que la prime payée lors de la transaction est significativement corrélée aux flux de fonds non distribués. Cette corrélation est plus forte pour les opérations effectuées entre 1984 et 1987. Les auteurs expliquent ce résultat par l'accroissement des tentatives d'OPA hostiles⁵². Un tel résultat

128

⁵² L'hypothèse sous-jacente est que, pour éviter une prise de contrôle hostile, les dirigeants sont amenés à verser des dividendes importants aux actionnaires.

confirme l'hypothèse d'efficience puisqu'il signifie qu'une diminution des coûts d'agence, liée à l'utilisation de la dette, est anticipée.

Reprenant l'échantillon de Lehn et Poulsen, Denis (1992) a analysé la politique d'investissement des entreprises ayant fait l'objet d'une opération de *public to private*. Les résultats obtenus montrent que ces entreprises investissaient dans des projets jugés non rentables. Dès lors, il apparaît qu'une mauvaise politique d'investissement peut être une motivation de ce type d'opérations.

Selon Liebeskind et *al.* (1992) la réorganisation d'une entreprise comprend quatre éléments :

- La diminution de la taille de l'entreprise ;
- Le recentrage des activités ;
- La réorganisation du portefeuille d'activités ;
- Les changements dans les caractéristiques industrielles du portefeuille d'activités.

Analysant ces différentes activités, les auteurs concluent à l'augmentation des incitations des dirigeants à gérer l'entreprise de façon plus efficiente.

En plus des résultats des trois études précédentes, il faut noter que l'hypothèse de diminution des coûts d'agence, due à l'utilisation de la dette et à d'autres caractéristiques d'un LBO, est confirmée.

Kapoor (1994) examine l'hypothèse selon laquelle un LBO, du fait de son fort endettement, affaiblit la position concurrentielle d'une firme par rapport à ses concurrents. Ses résultats empiriques confirment que la dette élevée rend la firme vulnérable au comportement agressif de ses concurrents et cette vulnérabilité augmente avec l'imperfection du marché dans lequel évolue la cible.

Ainsi, la rentabilité d'un LBO diminue avec la concentration sectorielle du marché sur lequel opère la firme. Les résultats de Kapoor (1994) viennent compléter ceux de Chevalier (1992) qui montrent que les chaînes de supermarché qui font l'objet d'un LBO sont affaiblies par leur levier financier élevé.

2.2.3. Evolution de la structure des LBO et détresse financière

L'utilisation de la dette peut engendrer des problèmes lorsqu'une firme rencontre des situations défavorables sur le marché. Elle peut ainsi se trouver dans l'impossibilité de répondre à ses obligations contractuelles envers ses créanciers.

Kaplan et Stein (1993) se sont intéressés à l'évolution de la structure des LBO et à la question d'une éventuelle surchauffe du marché à la fin des années 1980 aux Etats-Unis. Le volume des LBO représentait en 1980, un million de dollars, 60 millions de dollars en 1988 et 4 millions de dollars en 1990. Ces auteurs analysent le prix des opérations, leur structure et les incitations.

D'abord, ils constatent que le ratio prix/cash flow a augmenté au cours des années 1980 mais dans les mêmes proportions que le marché. Ensuite, ils remarquent que le ratio prix/cash flow est plus élevé lorsque les junk bonds sont présents dans les montages, ce qui suggère une possible surévaluation des junk bonds. A ce titre, il faut noter que les junk bonds sont plus présents dans les montages de la fin des années 1980 et l'étude de Kaplan et Stein (1993) montre une corrélation entre l'utilisation de junk bonds et la détresse financière, ce qui suggère une surchauffe du marché des LBO. Parallèlement, le strip financing est moins utilisé, ce qui rend la renégociation plus difficile en cas de détresse financière.

Les équipes dirigeantes ont investi une part plus faible de leur richesse dans les opérations de la fin des années 1980 afin de permettre un désengagement plus rapide et les commissions aux *partnerships* ont augmenté.

Généralement, l'endettement a augmenté durant les années 1980 alors que, parallèlement, le risque des actifs augmentait. Le remboursement du principal de la dette est plus rapide à la fin des années 1980. Le ratio (*cash flow* d'exploitation/ remboursement) passe de 1,2 entre 1980 et 1984 à 0,7 entre 1986 et 1988. Ceci a pour conséquence d'augmenter la probabilité de détresse financière et de réduire les incitations des banques à prêter en cas de détresse financière (Le Nadant, 2000).

L'étude de Lewellen et Roden (2000) a porté sur 107 entreprises acquises par LBO entre 1981 et 1990. Les auteurs expliquent que la probabilité de faire faillite augmente quand une prime élevée est payée et qu'une large proportion du financement du LBO est

composée de *junk bonds*. Cette probabilité diminue avec la taille de la firme et lorsque le management participe au rachat.

Avec la crise financière actuelle⁵³, on s'attend à une réduction massive du levier d'endettement. Les fonds de LBO et les fonds spéculatifs (*hedge funds*) seront agressivement touchés par les conséquences de cette crise.

Ce deuxième chapitre avait pour objectif de donner une présentation détaillée des principes, des mécanismes et des outils concernant les opérations LBO.

L'importance de la dette, dans ce type de transactions, nous a amené à consacrer une grande partie des développements de ce chapitre à l'analyse des conséquences de cette utilisation accrue de l'endettement.

⁵³ La crise des *subprimes* depuis Août 2007.

Conclusion de la première partie

Cette première partie nous a permis de présenter l'environnement économique et financier de l'activité de CI, ainsi que le concept des opérations de rachat avec effet de levier (LBO) qui suscitent notre plus grand intérêt.

L'objectif du premier chapitre était, d'abord, de présenter l'économie de CI. Nous avons essayé de passer en revue l'évolution de cette activité. Il était, tout d'abord, nécessaire de faire la distinction entre le CI américain et européen, nous avons par la suite, examiné les structures adoptés par les CIrs dans l'organisation et la gestion des fonds. Nous avons, finalement, penché notre analyse sur la question de la performance du CI.

Il était, à notre avis, essentiel de consacrer une partie de ce chapitre à la performance du CI dans son ensemble, vu que nous allons nous consacrer, dans la deuxième partie de cette thèse à l'analyse de la performance d'un segment particulier du *private equity* à savoir la performance des opérations LBO.

Dans le deuxième chapitre, notre but était d'approfondir notre analyse en étudiant de prés ces opérations LBO. Ainsi, nous avons, dans un premier temps, présenté les principes de fonctionnement de ces opérations, l'évolution du marché des *buy out*, les différents intervenants, etc.

Le rôle prépondérant de la dette dans les montages LBO, explique notre intérêt porté dans la deuxième section à l'étude de l'utilisation d'un fort effet de levier. La littérature financière a, depuis longtemps, cherché à mesurer les conséquences de l'endettement. Elément essentiel dans le financement des transactions LBO, la dette fait l'objet de la principale question posée par la littérature théorique et empirique sur le sujet. La question de la répartition du financement entre dettes et fonds propres a été toujours au cœur des différents débats depuis le célèbre article de Modigliani et Miller (1958). Les analyses des différents auteurs semblent montrer qu'une bonne entreprise est celle qui s'endette, qui se déclare capable de rembourser à une échéance prédéterminée.

DEUXIEME PARTIE: DETERMINANTS ET PERFORMANCE DES BUY OUT: UNE ANALYSE EMPIRIQUE

Introduction

Après l'analyse théorique du contexte de notre recherche, la deuxième partie de ce travail a pour objet d'analyser le marché des LBO dans une perspective multidisciplinaire.

Les opérations de LBO revêtent un caractère distinct par rapport aux autres sources de financement et d'acquisition traditionnelles. L'offre des investissements LBO est par conséquent déterminée par des facteurs spécifiques à ce type d'opérations.

Une grande majorité de la littérature financière a été consacrée à l'étude de l'offre des investissements des premières phases de financement des entreprises, il s'agit de l'offre des investissements de capital risque. A notre connaissance, le champ d'investigation sur les investissements LBO n'est pas encore exploré. Aucune étude sur le marché européen n'a porté sur l'offre des investissements LBO et les facteurs qui déterminent cette offre.

Le troisième chapitre de cette thèse sera consacré, dans un premier volet, à l'analyse théorique des principales études ayant traitées et avancées les connaissances sur le phénomène de l'offre des investissements dans le *private equity*. Nous allons faire la distinction entre les facteurs macro-économiques, les facteurs institutionnelles et ceux micro-économiques, ayant eu un effet considérable sur la levée des fonds dans le CI.

Le deuxième volet de ce chapitre a pour objectif d'étendre notre connaissance sur les facteurs déterminants de l'offre des investissements LBO. L'intérêt est porté sur un échantillon couvrant 19 pays européens entre 1997 et 2006. L'évaluation empirique de cette problématique se fera à l'aide d'une estimation en données de panel permettant de définir les déterminants expliquant l'offre des investissements LBO.

L'objectif des développements du chapitre quatre est de déterminer dans quelle mesure et pourquoi les opérations de LBO influencent la performance des entreprises cibles françaises.

Dans un souci de rigueur, deux approches de mesure de la performance sont utilisées.

La première approche vise l'étude de l'impact des opérations LBO sur la performance économique et financière des entreprises concernées. Nous utilisons, pour ce faire, des indicateurs comptables de performance auxquelles nous effectuerons des tests paramétriques et des tests non paramétriques.

Concernant la deuxième approche de notre analyse, elle prend en considération un autre aspect de l'étude de la performance. Des études anglo-saxonnes récentes ont développé une approche par la productivité pour analyser la performance *post* LBO.

Les études françaises, restant peu nombreuses, n'ont pas encore développé cet aspect dans l'étude de l'effet des opérations LBO sur les cibles.

Ainsi, la deuxième section de ce chapitre sera consacrée à l'étude théorique et empirique de la performance des opérations LBO et leur impact sur la productivité des entreprises cibles françaises.

CHAPITRE I: LES DETERMINANTS DE L'OFFRE DES LBO: UNE ESTIMATION EN DONNEES DE PANEL

Les évolutions dans les montants des fonds levés et investis en Europe se sont accompagnées de modifications importantes de la structure du marché. Nous assistons, aujourd'hui, à un recul dans la part des investissements destinés au capital risque au profit du capital transmission (LBO).

Cette mutation repose sur un certain nombre de facteurs, de nature à la fois conjoncturelle et structurelle. Les changements, observés dans le contexte macro-économique et financier au cours de ces vingt dernières années, constituent un premier facteur d'explication.

La littérature documente bien cette correspondance entre l'environnement macro-financier et les flux vers le CI (Gompers et *al.*, 2005).

Tout d'abord, les conditions de marché déterminent les possibilités de sorties des fonds à travers des introductions en Bourse. Un contexte de marché porteur permet ainsi de céder dans les meilleures conditions de prix les entreprises présentes dans le portefeuille du fonds.

Ensuite, les cours observés sur les marchés d'actions, lorsqu'ils sont élevés, signalent que les entreprises se situent sur des marchés porteurs. Il s'agit de l'approche traditionnelle par le Q de Tobin, qui fait dépendre l'investissement des entreprises de la différence entre leur valeur de marché et la valeur de remplacement de leur capital. Cela incite les investisseurs

à prendre des participations dans les entreprises. Ainsi, des cours élevés sont de nature à stimuler tant la demande que l'offre du capital.

Finalement, la croissance économique stimule la création d'entreprise et l'innovation, ceci permet un accroissement dans l'offre et la demande des capitaux.

Nous nous proposons, dans ce chapitre, d'identifier les déterminants de l'offre des investissements LBO, au moyen d'une étude économétrique sur 19 pays européens entre 1997 et 2006.

<u>Section 1:</u> Les déterminants de l'offre des investissements en *private equity* : Une revue de la littérature

De nombreuses études ont traité, dans les vingt dernières années, la question des déterminants de l'offre des investissements dans l'activité du CI.

Il était possible de constater, avec le temps, l'apparition de nouveaux indicateurs et des mesures qui changent avec l'évolution des nouvelles réalités économiques.

L'étude de Gompers et Lerner (1998) a été d'une portée considérable dans le cadre de la recherche sur les déterminants de l'offre des investissements de capital risque. Nous exposerons, dans le tableau 4, les différentes mesures, adoptées par les principales études faites sur le sujet.

Tableau 4 : Présentation des indicateurs de mesure des déterminants de l'offre de private equity présentés dans certaines études

Les déterminants de l'offre de <i>private equity</i>	Gompers et Lerner (1998)	Jagwani (2000)	Jeng et Wells (2000)	Romain et De La Potterie (2004)	Félix et <i>al</i> . (2007)
PIB	*		*	*	*
Taux de croissance du PIB	*		*		*
Taux d'intérêt (1 an)	*	*		*	*
Taux d'intérêt (10 ans)				*	
Différence entre les deux taux d'intérêt				*	
Les fonds de pension	*	*	*		
Taux d'impôt	*	*	*	*	
Rigidités du marché de travail			*	*	
IPO	*		*		*
Taux de croissance des PME			*		
Le degré d'entrepreneuriat				*	
Nombre de brevets				*	
Croissance des dépenses R&D	*	*		*	*
Capital connaissance	*			*	

Les facteurs institutionnels constituent des déterminants importants dans la localisation et l'accroissement des investissements (Stein et Daude, 2007). L'étude récente de Cherif et Gasdar (2009) examine l'effet des déterminants institutionnels sur l'offre des investissements du capital risque européen. Les auteurs analysent un échantillon de 21 pays européens sur une période allant de 1996 à 2006 moyennant une estimation en données de panel. Le modèle proposé est inspiré du modèle d'équilibre proposé par Jeng et Wells (2000). Les résultats, auxquels ont abouti Cherif et Gasdar (2009), montrent que les variables institutionnelles ont un impact positif et statistiquement significatif sur les investissements dans le capital risque. Cependant, l'analyse n'a pas recensé un effet significatif de ces variables sur la levée des capitaux dans ces premières phases de financement.

Nous allons, à présent, essayé d'identifier les différentes variables déterminantes de l'offre des investissements dans l'industrie du CI.

I. Les déterminants macro-économiques

L'objectif primordial des bailleurs et des demandeurs de fonds est la réalisation de profit. Il est, par conséquent, important d'identifier au préalable les principales forces exogènes qui affectent les espérances de gain des CIrs afin de reconnaître les variables exogènes susceptibles d'expliquer l'offre du capital dans le *private equity*.

Dans ce paragraphe, nous présentons les variables macro-économiques et de marché telles qu'elles ont été identifiées par la théorie économique et financière qui peuvent expliquer l'offre des investissements dans l'industrie de CI.

1. La profondeur des marchés financiers

La littérature sur les déterminants du CI insiste sur la relation positive existante entre le montant des fonds investis dans cette activité et la situation prévalant sur les marchés financiers.

De nombreuses études économétriques mettent en évidence une influence importante des marchés financiers sur l'investissement en CI. Ces études utilisent différents facteurs pour illustrer le rôle des marchés financiers. Ainsi, pour Black et Gilson (1998), Gompers et Lerner (1998), Jeng et Wells (2000) et Leachman et *al.* (2002), les IPO (*initial public offerings*), qui reflètent le rendement potentiel du capital risque, apparaissent comme l'un des déterminants essentiels des investissements. Black et Gilson (1998) en concluent que le développement du marché du capital investissement est tributaire de l'existence de marchés financiers développés et profonds capables d'absorber les introductions en Bourse des entreprises.

Dans d'autres études comme celle de Schertler (2003), Michelacci et Suarez (2004) et Kaplan et Schoar (2005), l'accent a été mis sur l'impact positif de la liquidité du marché, représentée notamment par la capitalisation boursière, sur le développement des investissements en capital risque. Gompers et *al.* (2005) ont souligné, dans une étude portant sur les Etats-Unis, que l'activité de capital risque était très sensible aux signaux, tels que le Q de Tobin, émis par les marchés financiers.

L'étude menée par Venture Economics (1988) montre que la sortie sous forme d'IPO est cinq fois plus rentable que la sortie via la cession des parts à une autre entreprise. Les

travaux de Gompers (1995) pour les Etats-Unis et de Schwienbacher (2004) pour l'Europe, confirment les meilleures performances de la sortie en Bourse par rapport à la sortie industrielle.

Ainsi, réussir des IPO permet aux professionnels du CI de signaler leur expérience au marché d'une part et, de réduire les coûts de transaction de leur relation avec les dirigeants d'autre part.

De plus, la réalisation des IPO réussies améliore la réputation du fond du capital investissement et lui permet de lever des fonds auprès des investisseurs à des conditions plus favorables.

Enfin, la sortie sous forme d'IPO permet aux capital investisseurs de mieux gérer les éventuels risques de conflit d'intérêt avec les dirigeants (Black et Gilson, 1998). En effet, lors de l'introduction en Bourse, les dirigeants fondateurs gardent souvent une influence importante dans l'entreprise.

A l'inverse, lorsque le CIr sort du capital via une sortie industrielle ou en cédant ses parts à un autre fonds d'investissement, l'indépendance des dirigeants n'est plus assurée.

En France, les opérations de *Public-to-Private* restent encore marginales, puisqu'elles ne représentent que deux sorties de Bourse sur les cinquante et une entreprises radiées de la cote parisienne en 2006⁵⁴. En effet, pour mener à bien ce type d'opérations en France, un investisseur doit détenir au minimum 95 % du capital de l'entreprise afin de retirer celle-ci de la cote.

Les arguments théoriques et empiriques rappelés ci-dessus mettent donc clairement en évidence le fait que les investissements en CI dépendent fortement de la situation prévalant sur les marchés financiers.

2. L'environnement juridique et institutionnel

En ce qui concerne l'impact de l'environnement juridique et institutionnel, les travaux menés confirment le poids de cette donne dans le développement du capital risque. En dehors de l'instabilité politique ou monétaire qui révulse les marchés financiers, les

⁵⁴ Chiffres Euronext Paris.

travaux indiquent deux grands éléments importants en ce qui concerne l'environnement institutionnel, la flexibilité du marché du travail et la fiscalité.

Plusieurs études ont expliqué l'importance de l'environnement juridique et institutionnel, notamment suite au décret sur la règle de prudence (*prudent man rule*) émis par le ministère du travail américain en 1978 et qui a eu un effet négatif sur l'offre du capital risque jusqu'à ce qu'une clarification y soit ajoutée un an plus tard. Dans cette clarification, était stipulé que la diversification d'un portefeuille est un acte de prudence et que l'allocation d'une part de son portefeuille dans des investissements de capital risque constitue un moyen efficace de diversification et non pas une pratique imprudente (Zorgati, 2006).

Gompers et Lerner (1998) ont voulu démontrer la pertinence de la réglementation dans l'offre de capital risque en utilisant une variable latente comme *proxy* de la réglementation. Cette variable prend la valeur 0 avant le décret et 1 après et ce afin de différencier les deux sous périodes d'avant et après la clarification du décret.

Les résultats ont montré l'impact positif et statistiquement significatif de cet événement sur l'offre du capital risque.

Jeng et Wells (2000), quant à eux, ont effectué une étude sur les déterminants de l'offre de capital risque entre 1986 et 1995 avec des données sur 21 pays. Pour le facteur de la réglementation, les deux auteurs ont utilisés deux variables.

La première étant la rigidité du marché de travail mesuré par le pourcentage de la main d'œuvre active totale ayant travaillé plus de 10 ans pour le même employeur. L'effet anticipé serait négatif à cause des obstacles causés par cette rigidité quand il s'agit pour un entrepreneur de quitter son emploi et faire recours aux professionnels de capital risque pour un nouveau projet.

La deuxième variable utilisée est un indice de qualité des normes de la publication des états financiers dans chaque pays. L'effet escompté dans ce cas est positif puisque des normes strictes facilitent le travail d'audit des sociétés de capital risque et favorisent alors l'offre de capital risque.

Les résultats empiriques de cette étude démontrent un effet négatif significatif de la rigidité du marché de travail sur l'offre de capital risque confirmant ainsi les résultats de Sahlman (1990) obtenus sur l'Allemagne et le Japon.

D'un point de vue fiscal, les études montrent l'existence d'une relation inverse entre l'offre du CI et l'impôt sur le gain en capital.

Jagwani (2000) a effectué, sur la période 1978-1995, une estimation sur un modèle linéaire simple avec comme variable dépendante les levées de fonds de capital risque au cours d'une année. Les variables exogènes étant : la performance du capital risque mesurée par le total des levées de fonds par des entreprises financées en majorité par capital risque, le taux d'imposition du gain en capital, le total des dépenses en R&D aux Etats-Unis pendant la période et le taux de rendement des bons de trésor américains à échéance de 30 ans.

Les résultats indiquent que le coefficient de régression du taux d'imposition du gain en capital est négatif et statistiquement significatif à un niveau de confiance de 99%. Ceci confirme la pertinence de cette variable puisqu'elle représente le profit réalisé par les CIrs. L'auteur a aussi testé ce déterminant pour deux sous-échantillons différents selon la provenance du capital. Les résultats montrent qu'il existe deux groupes d'investisseurs ayant un traitement fiscal différent.

Le premier groupe rassemble ceux bénéficiant d'une exemption d'imposition sur le gain en capital aux Etats-Unis et le deuxième rassemble les investisseurs qui ne bénéficient pas de ce privilège.

Pour les deux groupes, l'estimation rejette l'hypothèse d'une réaction différente. Ainsi, une augmentation du taux d'imposition du gain en capital engendre une baisse plus ou moins significative de l'offre du capital provenant des deux groupes.

Plusieurs études récentes (Djankov et *al.*, 2003, 2005 ; Cumming et Johan, 2007 ; Desai et *al.*, 2006 ; Cumming et *al.*, 2006a ; Cumming et *al.*, 2006b) ont été menées afin d'expliquer la relation significative et directe entre le développement des investissements de *private equity* et les variables institutionnelles (le système judiciaire, les réformes, les réglementations, les lois, etc.).

3. Niveau de recherche et développement public et privé

Le capital risque, comme nous l'avons défini antérieurement, est un financement en fonds propres dans des entreprises innovantes présentant un fort potentiel de croissance. Landskroner et Paroush (1995) précisent que le capital risque joue un rôle fondamental dans le développement des nouvelles technologies et dans la création de nouveaux marchés.

Dans leur étude, les deux auteurs expliquent également l'importance des investissements effectués par les sociétés de capital risque dans le financement de la R&D dans le secteur de la technologie.

La relation entre le développement de l'activité du capital risque et les dépenses en R&D est une relation à double sens. Les deux variables sont mutuellement dépendantes.

Selon Gompers et Lerner (1998), l'accroissement des dépenses en recherche et développement, qu'elles soient d'origine privée ou publique (académique ou gouvernementale), favorise le développement de nouvelles technologies qui se combinent les unes avec les autres et multiplient les opportunités technologiques pour les jeunes entreprises.

Jagwani (2000) a utilisé la variable R&D par rapport au PIB pour mesurer l'influence de ce facteur sur le désir des investisseurs d'octroyer des fonds aux sociétés de capital risque. L'avantage de l'utilisation de cette variable est qu'elle a permis de tenir compte de la situation économique (intégration du PIB annuel).

Dans une économie orientée vers la recherche et l'innovation technologique, le brevet parait comme un élément clés. A cet égard plusieurs raisons peuvent être avancées.

D'une part, le brevet accorde à l'inventeur une protection exclusive sur l'invention brevetée lui permettant de l'exploiter commercialement et d'en tirer profit, soit directement, soit indirectement par le biais des licences accordées. Le brevet permet ainsi de créer de la valeur. D'autre part, le brevet facilite la diffusion du progrès technique et le transfert de connaissances. En effet, la divulgation de l'invention permet de mettre à la disposition de la communauté scientifique, tant du domaine public que privé, l'information technique relative au brevet déposé. Cette information, largement accessible, assure une meilleure diffusion et un partage des connaissances.

Romain et De La Potterie (2004) ont confirmé le rôle positif de l'environnement technologique sur le niveau du développement du capital risque en construisant un indicateur d'opportunité technologique regroupant le stock de connaissance et le nombre de brevets déposés.

Ueda (2004) estime que les droits de propriété puissants ont un impact positif sur le financement des entreprises par capital risque (Kortum et Lerner, 2000) notamment au moment où l'Europe a statué sur le brevet du logiciel.

Dans son étude sur 15 pays européens entre 1991 et 2001, Shertler (2007) a voulu expliquer l'offre du CI et le développement des investissements dans cette industrie, par le capital des connaissances (*Knowledge capital*). Ses résultats ont montré un impact significativement positif de cette variable sur le métier de capital risque.

En effet, le nombre des brevets affectent le nombre et le volume des investissements dans les phases post-création; en particulier, les brevets enregistrés dans l'industrie des biotechnologies.

4. Le taux d'intérêt

Selon la théorie économique, un faible niveau des taux d'intérêt devrait avoir un impact négatif sur l'offre de capital risque. En période de faible taux d'intérêt, les PME innovantes disposent de ressources à un coût potentiellement faible, ce qui peut diminuer l'attrait du capital risque.

Gompers et Lerner (1998), dans leur étude sur des données américaines entre 1969 et 1994, utilisent un modèle log-linéaire ayant pour variable endogène, le logarithme du total des levées de fonds des sociétés de capital risque. Les auteurs retiennent parmi les variables dépendantes, le rendement des bons du trésor décalé d'une période. Leurs tests montrent qu'il y a un effet positif mais statistiquement non significatif de la structure des taux d'intérêt sur l'offre de capital risque.

Cette contradiction avec la théorie a été expliquée, selon Gompers et Lerner (1998), par la période qui a servi à leur étude. L'âge d'or qu'a connu le capital risque au début des années 80, était accompagné d'un niveau élevé des taux d'intérêt.

Jagwani (2000) a utilisé, dans ses tests, la même variable sur une période différente. Les résultats trouvés étaient conformes aux fondements théoriques quant à l'impact des taux d'intérêt sur l'offre du capital risque.

Selon Romain et De La Potterie (2004), la relation entre le taux d'intérêt et l'offre du capital risque peut aussi être expliquée par la différence entre les niveaux de taux d'intérêt à court et long terme (*spread*). Ces auteurs expliquent que, plus l'écart est important entre les taux, moins les investisseurs seraient attirés par le capital investissement.

À cet égard, la période 2003-2006 caractérisée par un bas niveau des taux d'intérêt à long terme et des marchés boursiers en hausse était favorable au CI et notamment aux

opérations de LBO, qui ont dépassé en volume et en nombre les pics atteints lors du cycle précédent (1996-2000).

5. La croissance économique

Même si en volume, leur importance reste très relative par rapport aux autres sources de financement des entreprises (autofinancement, crédit bancaire, marchés financiers, etc.), les fonds de CI jouent un rôle important dans l'économie. L'apparition sur le marché de nouveaux projets stimule la demande du CI aussi bien privée que publique (Tuller, 1994).

En effet, le CI permet d'accroître la productivité globale de l'économie, en allouant les ressources financières aux activités les plus productives et les plus innovantes.

De plus, la qualité de la conjoncture économique, peut bien déterminer l'impact sur le niveau d'introduction en Bourse et sur le développement de nouvelles technologies.

Pour les entreprises cotées, le rachat par un fonds de *private equity* peut être avantageux lorsque la liquidité sur les actions est trop faible, ou lorsque les exigences des investisseurs deviennent trop fortes et ne permettent plus de mener à bien des restructurations coûteuses ou des projets de développement étalés sur plusieurs années. Toutefois, si ce type d'opérations venait à se multiplier, cela conduirait à une contraction et à une moindre liquidité des marchés publics de l'épargne.

Selon Acs et Audretsch (1994), les fluctuations macro-économiques ont généralement une influence sur l'activité des entreprises innovantes. L'accroissement de l'activité de ces entreprises peut accroître l'offre de capital risque. Il existe donc une relation positive entre la croissance économique et le développement de l'industrie de capital risque.

La littérature a toujours suggéré une relation positive entre la croissance économique et l'offre de capital risque.

Jeng et Wells (2000) ont utilisé la croissance du PIB pour mesurer les fluctuations macroéconomiques. Bien que leurs résultats contredisent la théorie financière, le coefficient obtenu étant statistiquement non significatif, les auteurs expliquent cette contradiction par le fait que ce sont plutôt les IPO qui expliquent l'offre du capital dans cette industrie.

Gompers et Lerner (1998) ont testé la même variable en la décalant d'une période. Le coefficient obtenu est positif et statistiquement significatif, indiquant une augmentation de l'offre de capital risque en présence d'une augmentation dans l'activité économique.

Romain et De La Potterie (2004), comme Gompers et Lerner (1998), ont trouvé une relation significativement positive entre l'offre du capital risque et le développement de l'activité économique. Comme le capital risque est une activité pro-cyclique, son développement suit alors l'expansion de l'indice de croissance (PIB). Ainsi dans une période de forte croissance, les investissements en capital risque augmentent et *vice versa*.

Meyer (2006) examine la corrélation croissance économique-investissements de CI parmi 20 pays européens entre 1994 et 2005 en décomposant le CI en trois segments : *early stages, venture capital* et *buyouts*.

Le taux de croissance du PIB est régressé sur ces différentes variables, ainsi que sur le niveau initial du PIB et un effet fixe pays. Il apparaît alors qu'il existe une relation robuste et positive entre le taux de croissance et l'intensité du CI. Selon l'auteur, une augmentation de 0,1 % de la part du CI dans le PIB est associée à une hausse du taux de croissance du PIB de 0,2 % s'il s'agit de *buyout*, de 0,4 % pour le *venture capital* et de 1,2 % pour le *early stage*.

II. Les déterminants micro-économiques

Ces dernières années quelques travaux ont utilisé une approche micro-économique pour identifier les déterminants du CI. Pour la plupart, ces travaux modélisent l'interaction entre les investisseurs et l'entrepreneur par une relation d'agence où l'entrepreneur est identifié à l'agent et l'investisseur au principal (Jensen et Meckling, 1976).

En effet, le succès de l'investissement est intimement lié à la capacité du capital investisseur à gérer le conflit d'agence évident entre lui et l'entrepreneur.

Si les deux parties ont comme objectif commun la croissance de l'entreprise, il existe une asymétrie d'information importante entre les deux parties, l'entrepreneur était considéré comme la partie la plus informée. Alors que le cadre institutionnel fournit aux acteurs le champ d'application des acteurs, l'efficacité du capital investissement se construit au niveau micro-économique. Elle dépend de l'implication des individus, des mécanismes de supervision et de contrôle mis en place par les différentes parties (Kaplan et Stromberg, 2001). La réputation et les signaux envoyés par les différentes parties prenantes sont donc déterminants pour la réussite du projet (Hauffman et *al.*, 1998).

1. Le poids des caractéristiques individuelles

Du côté des investisseurs, les différentes études portant sur les déterminants du CI pointent l'hétérogénéité des individus. Les investisseurs en capital viennent de différents horizons. Ils sont plus ou moins expérimentés, supportent différents niveaux de contraintes, se spécialisent dans certaines niches du CI, etc. Les effets de la réputation peuvent aussi donner une explication probante des comportements divers et des différents niveaux d'exigence observés entre les investisseurs. Ainsi, des investisseurs, ayant un niveau de réputation élevé, seront plus exigeants que des concurrents moins réputés ou ayant moins d'expérience.

Les travaux menés par Lerner (1994, 1995) confirment cette hypothèse puisque les investisseurs réputés obtiennent des niveaux de rémunération plus importants tout en exigeant un taux de rentabilité élevé.

Si la qualité individuelle des investisseurs a des conséquences importantes sur l'activité et le niveau de performance des investisseurs, de plus en plus cette activité se conçoit dans un cadre commun (syndication des investissements).

Aux Etats-Unis, la part d'investissement en syndication est beaucoup plus importante que dans le reste du monde malgré le niveau de connaissance atteint par les individus. Il s'agit là d'une indication de la maturité de cette industrie. En effet, si la mise en place d'une syndication apparaît contractuellement difficile à mettre en œuvre, les bénéfices tirés de ce type de regroupement sont potentiellement importants.

Tout d'abord, la syndication permet de diversifier le portefeuille des investissements et de réduire les risques inhérents à des stratégies d'investissements risqués. Par ailleurs, ces regroupements permettent de limiter les mauvais projets en accumulant des connaissances (savoir-faire, carnet d'adresse, degré d'expertise dans un secteur particulier).

Dans une étude portant sur 271 projets d'investissement dans les biotechnologies, Lerner (1994) observe que les investisseurs ayant des caractéristiques similaires ont tendance à se regrouper dans les opérations d'amorçage pour profiter de leur expérience respective.

2. Méthodes et degrés d'implication dans l'entreprise

Lorsqu'elles sont présentes dans les secteurs technologiques, les PME se singularisent par l'importance des actifs incorporels (brevets et qualité de la main d'œuvre)

et un niveau de dépense en R&D élevé. Il est bien souvent difficile de mesurer la valeur d'une PME innovante en utilisant les ratios habituellement utilisés par les investisseurs.

En dehors de la technique de syndication des investissements qui permet *ex ante* de limiter les risques, certains travaux estiment que, dans le cas des PME innovantes, la prise de risque peut être atténuée en assurant un contrôle plus efficace. A cet effet les études de Lerner (1995) ont révélé que le financement par le CI se traduit par une présence accrue des investisseurs dans le conseil d'administration. Cette présence accrue s'explique par le besoin de suivre la manière dont sont utilisés les fonds et dont est assurée la stratégie de développement de l'entreprise.

Des études similaires ont montré que les changements au sein des conseils d'administration des entreprises financées par le CI coïncidaient avec une crise dans l'entreprise mais également à l'occasion d'un nouveau tour de financement.

En effet, en décomposant des flux financiers par tour (*round*), les investisseurs se réservent différentes options en ce qui concerne le soutien à l'entreprise. Ce découpage oblige les dirigeants à rendre compte à échéance précise, elle permet aux investisseurs de suivre les choix des produits et stratégies de production poursuivies par les dirigeants (Hellmann et Puri, 2000).

Enfin pour inciter les dirigeants à agir dans le sens voulu par les investisseurs, ces derniers peuvent mettre en place des schémas de rémunération de type stock-options. Pour une jeune entreprise, ces schémas de rémunération permettent de limiter la masse salariale. Pour les investisseurs, il s'agit là d'un mécanisme de gouvernance puissant en alignant les objectifs des dirigeants et des investisseurs.

Section 2: Les déterminants de l'offre des investissements LBO: Estimation empirique en données de panel

La plupart des études antérieures traitant les déterminants de l'offre du *private* equity se sont intéressées à expliquer l'offre des investissements de capital risque. Nous allons essayer, dans ce chapitre, d'analyser un autre aspect des opérations de *private* equity, il s'agit des opérations à effet de levier (LBO).

La méthodologie que nous utilisons dans cette étude est issue des travaux de Jeng et Wells (2000), Gompers et Lerner (1998), Balboa et Marti (2004) et Félix et *al.* (2007). Il s'agit de détecter les déterminants macro-économiques et institutionnels de l'offre des investissements LBO, ainsi que les déterminants liés aux stratégies de sorties adoptées par les CIrs.

I. Collecte des données

L'échantillon retenu pour cette évaluation empirique s'intéresse à 19 pays européens sur la période 1997-2006 (figure 19). Il s'agit en l'occurrence de l'Autriche, la Belgique, la république Tchèque, le Danemark, la Finlande, la France, l'Allemagne, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Italie, Les Pays-Bas, le Norvège, la Pologne, le Portugal, l'Espagne, le Suède, la Suisse et le Royaume-Uni. La fréquence de nos données est annuelle. Nous disposons ainsi de 190 observations.

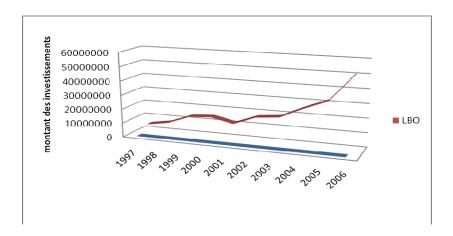


Figure 20: Les investissements LBO en Europe 1997-2006 (Auteur)

Le choix de cet échantillon dépendait de la disponibilité des données sur la période.

Les données dérivent de la base *IMF International Financial Statistics* qui présente pour la plupart des pays des données récentes, compilées par le Fonds Monétaire International (FMI), sur les taux de change, la liquidité internationale, les opérations bancaires internationales, la monnaie et le crédit, les taux d'intérêt, les prix, la finance publique et la comptabilité nationale.

Nos données proviennent également de la base Eurostat et des rapports annuels de l'EVCA pour les données sur les opérations de *private equity* (tableau 5).

Tableau 5: Les investissements LBO des pays étudiés entre 1997 et 2006

Pays	Montants des investissements LBO	Nombres de compagnies		
Autriche	204 029	148		
Belgique	1 075 464	263		
République Tchèque	124 055,637	20		
Danemark	867 616	94		
Finlande	932 948	284		
France	30 587 810	3 145		
Allemagne	13 505 799	817		
Grèce	16 933	12		
Hongrie	151 031,268	15		
Irlande	266 910	48		
Italie	12 547 876	424		
Pays Bas	8 258 258	908		
Norvège	521 008	129		
Pologne	415 590,83	46		
Portugal	289 641	83		
Espagne	5 569 573	235		
Suède	11 741 668	500		
Suisse	1 393 664	139		
Royaume Uni	105 827 018	3 635,74		

Source : EVCA

II. Description des variables

- La capitalisation boursière : Une valeur élevée de la capitalisation boursière implique un marché boursier développé. Cet indicateur est utilisé pour mesurer la taille du marché boursier.
- La croissance du PIB : le taux de croissance annuel du PIB est destiné à permettre les comparaisons des dynamiques du développement économique à la fois à travers le temps et entre des économies de différentes tailles.

Les deux variables capitalisation boursière et croissance du PIB, permettent de fournir une interprétation sur la croissance économique.

Le taux d'intérêt réel : un faible niveau dans les taux d'intérêt favorisent les dépenses dans le secteur du CI.

- Le taux de chômage : suggéré par Félix et *al.* (2007) comme un indicateur macro-économique, le taux de chômage est un indicateur permettant d'analyser les dépenses LBO.
- Les dépenses en R&D : cette variable est liée directement aux investissements de *private equity*. La relation n'est pas à sens unique, les deux variables sont mutuellement dépendantes.
- La corruption : permet de donner un signal sur la perception de la corruption au sein de l'environnement des affaires dans un pays. Cette variable prend une valeur allant de 0 à 1. Un pays ayant une valeur proche de zéro indique une présence accrue de la corruption.
- La réglementation : était un déterminant important de l'offre de capital risque aux Etats-Unis. Elle permet de donner une indication sur l'importance des lois et des réformes dans l'accroissement des investissements LBO. Cette variable prend une valeur allant de 0 à 1. La notation 1 équivaut à une forte application des réformes dans le pays concerné.
- Le désinvestissement par la Bourse divisé par le PIB : La performance du marché financier a une influence directe sur les investissements LBO. Les sorties boursières ont un impact positif sur ces derniers.
- Le désinvestissement par la cession à un industriel divisé par le PIB : nous nous attendons au même effet positif des désinvestissements par la Bourse sur les investissements LBO.
- Le désinvestissement par liquidation divisé par le PIB : Cette variable aurait un impact plutôt négatif sur l'accroissement des investissements LBO selon Marti et Balboa (2001).

Certaines variables ont été normalisées par le produit intérieur brut (PIB). D'après Jeng et Wells (2000) et Schertler (2003), cet ajustement paraît nécessaire pour deux raisons. Tout d'abord pour tenir compte de la divergence du niveau de croissance économique d'un pays à l'autre. Et puis, afin d'atténuer le risque d'hétéroscédasticité.

La conception du modèle est basée sur des variables macro-économiques et des variables institutionnelles. A partir des travaux empiriques sur les déterminants des investissements en *private equity*, nous avons suggéré un ensemble de variables pour le modèle à estimer.

Ainsi, nous avons introduit des variables macro-économiques : la croissance du PIB, la capitalisation boursière (Gompers et Lerner, 1998 et Jeng et Wells, 2000), le taux d'intérêt (Gompers et Lerner, 1998 ; Romain et De La Potterie, 2004 et Félix *et al.*, 2007) et le taux de chômage (Félix et *al.*, 2007). Nous considérons, également, la variable « R&D » comme variable explicative des déterminants des investissements LBO (variable mesurant l'importance accordée à l'innovation).

Concernant les modalités de sortie, le modèle englobe trois modes : l'introduction en Bourse (Gompers et Lerner, 1998 ; Jeng et Wells, 2000 et Félix et *al.*, 2007), la cession à un industriel et la liquidation (Marti et Balboa (2001) ; Félix et *al.*, 2007 ; Cherif et Gasdar, 2009).

Les deux variables institutionnelles du modèle (réglementation et corruption) n'ont pas été testées dans les études précitées à l'exception de l'étude récente de Cherif et Gasdar (2009). Ces derniers estiment dans leurs modèles six variables institutionnelles dont le contrôle de la corruption et le rôle de la réglementation et des réformes.

Le modèle comprend, éventuellement, des variables mesurant l'effet des désinvestissements sur l'offre des LBO. Nous avons choisi, comme Félix et *al.* (2007) et Cherif et Gasdar (2009), trois variables à savoir : les désinvestissements par introduction en Bourse, les désinvestissements par cession à un industriel et les désinvestissements par liquidation.

III. Démarche méthodologique

Notre méthodologie est inspirée des études de Gompers et Lerner (1998), Jeng et Wells (2000), Romain et De La Potterie (2004), de Schertler (2007), de Félix et *al.* (2007) et de Cherif et Gasdar (2009). Nous allons utiliser l'économétrie des données de panel. Cette approche en données de panel est privilégiée afin d'exploiter une information plus riche et d'obtenir des résultats de meilleure qualité et d'une plus grande fiabilité que ceux donnés par une analyse en séries chronologiques. De plus, le nombre d'années pour lesquelles les données sont disponibles s'avère insuffisant pour ce dernier type d'analyse.

Le modèle de base de ce travail prend la forme suivante :

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it} X_{it} + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

Avec : i=1..., N désignant les pays pour une période donnée et t=1..., T relative à l'année de l'observation.

Nous utilisons la forme linéaire d'offre et de demande des fonds de LBO. Dans notre modèle de régression, les coefficients seront estimés à l'équilibre.

L'équation exprimant l'offre du LBO se présente de la sorte :

$$OffreLBO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \operatorname{Re} tour_{it} + \alpha_2 CPIB_{it} + \alpha_3 \operatorname{int} \acute{e}r\acute{e}t_{it} + \alpha_4 CB_{it} + \alpha_5 D\acute{e}sBourse_{it} + \alpha_6 D\acute{e}sCess_{it} + \alpha_7 D\acute{e}sLiq_{it} + \alpha_8 Corr_{it} + \alpha_9 R\acute{e}g_{it} + \alpha_{10} RD_{it}$$
(2)

L'équation décrivant la demande des investissements LBO est ainsi présentée :

$$DemandeLBO_{it} = \beta_0 + \beta_1 \operatorname{Re} tour_{it} + \beta_2 CPIB_{it} + \beta_3 \operatorname{int} \acute{e}r\acute{e}t_{it} + \beta_4 Ch\acute{o}m_{it} + \beta_5 D\acute{e}sBourse_{it} + \beta_6 D\acute{e}sCess_{it} + \beta_7 D\acute{e}sLiq_{it} + \beta_8 Corr_{it} + \beta_9 R\acute{e}g_{it} + \beta_{10} RD_{it}$$
(3)

L'équilibre est obtenu en égalisant l'offre et la demande des investissements LBO.

Ainsi:

$$InvestLBO_{it} = \pi_0 + \pi_1 CPIB_{it} + \pi_2 \operatorname{int} \acute{e}r \acute{e}t_{it} + \pi_3 Ch \acute{o}m_{it} + \pi_4 D\acute{e}sBourse_{it} + \pi_5 CB_{it} + \pi_6 R\acute{e}g_{it} + \pi_7 D\acute{e}sCess_{it} + \pi_8 D\acute{e}sLiq_{it} + \pi_9 Corr_{it} + \pi_{10} RD_{it}$$

$$(4)$$

Nous utiliserons une estimation de la variable *investissements LBO* à deux étapes. D'abord, on estime le modèle à effets fixes ensuite le modèle à effets aléatoires (Gompers et Lerner,

1998 ; Jeng et Wells, 2000 ; Félix et *al.*, 2007 ; Cherif et Gasdar, 2009). Cette méthode d'estimation en deux étapes a été mise au point par Heckman (1979)⁵⁵.

En utilisant l'estimation du modèle à effets fixes, il est possible de prendre en considération l'impact des variables explicatives sur la variable expliquée dans une période bien définie. Avec l'estimation du modèle à variables aléatoires, nous allons tenir compte des divergences entre les caractéristiques des différentes variables de notre étude.

IV. Les résultats et les interprétations

Il s'agit à ce niveau de présenter une discussion des principaux résultats issus de l'estimation du modèle (effets fixes et effets aléatoires). Les tableaux 6 et 7 illustrent les résultats des deux régressions.

Nous avons proposé, pour le modèle à effet fixes comme pour le modèle à effets aléatoires d'estimer 12 modèles permettant chacun d'identifier le lien entre la variable endogène *Investissements LBO* et les différentes variables explicatives proposés.

Dans les premiers six modèles, nous nous sommes fixés l'objectif d'expliquer les investissements LBO moyennant les variables macro-économiques, les variables de désinvestissements et notamment la variable « R&D ».

Pour les modèles de (6) à (12), nous examinons les déterminants des investissements LBO en prenant en considération les variables institutionnelles.

La première remarque que nous faisons après analyse du modèle global sans introduction de variables institutionnelles, est que pour les investissements LBO, les variables macro-économiques, les variables liées aux modes de sortie ainsi que les dépenses en R&D peuvent expliquer la variable endogène. En effet, ce constat rejoint les résultats obtenus par Jeng et Wells (2000), Romain et de La Potterie (2004) et Félix et *al.* (2007).

Toutefois, il ne faut pas oublier que des résultats contradictoires apparaissent aussi bien dans l'estimation du modèle à effet fixes (tableau 6) que dans l'estimation du modèle à effet aléatoires (tableau 7).

⁵⁵ Nous avons choisi cette méthode afin d'éviter un biais d'estimation.

En observant la matrice de corrélation (annexe A, tableau 20), nous remarquons que la variable endogène *Investissements LBO* est fortement corrélée avec les trois variables explicatives de désinvestissements.

1. Les variables macroéconomiques

La première conclusion, à laquelle nous portons notre attention concerne la variable *croissance du PIB*. Pour l'analyse du modèle à effets fixes comme celle du modèle à effets aléatoires, la variable *croissance du PIB* affiche des coefficients significativement négatifs. Ceci est en contradiction avec la plupart des études antérieures.

Par contre, la variable *capitalisation boursière* apparait sur les tableaux 6 et 7 positive et statistiquement significative (Gompers et Lerner, 1998; Félix et *al.*, 2007) contrairement aux travaux de Jeng et Wells (2000) et de Groh et *al.* (2008) et ce aussi bien avec, que sans introduction de variables institutionnelles. Cependant, l'estimation du modèle à effets aléatoires représente mieux cette variable. Les résultats trouvés montrent que la capitalisation boursière a un effet positif et statistiquement significatif (1% et 5%).

Ainsi, on peut conclure que cette variable explique davantage les investissements LBO dans le modèle à effets aléatoires que dans le modèle à effets fixes. Toutefois, on ne peut pas négliger que les coefficients estimés sont proche de zéro (0,291; 0,215; 0,231 et 0,354; 0,332) ce qui n'est pas approprié dans une logique économique.

Ce coefficient acquiert la valeur espérée (9,268) dans le modèle (2) de l'analyse du modèle à effets aléatoires avec une significativité au seuil de 1%.

Ce résultat montre que l'existence d'un marché financier actif et puissant ne peut pas conduire à un accroissement dans les investissements LBO.

En se référant au *taux d'intérêt*, il est possible de confirmer l'importance de cette variable dans la détermination des investissements LBO européens. En effet, la variable taux d'intérêt a été, aussi bien pour le modèle à effets fixes que pour le modèle à effets aléatoires, négative et statistiquement significative, dans la majorité des cas au seuil de 1%. Ce résultat est logique puisque cette variable est déterminante dans des opérations comme celles des LBO.

Lorsque les taux d'intérêt sont faibles, l'opération permet de profiter d'un effet de levier qui augmente les rendements des fonds LBO.

Le *taux de chômage* a représenté parfois un impact significativement négatif sur les investissements LBO. Cette conclusion rejoint les travaux de Félix et *al.* (2007). Ceci prouve la coexistence d'une relation entre le marché de l'emploi en Europe et le développement du marché des *buy-out*.

Cette constatation va de pair avec les résultats trouvés lorsque nous avons introduit les variables institutionnelles.

2. Les variables institutionnelles

La question à laquelle nous avons essayé de répondre est de savoir si, avec l'introduction de variables institutionnelles, nous arriverons à mieux expliquer l'offre des investissements LBO.

Nous avons, ainsi, effectué des régressions sur les six modèles estimés auparavant, tout en introduisant deux variables institutionnelles à savoir : la corruption et la réglementation.

Les résultats dégagés suggèrent que la variable *corruption* et la variable *réglementation* étaient en général non significatives. Les rares fois où ces deux variables indiquent un coefficient statistiquement significatif, il se trouve négatif. Les modèles (9) et (12) de l'estimation du modèle à effet aléatoire (tableau 7) ont affiché, par contre, un coefficient positif et statistiquement significatif de la variable *réglementation*.

Eu égard des résultats trouvés, nous pouvons expliquer que la corruption ainsi qu'une forte réglementation peuvent avoir un effet négatif sur les investissements LBO.

3. Les désinvestissements

Dans ce travail empirique, nous avons essayé, également, d'analyser les effets des désinvestissements sur l'accroissement des investissements LBO.

Il est possible de noter que la variable *désinvestissement par la Bourse* a un impact positif et statistiquement significatif (au seuil de 1%) sur l'offre de ce type d'investissements (Gompers et Lerner, 1998 ; Romain et La Potterie, 2004 ; Félix et *al.*, 2007).

La variable désinvestissement par cession à un industriel (ou au management) a le même impact positif que les désinvestissements par la Bourse avec une légère différence au niveau de la significativité des coefficients estimés.

Si nous prenons le cas de la France, d'après une étude faite par L'AFIC et *PricewaterhouseCoopers*⁵⁶, les désinvestissements en 2007 se sont maintenus à un niveau élevé en nombre d'entreprises : la barre des 1000 désinvestissements est dépassée puisque 1093 entreprises ont connu une opération de désinvestissements (971 en 2006). Les voies privilégiées en termes de sorties sont la Bourse et la cession à des acteurs industriels qui ont représenté 31 % et 30 % des opérations. Les introductions en Bourse ou cessions de titres cotés restent la première source de sorties. Viennent ensuite les cessions aux industriels et les cessions au management.

Nos résultats concluent à l'effet positif et statistiquement significatif des sorties par cession à un industriel et montrent que celles-ci représentent mieux notre variable exogène.

Pour les *désinvestissements avec liquidation*, les deux modèles d'analyse proposent des coefficients statistiquement significatifs avec un impact positif (mais nettement inférieur à l'impact des deux autres types de désinvestissements) sur les investissements LBO. Ceci étant en contradiction avec la littérature (Marti et Balboa, 2001; Félix et *al.*, 2007).

Finalement, la variable *R&D* affiche dans l'analyse du modèle à effets aléatoires des coefficients positifs et statistiquement significatifs (au seuil de 1% et 5%). Ces résultats sont en contradiction avec les études antérieures puisque nous nous sommes attendus à ce que cette variable ne soit pas significative comme le cas pour le coefficient trouvé dans le modèle (4) de l'analyse du modèle à effets fixes. Cependant, nos résultats rejoignent les conclusions proposées par Lerner et *al.* (2008) qui affirment la relation positive entre les dépenses en R&D et les opérations de LBO.

_

⁵⁶ D'après l'enquête annuelle effectuée par L'AFIC et PricewaterhouseCoopers sur l'activité des acteurs français du CI (effectuée le 11 mars 2008).

Tableau 6 : Résultats de l'estimation du modèle à effets fixes de la variable Investissements LBO :

D'A maria mata	Déterminants Investisser						ats LBO (effets fixes)					
Déterminants	M(1)	M(2)	M(3)	M(4)	M(5)	M(6)	M(7)	M(8)	M(9)	M(10)	M(11)	M(12)
Constante	1,135 (20,262)***	1,123 (10,225)***	0,659 (3,022)***	0,458 (3,455)***	0,759 (12,054)***	0,224 (1,966)**	2,786 (2,568)***	2,006 (2,171)**	2,143 (1,869)*	3,618 (2,651)***	2,869 (2,067)**	1,776 (1,734)*
Croissance PIB	0,207 (0,127)	-4,275 (-2,364)**	-4,353 (-2,492)**	-2,541 (-1,305)	0,165 (0,102)	-3,328 (-1,574)*	0,290 (0,186)	-4,341 (-2,566)***	-4,744 (-3,103)***	-2,919 (-1,502)	-0,457 (-0,27)	-3,653 (-1,879)*
Taux d'intérêt	-2,818 (-3,139)***	-2,922 (-2,951)***	-3,052 (-2,879)***	-2,751 (-2,527)**	-3,157 (-3,226)***	-2,945 (-2,796)***	-2,400 (-3,123)***	-2,724 (-2,845)***	-2,768 (-2,631)***	-2,065 (-1,665)*	-2,864 (-3,085)***	-2,699 (-2,55)***
Taux de chômage	0,557 (0,839)	-1,065 (-1,694)*	-0,936 (-1,478)	-0,03 (-0,061)	0,583 (1,258)	-1,11 (-1,934)**	0,489 (0,764)	-1,056 (-1,709)*	-0,911 (-1,496)	-0,023 (-0,045)	0,574 (1,251)	-1,079 (-1,979)**
Corruption							-1,700 (-1,349)	-1,020 (-0,920)	-1,836 (-1,476)	-0,330 (-1,564)*	-2,729 (-1,739)*	-1,828 (-1,499)
Réglementation							-0,237 (-1,346)	0,005 (0,015)	-0,076 (0,252)	-3,916 (-2,484)**	0,068 (0,264)	-0,191 (-0,756)
Capitalisation boursière		0,112 (1,198)	3,589 (2,429)**	0,291 (1,857)*	0,215 (2,083)**	0,189 (1,805)*		0,117 (1,196)	3,533 (2,411)***	0,337 (1,780)*	0,231 (2,169)**	0,195 (1,612)*
Désinvestissement bourse Désinvestissement cession		3,474 (2,495)**	3,589 (2,429)**	1,352 (4,133)***		4,373 (2,883)*** 0,776 (2,922)***		3,409 (2,538)***	0,098 (1,148)	1,456 (4,648)***		4,276 (2,859)*** 0,779 (2,972)***
Désinvestissement liquidation					0,782 (2,968)***	1,157 (3,995)***					0,708 (3,172)***	1,138 (3,946)***
R&D			0,308 (1,657)*	0,123 (0,787)	0,082 (1,574)*	0,276 (1,715)*			0,426 (3,011)***	0,408 (4,148)***	0,234 (4,755)***	0,401 (2,979)***
R ² ajusté	0,523	0,618	0,612	0,533	0,512	0,665	0,535	0,616	0,610	0,580	0,508	0,667

¹Entre (.) le test de Student *t* des variables estimées ii ***, ** et * respectivement significatifs au seuil de 1%, 5% et 10% iii pour toutes les estimations nous avons 190 observations pour 19 pays entre 1997 et 2006.

Tableau 7 : Résultats de l'estimation du modèle à effets aléatoires de la variable Investissements LBO :

D'A maria mata	Investissements LBO (effets aléatoires)											
Déterminants	M(1)	M(2)	M(3)	M(4)	M(5)	M(6)	M(7)	M(8)	M(9)	M(10)	M(11)	M(12)
Constante	1,508 (2,140)**	1,219 (3,965)***	0,496 (1,180)	-0,229 (-0,926)	0,077 (0,310)	-0,001 (-0,003)	0,775 (1,220)	1,607 (2,257)**	2,706 (3,204)**	1,582 (2,736)***	2,235 (1,855)*	2,785 (4,006)***
Croissance PIB	-1,006 (-0,239)	-9,493 (-3,065)****	-8,643 (-2,871)***	-4,972 (-1,745)*	-0,365 (-0,097)	-5,504 (-1,752)*	-1,143 (-0,280)	-9,863 (-2,845)***	-9,752 (-2,494)**	-6,048 (-2,004)**	-1,434 (-0,459)	-5,226 (-1,643)*
Taux d'intérêt	-8,930 (-2,606)***	-6,064 (-1,887)*	-6,609 (-2,183)**	-5,764 (-1,822)*	-9,031 (-2,860)***	-5,114 (-1,648)*	-9,022 (-2,640)***	-6,129 (-1,946)**	-7,341 (-2,648)***	-7,083 (-2,121)**	-9,524 (-2,985)***	-6,380 (-2,775)***
Taux de chômage	-0,352 (-0,574)	-3,472 (-3,064)***	-3,366 (-2,821)	-0,361 (-0,437)	-0,216 (-0,561)	-2,351 (-2,029)**	-0,357 (-0,579)	-3,496 (-3,148)***	-3,703 (-3,445)***	-0,856 (-1,361)	-0,517 (-1,468)	-3,401 (-2,978)
Corruption							-0,022 (-0,037)	-0,922 (-0,967)	-3,045 (-2,394)	-1,793 (-2,210)**	-2,820 (-1,487)	-3,762 (0,333)
Réglementation							0,866 (0,926)	0,559 (0,765)	0,349 (0,444)**	-0,584 (-1,176)	0,016 (0,026)	0,202 (-3,319)***
Capitalisation boursière		9,268 (4,793)***	0,187 (0,940)	0,354 (2,507)**	0,551 (2,793)***	0,111 (0,601)		0,197 (0,969)	0,339 (1,387)	0,535 (3,314)***	0,750 (2,856)***	0,332 (2,024)**
Désinvestissement bourse		9,268 (4,793)***	9,267 (5,028)***			8,095 (4,847)		9,419 (4,888)***	9,453 (5,298)***			8,203 (7,379)***
Désinvestissement cession				3,271 (4,165)***		1,718 (3,520)***				3,203 (4,085)***		2,088 (5,852)****
Désinvestissement liquidation					1,231 (1,427)	1,020 (2,284)**					1,426 (1,507)	1,044 (2,300)**
R&D			0,469 (3,327)***	0 ,340 (3,236)***	0,546 (2,434)**	0,331 (4,115)***			0,575 (3,457)***	0,469 (3,193)***	0,678 (2,463)**	0,466 (6,519)***
R ² ajusté	0,523	0,498	0,519	0,419	0,452	0,640	0,483	0,500	0,535	0,406	0,606	0,769

¹ Entre (.) le test de Student *t* des variables estimées ii ***, ** et * respectivement significatifs au seuil de 1%, 5% et 10% iii pour toutes les estimations nous avons 190 observations pour 19 pays entre 1997 et 2006.

Dans ce chapitre, nous nous sommes fixés l'objectif de réaliser une étude empirique sur les déterminants des investissements LBO.

Nous avons, dans un premier temps, présenté une revue des travaux réalisés sur les facteurs ayant une influence sur les déterminants des investissements de *private equity*.

Dans un deuxième temps, nous avons examiné un échantillon de 19 pays européens par une évaluation en données de panel. Nos résultats confirment, d'un coté et infirment, d'un autre, les conclusions apportées par la littérature sur le sujet (annexe A, tableau 22).

Nous allons, dans le chapitre suivant, traiter la deuxième problématique de notre travail de recherche à savoir l'étude de la performance des opérations LBO.

CHAPITRE II: LA PERFORMANCE DES OPERATIONS LBO: EVALUATION EMPIRIQUE DU CAS FRANÇAIS

Le principal débat concernant le développement des rachats d'entreprise avec utilisation d'un levier d'endettement élevé, est relatif aux raisons de la meilleure performance apparente de la structure organisationnelle représentée par le LBO. Il est important de savoir si cette performance est liée à de divers transferts de richesse ou est due à une véritable création de valeur.

La problématique de la mesure de la performance des entreprises n'est pas encore résolue et les critères d'évaluation utilisés par les entreprises sont multiples. Or, la question n'est pas simplement d'ordre technique, elle est fondamentale pour comprendre la formation de la valeur. L'objectif des développements de ce chapitre est de déterminer dans quelle mesure et pourquoi les opérations de LBO influencent la performance des sociétés françaises concernées.

Nous avons remarqué que la question de l'impact des LBO sur la performance, a été fréquemment étudiée dans le contexte anglo-saxon. Les auteurs ont proposé différentes méthodes pour l'analyse de ce type d'opérations. Dans ce chapitre nous essayerons de présenter deux approches de la mesure de la performance des entreprises.

Dans une première approche, nous allons nous intéresser à l'identification de la performance économique et financière *ex post* des sociétés cibles à partir d'indicateurs comptables. En effet, vu que la plupart des LBO réalisés sur le marché français concernent des sociétés non cotées, la mesure de la performance des cibles nécessite l'utilisation des données comptables afin de repérer la création ou la destruction de valeur suite à l'opération.

La deuxième approche mesure l'impact des opérations LBO sur la productivité des entreprises françaises. L'analyse de la relation entre LBO et performance repose sur une régression de la valeur ajoutée des entreprises avec la quantité de capital (les immobilisations corporelles) et le facteur travail (les frais de personnel).

<u>Section 1:</u> L'impact des opérations LBO sur la performance des cibles : Revue des travaux empiriques

Récemment, Cumming et *al.* (2007), dans leur article « *Private equity, leveraged buyouts and governance* », identifient les études qui ont traité la performance financière des opérations LBO depuis 1995 (tableau 8) :

Tableau 8 : Résumé des études sur la performance financière des opérations de LBO depuis 1995 :

Auteurs	Pays	Nature de l'opération	Résultats
Wright et <i>al</i> . (1996)	Royaume-Uni	MBO et non MBO	Une rentabilité élevée pour les entreprises sous MBO contrairement aux non MBO sur un horizon de 5ans
Van de Gucht et Moore (1998)	Etats-Unis	MBO,MBI et LBO	Augmentation du cours des actions au lendemain de l'opération
Andrade et Kaplan (1998)	Etats-Unis	LBO	Un impact significatif de la dette (effet de levier)
Halpern et <i>al</i> . (1999)	Etats-Unis	MBO et non MBO	Plus la performance est faible, plus le partage de la prime est élevée mais modérée par la taille du management
Cotter et Peck (2001)	Etats-Unis	LBO	Les mécanismes du corporate governance remplacent la dette
Goh et al. (2002)	Etats-Unis	MBO, MBI et LBO	Augmentation du cours des actions au lendemain de l'opération
Desbrières et Schatt (2002)	France	MBO, MBI	La réduction anormale de la rentabilité économique ne peut être associée à des sur- investissements
Citron et <i>al</i> . (2003)	Royaume-Uni	MBO, MBI	Les créanciers arrivent à récupérer en moyenne 62% de leurs prêts en cas d'échec de l'opération
Cumming et Walz (2004)	Etats-Unis, Royaume-Uni, Europe continentale	MBO/MBI, LBO et capital risque	Retours sur investissement liés à des variables institutionnelles, aux caractéristiques de fonds et aux mécanismes de « corporate governance »
Kaplan et Schoar (2005)	Etats-Unis	Fonds de LBO et de capital risque	Maintien du même niveau de rendements dans les fonds les plus performants

Renneboog et al. (2007)	Royaume-Uni	MBO/MBI	Augmentation du cours des actions au lendemain de l'opération
Groh et Gottschalg (2006)	Etats-Unis	MBO	Une sur-performance significative des entreprises sous MBO par rapport à un portefeuille d'entreprises cotées présentant des caractéristiques identiques
Nikoskelainen et Wright (2007)	Royaume-Uni	MBO	Les retours sur investissement augmentent dans un contexte dépendant des mécanismes de « corporate governance »
Bruining et Wright (2002)	Hollande	MBO	Les MBO résultent d'activités telles que le lancement de nouveaux produits ou le développement d'un nouveau marché
Amess (2003)	Royaume-Uni	MBO	Les MBO stimulent la productivité
Bruining et <i>al</i> . (2005)	Hollande et Royaume-Uni	MBO	L'opération de MBO permet l'accroissement du taux d'embauche, la formation et les salaires. Et ce pour le RU plus que pour la Hollande
Amess et Wright (2007)	Royaume-Uni	MBO, MBI	Le taux d'embauche croit dans les MBO mais dégrade dans les MBI
Harris et <i>al</i> . (2005)	Royaume-Uni	LBO et MBO sur des entreprises cotées et non cotées	Les firmes ont une productivité supérieure après le MBO, mais il ya réduction du nombre des employés

I. L'effet des LBO sur la performance économique et financière des cibles

On peut attendre une amélioration de la performance financière d'une entreprise après un LBO en se basant sur deux approches théoriques complémentaires :

- la théorie positive de l'agence : l'amélioration de la performance est liée dans ce cas au contrôle accru exercé sur les dirigeants par les actionnaires et les administrateurs, à la pression issue de la dette financière (Jensen, 1986 ; Jensen, 1989) et à la convergence d'intérêt entre actionnaires et dirigeants liée à l'intéressement des managers au capital (Kaplan, 1989a, 1989b).
- La théorie de l'entrepreneuriat : selon cette approche, les dirigeants adopteraient un comportement plus entrepreneurial après un LBO (Bruining et Wright, 2002 ; Wright et al., 1992 ; Zahra, 1995), en particulier lorsque le LBO concerne une filiale de groupe, car ils seraient plus à même, de par la souplesse offerte par une structure indépendante, d'entreprendre des actions innovantes visant à développer l'entreprise. Les CIrs auraient également leur part de contribution dans cet accroissement de l'orientation entrepreneuriale, notamment par les rôles de conseil dans lesquels ils s'impliquent au cours de la phase post-investissement.

On peut ainsi supposer que, dans le contexte d'un LBO, les dirigeants soient à la fois plus fortement incités à créer de la valeur, et opèrent dans un cadre favorisant une plus grande orientation entrepreneuriale de leur part.

La plupart des études que nous avons identifié mettent effectivement en évidence une amélioration des performances après les LBO (Baker et Wruck, 1989; Bull, 1989; Kaplan, 1989; Lichtenberg et Siegel, 1990; Phan et Hill, 1995; Smith, 1990; Smart et Waldfogel, 1994; Wright et *al.* 1992; Zahra, 1995), à l'exception notable des LBO français examinés par Le Nadant (1998) et Desbrières et Schatt (2002).

Nous résumons ci-dessous les résultats des travaux concernant les Etats-Unis, le Royaume-Uni et la France :

• Kaplan (1989) met en évidence des améliorations très substantielles de la performance, mesurée tant par des critères comptables que par la valeur du marché, dans le

contexte particulier des LBO de grande taille réalisés aux Etats-Unis, sur des entreprises cotées dans la période 1980-1986. La performance est mesurée par trois indicateurs : le résultat avant frais financiers, amortissement, provisions et impôts, le montant des investissements et le flux de liquidité net.

Ces variables sont mesurées sur quatre ans, l'année précédant le LBO et les trois années qui l'ont suivi. Les résultats montrent un accroissement important de la performance.

C'est ainsi que trois hypothèses explicatives sont discutées :

- Transfert de richesse au détriment des salariés, dû à des licenciements, à des restructurations et à la réduction des salaires. Cette hypothèse est rejetée car l'évolution des effectifs des entreprises sous LBO n'est pas statistiquement différente de l'évolution constatée dans les autres entreprises (l'évolution des salaires n'est pas testée faute d'information).
- Avantage d'information au profit des dirigeants en place leur permettant de « sous payer » l'entreprise au détriment des actionnaires sortants. Cette hypothèse est également rejetée sur la base de plusieurs observations convergentes.
- Hypothèse de convergence des intérêts : réduction des coûts d'agence liée à l'effet incitatif de l'augmentation de la participation au capital de l'équipe dirigeante. Kaplan retient cette hypothèse sur la base de la constatation que la participation totale au capital de l'équipe dirigeante passe, en médiane, de 5,9% avant le LBO à 22,6% après le LBO. Il ne teste cependant pas la corrélation entre augmentation de performance et niveau de participation.
- L'enquête réalisée par Phan et Hill (1995) sur un échantillon de 214 entreprises, sur un total de 450 ayant fait l'objet d'un LBO aux Etats-Unis entre 1986 et 1989 met en évidence des résultats analogues, mais sur une courte période seulement. La performance est ici mesurée par deux indicateurs : un ratio de productivité de travail (résultat d'exploitation / frais de personnel) et la marge d'exploitation (résultat d'exploitation / chiffre d'affaires).

Sur deux années, l'année précédant le LBO et l'année suivant celui-ci, il y a eu augmentation de performance après LBO, et celle-ci est corrélée positivement à l'augmentation de la participation des dirigeants, qui passe en moyenne, de 14,2% à 35,7%

du capital. Ce dernier facteur a un pouvoir explicatif très largement supérieur à celui du niveau d'endettement, dont le pouvoir disciplinaire sur les dirigeants a été mis en avant par Jensen (1989).

Par contre, les résultats sont moins convaincants sur des périodes plus longues : sur 4 et 6 ans on ne constate ni amélioration, ni détérioration de performance par rapport à l'année précédant le LBO, et la relation entre participation des dirigeants et performance n'est pas statistiquement significative.

- Zahra (1995) propose d'expliquer l'augmentation de la performance post LBO par un accroissement du niveau de l'orientation entrepreneuriale de la firme, opérationnalisé par des variables telles que le développement de nouveaux produits, les alliances technologiques, la création de nouvelles activités, ou l'augmentation des effectifs et de leur qualification. Pour lui, les LBO créent de la valeur car le dirigeant est plus incité à innover, de par sa participation accrue au capital, la pression de la dette, et le contrôle fort exercé par les CIrs. Son étude empirique sur 47 entreprises aux Etats-Unis affirme que l'orientation entrepreneuriale et la performance augmentent après un LBO, et que ces deux évolutions sont associées.
- L'augmentation de la performance post LBO est également mise en évidence au Royaume-Uni par Wright et *al.* (1992). Leur étude porte sur un échantillon de 182 LBO réalisés entre 1983 et le premier trimestre 1986. Les résultats trouvés montrent, pour une très large majorité d'entreprises, une augmentation du chiffre d'affaires et du résultat d'exploitation.

Cependant, il convient de noter que comme dans le cas des travaux de Phan et Hill (1995) et de Zahra (1995), l'évolution des indicateurs de performance n'est ici pas ajustée à celle des entreprises du même secteur d'activité.

Les travaux de Wright et *al.* (1996) sur le Royaume Uni, prennent en considération cette limite et propose une étude sur des entreprises reprises en MBO et d'autres non-MBO sur un horizon de 5ans. Les résultats trouvés affichent un accroissement de la performance des entreprises MBO contrairement à ceux qui n'ont pas fait de MBO.

• L'étude sur la France, faite par Desbrières et Schatt (2002), parait atypique. La performance financière des entreprises sous LBO se dégrade par rapport à la période qui précède. L'étude porte sur 132 LBO réalisés entre 1989 et 1994. Elle montre que les LBO

français sont opérés sur des firmes qui tendent à être plus performantes que les entreprises du même secteur d'activité, mais que leur sur-performance se dégrade dans les années qui suivent le LBO, à la fois en termes absolus et relatifs au secteur, ceci pour l'ensemble des critères retenus (rentabilité économique, rentabilité financière, ratios de marge, ratios de liquidité).

Les auteurs expliquent ce résultat par deux caractéristiques propres au marché français. D'une part, les effets de levier financier de ces opérations tendent à être inférieurs à ceux utilisés aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, ce qui peut réduire l'effet incitatif lié au caractère disciplinaire de la dette. D'autre part, la proportion des LBO menés sur des entreprises familiales était, à l'époque, très importante en France. Or, il est probable, comme l'indiquent les auteurs, que les gains d'efficience qui suivent un LBO soient plus importants dans le cas de firmes contrôlées au préalable par des groupes que pour des entreprises familiales⁵⁷, les dirigeants acquérant à la fois une indépendance susceptible d'accroître leur orientation entrepreneuriale et une participation accrue au capital, de nature à réduire les conflits d'intérêts avec les actionnaires. A contrario, les LBO réalisés sur des entreprises familiales sont le plus souvent concomitants à une succession, ce qui présente certains risques d'exécution et d'accès à des informations clés pour les nouveaux dirigeants.

Les travaux de Le Nadant (2000) sur un échantillon de LBO réalisés en France entre 1992 et 1995, montrent des résultats qui ne sont pas conformes aux résultats américains. La performance *post* LBO des cibles françaises, mesurée par des variables de *cash flow*, est inférieure à la performance avant l'opération LBO et inférieure à la performance des entreprises du même secteur d'activité. Les résultats n'ont pas conclu à une diminution significative des dépenses d'investissement après l'opération. De plus, les tests effectués sur d'autres variables d'exploitation n'ont pu corroborer que les LBO augmentent la performance d'exploitation de la cible par rapport aux sociétés de son secteur.

⁵⁷ Les résultats de Desbrières et Schatt (2002) montrent effectivement que la dégradation de la performance est plus marquée, pour la plupart des indicateurs mesurés, dans le cas des LBO sur les entreprises familiales que pour les filiales de groupes.

Par contre, l'étude de Le Nadant (1998) apporte quelques résultats en faveur d'une meilleure performance des anciennes filiales de groupe par rapport à celle des cibles indépendantes. D'abord, le BFR des filiales de groupes ont une amélioration de leur rentabilité financière ajustée au secteur supérieure à celle des cibles indépendantes. Enfin, la productivité et la rémunération des salariés dans les anciennes filiales augmentent davantage que dans les cibles indépendantes.

■ L'étude de Gaspar (2008)⁵⁸ menée sur un échantillon de 158 entreprises françaises entre 1995 et 2005, met en évidence une nette amélioration des performances économiques de ces entreprises face à des entreprises comparables, au cours des deux années qui suivent l'opération de LBO.

L'analyse est effectuée entre le premier exercice complet avant l'opération (t-1) et les deux exercices qui suivent (t+1) et (t+2). Il en ressort que la croissance du chiffre d'affaires atteint 13,91 % pour les LBO contre 6,04 % pour les autres entreprises à la fin du premier exercice, soit une différence médiane de 5,97 points. Celle-ci passe à 9,5 points à la fin de la seconde année. Logiquement, étant donné la propension des professionnels du *private equity* à mettre l'accent sur la gestion de la trésorerie et la rationalisation des coûts, c'est à propos de l'EBITDA que l'écart est le plus fort : la différence médiane atteint 22,3 points la première année et 25,66 points la seconde. En termes de marge brute, dans un contexte de baisse généralisée de la performance des PME depuis 2000, on note que les entreprises sous LBO résistent mieux (différences médianes de 1,18 et 0,9 point en leur faveur).

■ L'étude de Boucly et *al.* (2008), est basée sur une analyse statistique systématique sur le marché français du LBO durant la période 1994-2004. Les auteurs utilisent une base de données recensant un nombre de LBO (400 LBO) largement supérieur à celui des bases traditionnellement utilisées dans la littérature académique.

Leurs résultats suggèrent que les LBO dégagent d'importants gains d'efficacité opérationnelle : la rentabilité économique et la croissance des cibles s'accroissent significativement suite à l'opération de LBO.

Sur le plan social, les auteurs montrent que les opérations LBO ont un impact significatif à la fois sur le niveau moyen des salaires versés dans l'entreprise et sur l'emploi. Ils trouvent

⁵⁸ L'étude est produite par La chaire *«Private Equity»* de l'Essec.

que le salaire moyen versé dans les entreprises cibles d'un LBO augmente de 10% après le LBO relativement aux entreprises comparables. Quant à l'emploi, les comptes sociaux des cibles de LBO, affichent une augmentation de 20% suite à l'opération. Il faut, néanmoins, noter que les données sur lesquelles s'appuie cette évaluation de l'impact social des LBO, sont imparfaites. En fait, ces données ne fournissent aucune information quant aux qualifications des employés de ces entreprises (Glachant et *al.*, 2008).

II. L'effet des LBO sur la productivité des entreprises cibles

Les résultats des différentes études qui ont traité l'impact des opérations LBO sur la productivité des cibles, semblent être contrastés.

■ Lichtenberg et Siegel (1990) utilisent des données d'établissements industriels américains sur la période 1972-1988. Ils constatent que les opérations de LBO et MBO ciblent des établissements, dont la productivité totale des facteurs est supérieure à la moyenne de l'industrie.

L'étude montre que les firmes qui ont subi une opération de LBO ont un taux de croissance de la productivité qui est supérieur de 14 % aux autres firmes de la même industrie sur une période de cinq années de 1981 à 1986. L'amélioration de ces performances économiques ne passe pas par une diminution des dépenses en R&D, de la masse salariale, de l'investissement ou par le licenciement du personnel de production (*blue-collar*).

L'augmentation relative de la productivité dans ces firmes est donc d'abord due à une meilleure utilisation des ressources, et notamment du travail qualifié dont la rémunération est davantage sensible à la performance. Les auteurs observent ainsi que le personnel non directement productif (whitecollar) diminue après le LBO. La différence de gains de productivité entre les firmes ayant subi une opération de LBO et les autres firmes de la même industrie est due à une croissance plus faible du niveau d'intrants plutôt qu'un niveau d'output plus élevé.

L'examen de bases de données en Europe et aux États-Unis a permis de mener des études sur les gains de productivité des sociétés financées dans le cadre du CI. Elles s'attachent toutes à mesurer les gains de productivité totale des facteurs à travers des modèles de régression de fonctions de production de type Cobb-Douglas. Ces études, qui prennent

pour objet principalement les opérations de LBO et de MBO, forment un consensus général : les gains de productivité sont réels et les performances des firmes considérées sont significativement améliorées.

Amess (2003), propose une étude empirique de l'effet des opérations MBO sur la productivité dans les firmes britanniques, sur la période 1986-1997. Il propose de tester trois hypothèses. La première suppose que les opérations de LBO ont un effet neutre au sens de *hicks* sur la productivité des entreprises concernées. Ensuite, Amess (2003) propose de tester l'interdépendance entre productivité marginale et LBO. Finalement, dans la troisième hypothèse, l'auteur intègre une deuxième variable muette liée à l'année à laquelle s'est déroulée l'opération LBO.

Amess (2003) arrive à conclure que les opérations de LBO stimulent la productivité des entreprises concernées. Cependant, les résultats sur les firmes sous LBO ne concluent pas à la meilleure utilisation des deux facteurs de production : le capital et le travail.

• Harris et *al.* (2005) utilisent des données d'entreprises sur le Royaume-Uni sur la période 1994-1998, et présentent un bilan exhaustif des 979 MBO. Contrairement à Lichtenberg et Siegel (1990), les entreprises cibles sont sous-productives avant l'opération de MBO. Cette dernière accroît très sensiblement la productivité, en réduisant l'utilisation du travail et en recourant à la sous-traitance.

Ils rapportent, en outre, que les usines sous MBO ont connu une augmentation substantielle de leur productivité après le rachat (un gain d'efficience de +70.5 % et +90.3 % à court et à long terme respectivement) et que ces gains de productivité *post* MBO se sont diffusés dans tous les secteurs d'activité (l'usine manufacturière moyenne a connu une augmentation substantielle de la productivité totale des facteurs dans 14 branches sur 18). Ces résultats impliquent que l'amélioration des performances peut être due aux mesures prises par les nouveaux propriétaires ou dirigeants pour réduire l'intensité de main d'œuvre de la production, par l'externalisation des biens et des matières intermédiaires. Ce constat indique que les MBO peuvent être un mécanisme utile de réduction des coûts d'agence et d'amélioration de l'efficience économique.

La rareté des études françaises laisse entrevoir des opportunités de recherche et de nouvelles hypothèses qui n'ont pas encore été testées. Notre démarche va, à présent, porter en premier lieu sur l'analyse de l'impact des opérations de rachat avec effet de levier sur la

performance économique des entreprises cibles françaises et en deuxième lieu sur l'étude de l'impact de ce type de transaction sur la productivité de ces cibles.

<u>Section 2:</u> L'impact des opérations LBO sur la performance économique et financière des entreprises françaises

Sur la base des travaux de Le Nadant (1998), de Desbrières et Schatt (2002) et Desbrières et Schatt (2004), il s'agit dans cette section de présenter l'impact des opérations à effet de levier sur les performances économiques des entreprises cibles.

Nous allons donc tester l'hypothèse selon laquelle les entreprises qui ont été reprises avec un LBO bénéficient, après l'opération, d'une amélioration de leur performance économique supérieure à celle des entreprises du même secteur d'activité et qui n'ont pas fait de LBO.

I. Démarche méthodologique

L'objectif de notre travail empirique étant de connaître les modifications constatées suite à l'opération de LBO sur la performance des entreprises cibles françaises. Pour ce faire, un échantillon de 86 LBO réalisés entre 1999 et 2003 est retenu.

Tableau 9 : Répartition des opérations LBO entre 1999 et 2003 (Auteur)

Année	LBO
1999	21
2000	11
2001	16
2002	26
2003	12
Total	86

1. Le choix de la base de données

Les données utilisées concernant les opérations de LBO montées en France sont issues de différentes sources : *Corpfin Database (Corporate Finance DEAL Information)* et le bilan annuel des *deals* publié par *Capital Finance* pour distinguer les entreprises ayant fait un LBO sur la période 1998-2004.

Pour accéder aux données comptables et financières de ces cibles, nous avons eu recours à la base Diane. Nous avons utilisé des données non consolidées afin de connaître la part de l'activité propre aux cibles (Le Nadant, 1998). La base Diane donne une information complète sur les sociétés françaises avec comptes annuels, ratios, liens d'actionnariat ainsi que de nombreuses possibilités d'analyse financière.

Il est à rappeler, toutefois, que la plupart des recherches dans le secteur du CI, se heurtent au manque de données précises que ce soit sur les fonds d'investissements ou sur les entreprises cibles. Cochrane (2000), Kaplan et Schoar (2003), Ljunqvist et Richardson (2003) ou encore Hege et *al.* (2006) ont été confronté à ce problème.

L'absence d'information suffisamment abondante engendre directement un deuxième problème : la sélection de l'échantillon. En effet, la publication des chiffres complets se fait sur la base du volontariat⁵⁹ (Hege et *al.*, 2006 ; Woodwaard et Hall, 2003).

2. La sélection des entreprises

Notre étude couvre un échantillon de 86 entreprises sur la période 1999-2003. Nous avons eu, au départ, un échantillon de plus de 250 entreprises sous LBO. Nous avons, par la suite, retiré les entreprises qui ne sont plus en activité, les entreprises pour lesquelles l'information comptable était incomplète ou erronée et les entreprises dont le nombre de mois des exercices était différent de 12. Nous avons retiré également les entreprises dont l'exercice comptable diffère de l'année civile, ainsi que celles dont les indicateurs variaient anormalement, afin de réduire les biais.

Nous avons opté pour une étude de nature longitudinale sur un horizon de 5 ans (deux année avant l'opération LBO, l'année de l'opération, et deux ans après).

173

⁵⁹ Les entreprises financées par CI sont en majorité non cotées. Elles ne se trouvent pas contraintes, dès lors de publier leurs données.

Nous avons suivi la méthodologie développée par Barber et Lyon (1996) dans leur étude portant sur la détection des performances opérationnelles anormales des entreprises impliquées dans un événement particulier : pour pouvoir étudier les performances opérationnelles des entreprises sous LBO, nous avons eu recours à un échantillon de contrôle. Ce dernier comprend les entreprises qui n'ont pas fait l'objet d'un LBO sur la période de l'étude, qui appartiennent au même secteur d'activité (sélection faite à partir du code NAF) et qui ont la même valeur comptable des actifs que l'entreprise de l'échantillon à l'année (t-1), t étant l'année civile de LBO.

Les indicateurs de l'étude sont calculés sur une fenêtre de 5 années, de (t-2) à (t+2), t étant l'année civile du LBO.

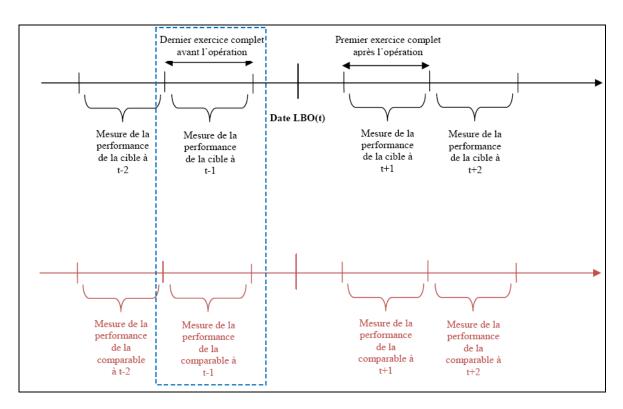


Figure 21 : Sélection des entreprises de l'échantillon de comparaison(Auteur).

La figure 21 résume notre méthodologie de sélection des entreprises de l'échantillon de comparaison.

Les tests de l'hypothèse présentée, nécessitent la définition de variables caractérisant les entreprises reprises en LBO. La majorité de ces indicateurs sont couramment utilisés en analyse financière de type patrimonial ou fonctionnel.

II. Description des variables

Nous avons retenu dans ce travail des indicateurs de rentabilité, des indicateurs d'activité et de gestion, des indicateurs d'investissement et des indicateurs de financement.

Les indicateurs de rentabilité: Une mesure classique de la rentabilité économique a été retenue : l'excédent brut d'exploitation (EBE). Son équivalent anglosaxon est l'EBITDA (Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization). Le ratio de rentabilité économique est défini de la manière suivante :

EBE / TA = excédent brut d'exploitation / total actifs Cette mesure de rentabilité est décomposée en:

- un ratio de marge : EBE / CA (excédent brut d'exploitation / chiffre d'affaires)
- un ratio de rotation des actifs : CA / TA (chiffre d'affaires / total actifs).
- Les indicateurs d'activité et de gestion
- Le chiffre d'affaires (CA)
- Le besoin en fonds de roulement (BFR)
- Le ratio VA/CAHT (valeur ajoutée / chiffre d'affaires)
- **Les indicateurs d'investissement**
- Actif immobilisé net (AI)
- Immobilisations financières / Actif immobilisé (IF / AI)
- Immobilisations corporelles nettes / Actif immobilisé (IC / AI)
- × Les indicateurs de financement
- Equilibre financier (%)
- Indépendance financière (%)
- Endettement (%)
- Autonomie financière (%)

Ces variables sont mesurées avant impôts dans la mesure où les opérations LBO ont des conséquences élevées sur le montant des impôts payés (Kaplan, 1989b).

III. Mesure de la performance économique

Nous nous proposons de faire deux séries de tests. La première consiste à déterminer sur les quatre années entourant l'opération, dans quelle mesure les firmes reprises en LBO ont des caractéristiques différentes de celles appartenant au même secteur d'activité.

La seconde série de tests sera réalisée sur les variations des indicateurs, en vue de mesurer l'évolution de la performance économique des entreprises cibles, l'évolution de leur politique d'investissement et leur politique de financement ainsi que leur gestion opérationnelle relativement à leur secteur d'activité (Desbrières et Schatt, 2002).

Ces variations seront calculées sur différentes fenêtres autour du LBO : trois ans (la fenêtre -1,+1), quatre ans (les fenêtres -2,+1 et -1,+2) et cinq ans (la fenêtre -2,+2).

Pour ce faire, nous allons avoir recours aux tests paramétriques et non paramétriques⁶⁰ pour déterminer le degré de signification statistique des écarts. Ces tests seront effectués sur des variables centrées et réduites Y_{is} pour les premiers tests sur données statiques et ΔY_{is} pour la deuxième série de tests sur les variations des variables, avec :

$$Y_{is} = (X_i - m_s)/\sigma_s$$
 et $\Delta Y_{is} = (\Delta X_i - m_{\Delta s})/\sigma_{\Delta s}$

 X_i = valeur de l'indicateur pour l'entreprise i;

s= secteur d'activité de l'entreprise i;

 $m_s(\sigma_s)$ = moyenne (écart type) de la variable X pour le secteur d'activité ;

 $m_{\Delta s}(\sigma_{\Delta s})$ = moyenne (écart type) de la variation de l'indicateur X pour le secteur.

L'étude empirique se déroulera dès lors en deux étapes correspondant aux deux procédures inspirées par les études d'Alexandre et Charreaux (2000) et de Desbrières et Schatt (2002). La première étape va permettre de tester l'efficacité statique en évaluant l'impact de l'opération LBO sur les variables de performance calculées entreprise par entreprise et, en moyenne, sur des périodes de deux années avant l'opération et deux années après. Des tests

⁶⁰ Nous utilisons le test de Student pour comparer les moyennes, puis le même problème sera traité par une méthode non-paramétrique, en l'occurrence la méthode du test de rang de Wilcoxon.

de différence de la moyenne (test de Wilcoxon⁶¹) ont permis de cerner cet impact. Comme le montrent Barber et Lyon (1996), ce test ne nécessite pas d'hypothèse particulière sur les distributions de variables centrées et réduites Y_{is} et ΔY_{is} .

Afin de prendre en compte la dynamique temporelle, des tests complémentaires sur les variations des indicateurs seront effectués.

Les tests paramétriques sur les n données statiques ou dynamiques sont obtenus à partir des statistiques suivantes :

$$\frac{\overline{Y}}{1/\sqrt{n}} \approx \aleph(0,1)$$
 et $\frac{\overline{\Delta Y}}{1/\sqrt{n}} \approx \aleph(0,1)$

Avec
$$\overline{Y} = \frac{1}{n} \Sigma Y_{is}$$
 et $\overline{\Delta Y} = \frac{1}{n} \Sigma \Delta Y_{is}$

IV. Les indicateurs et leurs mesures

Dans le tableau 10, nous présentons les indicateurs de performance de notre analyse ainsi que leurs mesures :

177

⁶¹ Le test de rang de Wilcoxon est utilisé pour apprécier la significativité dans l'évolution des variables sur différentes périodes examinées étant donné que la distribution des variables mesurées ne satisfait pas aux critères d'une distribution normale.

Tableau 10 : Les indicateurs de performance :

Indicateurs	Mesures
Ratios de Rentabilité	
Rentabilité économique	RE = EBE/TA
Taux de marge économique (%)	ME = EBE/CA
Rotation des actifs	RA = CA/TA
Politique d'investissement	
Total Actif	TA
Immobilisations financières	IF
Immobilisations Financières/Actif immobilisé	IF/AI
Immobilisations corporelles/Actif immobilisé	IC/AI
Gestion et Activité	
Chiffre d'affaires	CA
Besoin en fond de roulement	BFR
Besoin en fond de roulement/Chiffre d'affaires	BFR/CA
Valeur ajoutée/Chiffre d'affaires	VA/CA
Ratios de financement	
Equilibre financier	EF
Indépendance financière	IndF
Endettement	End
Autonomie financière	AutF

V. Résultats et discussions

Le tableau 11 illustre les résultats des tests effectués sur l'évolution des indicateurs de performance ainsi que les autres variables de structure sur une fenêtre de 5 ans.

Tableau 11 : performance économique des entreprises reprises en LBO (1999-2003) :

	t-2	t-1	t+1	t+2	+1,-1	+1,-2	+2,-1	+2,-2
		Panel A:	Rentabilité éc	onomique (EB	BE/TA)			
Moyenne de l'échantillon LBO	0,2635	0,2099	0,1604	0,1471				
Moyenne de l'échantillon de contrôle	0,1552	0,0277	0,1056	0,1141				
Valeur du test T/Z	1,777 ^b /-3,175 ^a	1,664 ^b /-3,586 ^a	2,933 ^a /-2,925 ^a	1,736 ^b /-1,772 ^b				
Moyenne de la variation					-0,495	-0,1031	-0,0628	-0,1164
Valeur du test T/Z					1,497°/-1,005°	2,173 ^a /-2,663 ^a	1,927 ^b /-1,845 ^b	2,405 ^a /-2,594 ^a
Moyenne de la variation ajustée au secteur					0,0764	-0,0506	0,0848	0,1594
Valeur du test T/Z					-1,089 ^d /-0,428	-0,806 /-1,552°	-1,233 ^d /-1,070 ^d	-4,227ª/-4,756ª
		Panel B: ta	ux de marge é	conomique (E	BE/CA)			
Moyenne de l'échantillon LBO	-4,66	0,2785	0,164	0,1494				
Moyenne de l'échantillon de contrôle	-0,0693	0,0745	0,0822	-0,4343				
Valeur du test T/Z	-0,909 ^e /-4,393 ^a	1,381 ^b /-3,665 ^a	0,890°/-2,789°	1,132 ^d /-2,057 ^b				
Moyenne de la variation					-0,1144	4,83	-0,1291	4,8154
Valeur du test T/Z					0,964 ^e /-0,984 ^e	-0,957 ^e /-2,792 ^a	1,043 ^d /-1,169 ^d	-0,954 ^e /-2,556 ^a
Moyenne de la variation ajustée au secteur					0,0067	0,1508	-0,51	-0,3659
Valeur du test T/Z					-0,988e/-0,937e	0,927 ^e /-2,625 ^a	0,716 /-0,433	1,024 ^d /-1,858 ^c

a, b, c, d et e, les tests sont respectivement significatifs au seuil de 1%, 5%, 10%, 15% et 20%.

	t-2	t-1	t+1	t+2	+1,-1	+1,-2	+2,-1	+2,-2
		Panel C : T	Taux de rotatio	on des actifs (C	CA/TA)			
Moyenne de l'échantillon LBO	1,9892	1,5075	1,5987	2,0192				
Moyenne de l'échantillon de contrôle	1,6925	1,7021	1,743	1,6224				
Valeur du test T/Z	0,697 / -1,098 ^d	-1,430°/-1,317°	-1,177 ^d /- 1,155 ^d	-1,290°/-0,116				
Moyenne de la variation					0,0912	-0,3905	0,5117	0,0301
Valeur du test T/Z					-1,140 ^d /-1,031 ^d	0,968°/-0,609	-1,630 ^b /-1,690 ^b	-0,059 /-1,436°
Moyenne de la variation ajustée au secteur					0,0431	0,0519	-0,0768	-0,068
Valeur du test T/Z					0,472 /-0,355	-1,074 ^d /-0,459	1,586 ^b /-1,363 ^c	1,194 /-1,247°
	Pa	nel D : Taux d	le croissance d	u chiffre d'aff	aires(TCCA)			
Moyenne de l'échantillon LBO	1,5609	0,3802	0,5675	0,0876				
Moyenne de l'échantillon de contrôle	3,2688	0,4876	14,5485	0,0218				
Valeur du test T/Z	-0,533 / -0,949 ^e	-0,283 / -1,111 ^d	-0,980e/-1,014d	0,720 / -0,550				
Moyenne de la variation					0,1873	-0,9934	-0,2935	-1,4742
Valeur du test T/Z					-0,547 /-1,781 ^b	1,073 ^d /-1,117 ^d	1,053 ^d /-0,648	1,625 ^b /-2,736 ^a
Moyenne de la variation ajustée au secteur					14,0597	11,2792	-0,4686	-3,2491
Valeur du test T/Z					-0,967°/-1,311°	-1,088 ^d /-1,328	0,440 /-0,579	0,551 /-0,024

a, b, c, d et e, les tests sont respectivement significatifs au seuil de 1%, 5%, 10%, 15% et 20%.

	t-2	t-1	t+1	t+2	+1,-1	+1,-2	+2,-1	+2,-2
	Pane	l E : Immobil	lisations finan	cières/Actif in	nmobilisé (IF/	'AI)	•	<u> </u>
Moyenne de l'échantillon LBO	0,3524	0,2806	0,3252	0,3644				
Moyenne de l'échantillon de contrôle	0,273	0,2855	0,2479	0,2807				
Valeur du test T/Z	1,250°/-0,957°	0,34741784	1,133 ^d /-0,874 ^e	0,849 ^e /- 0,261				
Moyenne de la variation					0,0446	-0,0272	0,0839	0,0121
Valeur du test T/Z					1,301282051	0,416 /-1,454°	-1,016 ^d /-0,059	-0,131 /-1,058 ^d
Moyenne de la variation ajustée au secteur					-0,0424	-0,03	-0,0098	0,0026
Valeur du test T/Z					1,161 ^d /-0,523	0,037 /-0,235	0,949 ^e /-0,510	0,093 /-1,191 ^d
	Pane	l F : Immobil	isations corpo	relles/Actif ir	nmobilisé (IC/	/AI)		
Moyenne de l'échantillon LBO	0,621	0,7275	0,7489	0,7107				
Moyenne de l'échantillon de contrôle	0,5898	1,6827	0,7527	0,6506				
Valeur du test T/Z	0,316 /-0,248	-0,978 ^e /-0,094	-0,019874477	0,350 /-1,137 ^d				
Moyenne de la variation					0,0213	0,1278	-0,0168	0,0897
Valeur du test T/Z					1,666666667	-1,198 ^d /-0,571	0,1 /-0,648	11,25862069
Moyenne de la variation ajustée au secteur					-0,9258	0,1676	-1,0278	0,0656
Valeur du test T/Z		_			0,964 ^e /-0,062	1,614173228	1,024 ^d /-1,802 ^b	0,128 /-0,812 ^e

a, b, c, d et e, les tests sont respectivement significatifs au seuil de 1%, 5%, 10%, 15% et 20%.

	t-2	t-1	t+1	t+2	+1,-1	+1,-2	+2,-1	+2,-2
			Panel G : I	BFR/CA				
Moyenne de l'échantillon LBO	62,5277	1,5552	-0,0141	0,8142				
Moyenne de l'échantillon de contrôle	-0,9531	0,0938	0,1175	-1,1279				
Valeur du test T/Z	1,020°/-1,374	1,177 ^d /-2,298 ^a	2,287958115	1,498°/-1,102d				
Moyenne de la variation					-1,5693	-62,5418	-0,741	-61,7135
Valeur du test T/Z					1,320°/-1,750 ^b	1,006 ^d /-0,932 ^e	0,699 /-0,480	0,995 ^e /-1,591 ^b
Moyenne de la variation ajustée au secteur					0,0228	1,0695	-1,2217	-0,175
Valeur du test T/Z					-1,343°/-2,065 ^b	-1,023 ^d /-0,945 ^e	0,296 /-0,7	-0,992 ^e /-0,149
	F	anel H : Vale	ur ajoutée/Cl	hiffre d'affair	es (VA/CA)			
Moyenne de l'échantillon LBO	-4,1593	0,5079	0,4735	0,464				
Moyenne de l'échantillon de contrôle	0,3016	0,3613	0,3437	0,0366				
Valeur du test T/Z	-0,961 ^e /-1,510 ^c	1,096 ^d /-1,838 ^b	1,099 ^d /-1,720 ^b	-3,661 ^a /1,429 ^c				
Moyenne de la variation					-0,0344	4,6328	-0,0438	4,6234
Valeur du test T/Z					0,403 /-0,080	-1,001e/-1,277c	0,554 /-0,622	-0,999e/-0,024
Moyenne de la variation ajustée au secteur					-0,0189	0,0413	-0,3252	-0,265
Valeur du test T/Z					-0,174 /-0,820 ^e	0,992°/-0,127	0,939 ^e /-1,854 ^b	1,056 ^d /-1,634 ^b

a, b, c, d et e, les tests sont respectivement significatifs au seuil de 1%, 5%, 10%, 15% et 20%.

	t-2	t-1	t+1	t+2	+1,-1	+1,-2	+2,-1	+2,-2
		Panel	I : Equilibre	financier (EF)			
Moyenne de l'échantillon LBO	2,2818	2,5962	3,2314	3,2677				
Moyenne de l'échantillon de contrôle	1,9756	2,1108	2,0488	2,1752				
Valeur du test T/Z	0,939e /-0,105	1,015e / -0,085	0,938e / -0,342	0,780 /-0,950e				
Moyenne de la variation					0,6062	0,926	0,6727	0,9758
Valeur du test T/Z					0,975069252	-0,870e /-0,241	-0,645 /-1,792b	1,358234295
Moyenne de la variation ajustée au secteur					1,1496	1,3572	0,0296	0,2363
Valeur du test T/Z					2,601449275	1,688741722	0,610 /-0,778	0,602 /-0,789
		Panel J : I	ndépendance	financière (In	ndF)			
Moyenne de l'échantillon LBO	53,2722	52,2753	46,0712	44,374				
Moyenne de l'échantillon de contrôle	48,5314	45,9176	42,0121	41,0478				
Valeur du test T/Z	1,176d /- 1,507c	1,289c /-2,060a	0,745 /-0,412	0,608 /-0,532				
Moyenne de la variation					-6,3619	-8,3934	-7,9006	-8,8808
Valeur du test T/Z					2,40c /-4,090a	2,779a/-3,797a	2,811a /-3,760a	3,201a /-3,712a
Moyenne de la variation ajustée au secteur					-4,4846	-6,6066	-5,3901	-7,5799
Valeur du test T/Z					0,123320703	-0,356 /-1,729b	-0,378 /-2,891a	-0,219 /-2,177a

a, b, c, d et e, les tests sont respectivement significatifs au seuil de 1%, 5%, 10%, 15% et 20%.

	t-2	t-1	t+1	t+2	+1,-1	+1,-2	+2,-1	+2,-2
		Pa	nel K : Endett	tement (End)	<u> </u>	<u> </u>		
Moyenne de l'échantillon LBO	14,0940	15,2485	16,7086	17,9871				
Moyenne de l'échantillon de contrôle	21,3800	25,3636	22,9599	23,6121				
Valeur du test T/Z	-2,482 ^a /-2,132 ^a	-3,494 ^a /-3,006 ^a	-2,030 ^b /-1,654 ^b	-1,818 ^b /-1,251 ^c				
Moyenne de la variation					2,1016	3,4107	2,6826	3,8931
Valeur du test T/Z					-0,832 ^e /-1,086 ^d	-1,549°/-1,491°	-1,469°/-2,076°	-1,946 ^b /-1,972
Moyenne de la variation ajustée au secteur					-2,2015	1,4856	-1,5529	2,1342
Valeur du test T/Z					1,528°/-1,561 ^b	0,663 /-0,876 ^e	1,196 ^d /-1,910 ^b	0,491 /- 0,932 ^e
	<u> </u>	Panel L	: Autonomie 1	inancière (Au	tF):		<u> </u>	
Moyenne de l'échantillon LBO	41,6112	41,1890	35,3243	34,5974				
Moyenne de l'échantillon de contrôle	32,6866	31,0390	29,2993	31,3976				
Valeur du test T/Z	2,451 ^a /-3,236 ^a	2,703 ^a /-3,100 ^a	1,161 ^d /-1,729 ^b	0,627 /-1,584 ^b				
Moyenne de la variation					-5,8647	-6,2869	-6,5915	-7,0137
Valeur du test T/Z					2,880 ^a /-2,409 ^a	3,024 ^a /-2,384 ^a	2,269 ^a /-1,925 ^b	2,676 ^a /-2,063 ^b
Moyenne de la variation ajustée au secteur					-1,9642	-3,5935	0,2134	-1,4159
Valeur du test T/Z					-1,105 ^d /-1,813 ^b	-0,675 /-1,113 ^d	-1,881 ^b /-1,591 ^c	-1,666 ^b /-1,430 ^c

a, b, c, d et e, les tests sont respectivement significatifs au seuil de 1%, 5%, 10%, 15% et 20%.

Le panel A du tableau 11 montre que la valeur moyenne du ratio EBE/TA représentant la performance économique des entreprises reprises en LBO, tend à décliner sur la période (t-2, t+2). Cette valeur passe de 26,35% à 14,71%.

Les entreprises de l'échantillon de comparaison ne subissent pas cette baisse de la même manière que les entreprises reprises en LBO. La valeur moyenne des entreprises comparables, subit une chute entre (t-2) et (t-1) (de 15,52% à 2,77%). Toutefois, c'est à partir de (t+1) qu'elles commencent à regagner une hausse de (10,56%).

Les entreprises reprises en LBO ont une rentabilité économique nettement supérieure à celle des entreprises comparables. Une différence qui est significative au seuil de 1% et de 5%.

La variation de la moyenne de l'indicateur de performance économique vient renforcer le constat de déclin. Pour les entreprises reprises en LBO, cette variation est négative et significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

La rentabilité économique de l'échantillon de comparaison diminue entre (t-2) et (t+1), nous allons vérifier que cette baisse n'est pas imputable à un effet sectoriel (Serve, 2004). En calculant la moyenne de la variation ajustée, nous avons trouvé que la variation négative de la rentabilité économique n'est pas significative, d'où la présence d'un effet sectoriel.

Afin d'étudier en profondeur la performance économique, nous avons décomposé le ratio EBE/TA en un taux de marge économique (EBE/CA) et un taux de rotation des actifs (CA/TA).

Le panel B exprime les résultats sur le taux de marge économique. Ce taux est en déclin sur la période *post* LBO. Bien évidemment, ce taux suit le déclin observé sur la variable EBE et sur la variable CA. Cette variable n'affiche pas de meilleurs résultats pour les entreprises comparables. La moyenne de la variation est de -11,44% entre (t-1) et (t+1) et de -12,91% entre (t-1) et (t+2).

Le taux de rotation des actifs (panel C) confirme que l'évolution du chiffre d'affaires suit l'évolution des actifs. Le ratio CA/TA décroit entre (t-2) et (t-1) et entre (t-2) et (t+1). Puis, il augmente en (t+2).

Les moyennes de la variation (t-1 et t+1; t-1 et t+2) sont positives et statistiquement significatives (respectivement au seuil de 15% et 5%). La variation ajustée au secteur entre (t-1) et (t+2), est négative et significative au seuil de 5%.

Ainsi, le déclin observé sur la variable EBE/TA est dû principalement au déclin du taux de marge économique.

Avec le taux de croissance du chiffre d'affaires (TCCA), les entreprises reprises en LBO enregistrent une baisse considérable entre (t-2) et (t+1) (l'année suivant l'opération). Cette baisse diminue un peu entre (t-1) et (t+1) mais affiche à nouveau une baisse entre (t-1) et (t+2).

Ainsi, nous pouvons constater que les entreprises comparables sur-performent les entreprises reprises en LBO (Kaplan 1989b). Ces résultats contredisent ceux trouvés par Le Nadant (1998) et Desbrières et Schatt (2002). Ces derniers concluent dans leurs études à une augmentation dans le chiffre d'affaire des entreprises reprises en LBO en comparaison avec les entreprises du même secteur d'activité.

Le panel E et F permettent de décrire l'effet de l'opération de LBO sur la politique d'investissement des entreprises cibles.

En comparant la valeur de la moyenne des entreprises reprises en LBO dans l'année (t-1) et sur les années qui suivent l'opération de LBO, nous pouvons conclure une augmentation dans le ratio immobilisations financières/total immobilisation.

Cette variable est en légère baisse en (t+1) pour les entreprises de l'échantillon de comparaison mais regagne une hausse en (t+2).

La moyenne de la variation des entreprises reprises en LBO affiche une valeur positive et statistiquement significative entre (t-1) et (t+2). La moyenne de la variation ajustée est plutôt négative et significative (au seuil de 15% et 20%) entre (t-1) et (t+1) et entre (t-1) et (t+2). Ce résultat a été considéré comme logique par Desbrières et Schatt (2002). Ces derniers expliquent ce résultat par le fait que les entreprises reprises en LBO investissent dans le but de financer les opérations de croissance externe (accroissement de la concentration des portefeuilles d'actifs dans des participations financières, les cessions d'actifs industriels et commerciaux, etc.).

Les investissements en immobilisations corporelles tendent à diminuer après le LBO pour les entreprises concernées, essentiellement, entre (t+1) et (t+2).

La moyenne de la variation ajustée montre des valeurs négatives et statistiquement significatives.

Ainsi, après une opération de LBO, les entreprises diminuent leurs investissements corporels et incorporels mais avec une moindre proportion, que les entreprises du même secteur d'activité.

Selon Desbrières et Schatt (2002), cette politique d'investissement conduit à un vieillissement relatif et significatif de leur outil de production.

Pour produire et vendre davantage, l'entreprise est amenée à faire croître ses stocks ainsi que le volume global de crédit accordé aux clients, même si les délais de paiement restent inchangés. Ainsi, des besoins de financement supplémentaires ne sont que partiellement compensés par l'augmentation du volume du crédit fournisseurs. On les évalue généralement à partir du ratio BFR/CA.

Le ratio BFR/CA affiche une valeur moyenne en baisse dans l'année suivant le LBO. Cette valeur augmente, néanmoins, en (t+2). La moyenne de la variation entre (t-2) et (t+1) affiche une valeur négative de (-62,54%). De même, entre (t-2) et (t+2) avec une valeur de (-61,73%).

La moyenne de la variation ajustée montre un résultat semblable à celui des entreprises reprises en LBO sur la fenêtre [-1; +1] avec une valeur de -1,22% mais qui n'est pas significative.

Le panel H présente les résultats sur le ratio VA/CA. La moyenne de l'échantillon LBO montre une baisse de ses valeurs après l'opération. Ces valeurs montrent également la supériorité des entreprises reprises en LBO par rapport à celles du même secteur d'activité. Cette supériorité est d'autant plus accentuée en (t+2) avec une valeur significative au seuil de 1%.

Quant à la politique de financement, nous pouvons nous référer aux panels I, J, K et L.

Le ratio d'équilibre financier montre des valeurs de la moyenne pour l'échantillon d'entreprises reprises en LBO, supérieures aux entreprises du même secteur d'activité, et ce même après l'opération de LBO.

Il en est de même pour les ratios d'indépendance financière et d'autonomie financière. Toutefois, il faut signaler que ces ratios ont une valeur moyenne, pour les entreprises reprises en LBO, supérieure dans les années (t-1) et (t-2) à celle des entreprises de l'échantillon de comparaison.

Ceci peut être expliqué par le fait que les entreprises, avant l'opération, augmentaient leurs capitaux propres pour refléter une bonne santé financière et un respect des conditions d'équilibre à long terme (FR>BFR).

Finalement, le ratio d'endettement affiche, des valeurs de la moyenne des entreprises comparables qui sont supérieures aux valeurs de la moyenne des entreprises reprises en LBO avant comme après l'opération. Toutefois, la moyenne de la variation diminue significativement après l'opération contrairement à la valeur de la moyenne de la variation ajustée. En effet, on constate une valeur positive et statistiquement significative au seuil de 5% sur la fenêtre [-1; +2].

Section 3: Étude de l'impact des opérations LBO sur la productivité des entreprises françaises

Afin d'être plus convaincant, il importe d'examiner plus finement l'impact des opérations de rachat avec effet de levier moyennant une autre méthodologie d'estimation. L'étude de l'impact des opérations LBO sur la productivité des entreprises cibles est, jusque là, très limitée. Dans cette section, nous examinerons ce volet de recherche en l'appliquant sur le cas français.

I. La démarche méthodologique de la recherche

Sur la base des travaux de Lichtenberg et Siegel (1990), de Smith (1990) et de Kaplan (1989), Amess (2003) soutient que la performance des entreprises augmente suite à une opération de LBO.

En tant qu'indicateur de coût et de capacité à rationaliser la production, la productivité est une variable classique de performance organisationnelle. La productivité conditionne de façon décisive la compétitivité des entreprises.

1. Echantillon

Au départ, nous disposions d'un nombre de LBO important, de l'ordre de 501 entreprises. Néanmoins, nous avons retiré de l'échantillon les entreprises qui ne sont plus en activité, les entreprises pour lesquelles l'information comptable était incomplète ou erronée et les entreprises dont le nombre de mois des exercices était différent de 12.

Toutes les firmes dont l'exercice comptable diffère de l'année civile ont été retirées de l'échantillon, ainsi que celles dont les indicateurs variaient anormalement, afin de réduire les biais.

Nous avons eu recours à la base Diane pour accéder aux données des entreprises de notre échantillon.

Nous avons, également, utilisé cette base pour constituer l'échantillon de contrôle. Nous avons apparié chacune des entreprises de notre échantillon avec une entreprise qui n'a pas fait l'objet d'une reprise en LBO dans la période étudiée, qui appartient au même secteur d'activité et qui a la même valeur comptable des actifs que l'entreprise de l'échantillon à l'année (-1).

Nous choisissons comme critère de taille le chiffre d'affaire⁶². Ainsi, chaque LBO a un groupe de contrôle composé d'au moins une société ayant le même code NAF (Nomenclature des Activités Françaises) à 4 caractères et un chiffre d'affaires compris entre 50% et 150% de son propre chiffre d'affaires en (-1). Si nous ne trouvons aucune société répondant à ces deux critères, nous élargissons la sélection au niveau des 3 caractères du code NAF. A la fin, Nous disposons d'un échantillon de contrôle de 86 sociétés non cotées et en activité sur la période de l'étude.

Le choix de ces deux critères repose sur l'hypothèse que la performance d'exploitation varie selon le secteur d'activité et la taille de l'entreprise. Fama et French (1995) ont montré que les petites sociétés ont, en moyenne, des profits rapportés à la valeur comptable des capitaux propres plus faibles que ceux des plus grandes entreprises. Parallèlement, les études anglo-saxonnes sur la performance d'exploitation (Kaplan, 1989b) ont utilisé un critère de taille pour former les échantillons de contrôle.

⁶² Barber et Lyon (1996).

Tableau 12: Répartition des opérations LBO entre 1998 et 2004 (Auteur)

Année	LBO
1998	23
1999	21
2000	11
2001	15
2002	25
2003	12
2004	25
Total	132

L'échantillon final est ainsi composé de 132 entreprises françaises ayant fait un LBO entre 1998 et 2004 (tableau 12) et de 132 entreprises qui appartiennent au même secteur d'activité et qui ont la même taille que les premiers mais qui n'ont pas fait de LBO (Barber et Lyon, 1996).

Nous avons apparié chacune des entreprises de notre échantillon avec une entreprise non cotée sur la période étudiée au moyen d'un double critère :

- un critère de taille : la valeur comptable des actifs avant l'opération ;
- un critère sectoriel : l'entreprise de l'échantillon de contrôle appartient au même secteur d'activité (représenté par le code NAF). Cela permet d'éviter que les résultats obtenus soient biaisés par les éventuelles variations intra-sectorielles de chaque indicateur de performance économique.

Dans le recueil des données nous avons élargi notre champ d'observations. Nous avons collecté aussi les données de l'année 1997 et de l'année 2005 afin d'avoir des observations pour au moins une année avant le LBO, concernant les transactions faites en 1998, et au moins une année après le LBO, pour les transactions faites en 2004.

Jensen (1989) note, pour sa part, que plusieurs activités sont compatibles avec la pratique du LBO (radio, télévision, brasseries, tabac, acier, produits chimiques...), et que certains secteurs entiers (comme l'industrie du pneumatique) sont reliés au LBO.

Il semble plus rationnel de rechercher en fait les caractéristiques des secteurs qui, en aucun cas, ne pourraient être éligibles à l'acquisition par levier. Selon Jensen (1989), ces secteurs

sont plutôt l'informatique, les biotechnologies, les produits pharmaceutiques et les services financiers.

Néanmoins, plusieurs sociétés appartenant à ces secteurs ont fait l'objet de LBO durant la précédente décennie. Ni la théorie, ni l'approche empirique ne nous révèlent donc de procédé infaillible de détection par application sectorielle.

Le tableau 13 apporte des précisions sur le type d'activité des entreprises de l'échantillon. La majorité des entreprises reprises avec LBO sur la période 1998-2004 exerce dans le secteur industriel.

Tableau 13: Répartition par activité des entreprises de l'échantillon (Auteur) :

Secteur	Nombre de LBO
Industrie	61
Immobilisation, Location et Services aux	29
entreprises	
Commerce	24
Autres	8
Construction	6
Transport et communication	4

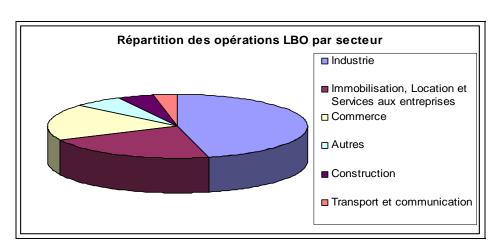


Figure 22: Echantillon: 132 entreprises (Auteur)

Nous avons conservé les sociétés de service financier en dépit de la mesure particulière de leur performance économique (basée sur le produit net bancaire). En effet, l'appariement⁶³ permet de neutraliser l'effet sectoriel et d'étudier l'évolution de leurs performances économiques au même titre que celles des entreprises industrielles et commerciales.

2. La définition des variables

Dans cette première approche de l'étude de la performance des opérations LBO et leur impact sur la productivité des entreprises, l'objet est la mesure de la productivité au sens strict. La mesure retenue pour la production est exprimée par la valeur ajoutée de l'entreprise. Les variables explicatives de cette donne sont le travail et le capital, appréciés à leur coût d'usage. Le capital est représenté par les immobilisations corporelles nettes et le travail par les frais de personnel y compris les charges sociales.

- Valeur ajoutée : mesure de la création de valeur par l'entreprise au cours de l'exercice. Mieux que le chiffre d'affaires, elle traduit la dimension de l'activité propre de l'entreprise et fait apparaître les contraintes des marchés sur lesquels elle se situe.
- Valeur brute en fin d'exercice des immobilisations corporelles: montant des actifs physiques durables détenus par les entreprises à la fin de la période comptable évalués à leur valeur brute, c'est-à-dire avant déduction des amortissements pour dépréciation.
- Frais de personnel : rémunérations totales versées par l'entreprise, c'est-à-dire rémunérations brutes du personnel, y compris celles allouées aux dirigeants, aux gérants et aux administrateurs des sociétés, auxquelles sont ajoutées les charges sociales (part salariale et part patronale).

II. La modélisation en données de panel

Le choix de faire une modélisation en données de panel tient au fait que nous voulons tenir compte des aspects temporels et individuels de nos données. En effet, l'intérêt de ce type de démarche économétrique est démontré dans plusieurs études empiriques notamment dans le domaine de l'étude de la performance des entreprises. Cependant, il

⁶³ L'appariement de chaque observation avec une firme ayant les mêmes caractéristiques.

existe plusieurs techniques de modélisation tenant compte des données de panel notamment des techniques de régression de la variable endogène sur les variables exogènes.

Dans sa modélisation la plus simple, l'analyse du processus économique considère le niveau de production Y, comme le résultat de la combinaison de deux facteurs : le capital K et le travail L: Y = F(K, L).

Une spécification fréquemment retenue est la fonction de production Cobb-Douglas. Nous supposons que les activités de production de chaque entreprise correspondent à la fonction de production Cobb-Douglas suivante :

$$Y = A K^{\alpha} L^{\beta}$$

Où α et β sont des paramètres à estimer.

Nous avons utilisé une fonction de production Cobb-Douglas parce qu'elle permet de définir clairement le ratio de la production à une somme pondérée du capital et du travail⁶⁴. En raison de sa simplicité, cette forme fonctionnelle a été largement utilisée dans l'analyse de la productivité (Nickell, 1996; Nickell et *al.*, 1997).

Notre objectif étant de déterminer l'impact de l'opération LBO sur la productivité, nous avons décidé de modifier légèrement la modélisation classique en considérant que l'output Y est représenté par la valeur ajoutée (VA), que le capital K est représenté par les immobilisations corporelles et le travail L par les frais du personnel.

La fonction de production Cobb-Douglas n'est pas linéaire. Pour la rendre estimable, un passage au logarithme est effectué. Cette transformation implique d'avoir des variables strictement positives. Le problème ne se pose pas pour les frais du personnel et les immobilisations corporelles, par contre il se peut que la valeur ajoutée soit négative. Notre

sens de Hicks. Un progrès technique qui est supposé exogène et sans coûts.

193

⁶⁴ La productivité totale des facteurs (PTF) mesure la fraction de la croissance de la valeur ajoutée non imputable à la croissance du volume des facteurs de production (le capital et le travail). Solow (1956) a suggéré une formalisation théorique pour la mesure de la PTF. Il explique que les possibilités de production sont supposées être représentées par une fonction de production globale avec un progrès technique neutre au

échantillon souffre donc d'un effet de seuil, puisque toutes les entreprises dont la valeur ajoutée est négative disparaissent dès que l'on log-linéarise le modèle.

Le modèle économétrique de base permettant d'étudier l'impact de l'opération LBO sur la productivité de la firme i (i = 1, ..., N) dans la période t (t = 1, ..., T) est exprimé en la fonction logarithmique suivante :

$$Logy_{it} = \alpha_1 + \beta_1 Logn_{it} + \beta_2 Logk_{it} + \lambda_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$
 (1)

Avec:

y =la production de l'exercice

n =le facteur travail

k =le facteur capital

 α_I = la constante

 $\beta_{1,2}$ = les paramètres à estimer

 λ_i = c'est l'effet spécifique fixe de *i*

 λ_i = c'est l'effet temps qui concerne les facteurs communs à toutes les entreprises

 ε_{ii} = le terme d'erreur qui suit une loi normale $N(0, \delta_{ii}^2)$

Afin d'étudier la productivité des entreprises sous LBO, la fonction de production Cobb-Douglas sera augmentée de deux variables muettes (*dummy*) dans le but de mieux tester les caractéristiques organisationnelles et managériales de ce type de firmes. La première variable est *lbo* pour désigner les entreprises sous LBO des entreprises non-LBO. La deuxième variable est *trans*, elle renseigne sur l'année de la transaction pour les entreprises qui ont fait un LBO. Après la prise en compte des variables muettes, le modèle à estimer devient :

$$Logy_{it} = (\alpha_1 + \alpha_2 lbo_{it}) + (\beta_1 + \beta_3 lbo_{it}) Logn_{it} + (\beta_2 + \beta_4 lbo_{it}) Logk_{it} + \lambda_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$
(2)

Où:

$$lbo_{it} = \begin{cases} 1 & \text{Si l'entreprise est sous LBO} \\ 0 & \text{Sinon} \end{cases}$$

L'équation (2) nous permet de tester trois modèles expliquant l'effet des LBO sur le niveau de productivité des firmes.

<u>M1</u>: l'hypothèse de neutralité au sens de *hicks*: Pour les entreprises sous LBO comme celles non-LBO, l'efficacité du travail et celle du capital augmentent simultanément dans des proportions identiques et avec une rémunération semblable.

Après l'introduction de la variable muette lbo, si l'estimation de α_2 est positive et significative (alors que $\beta_3 = \beta_4 = 0$) nous pouvons conclure, dès lors, que l'amélioration de la productivité après un LBO est neutre au sens de *hicks*. En d'autres termes, pour les entreprises sous LBO comme celles qui n'ont pas faits de LBO l'amélioration de la productivité est identique.

<u>M2</u>: l'interdépendance entre productivité marginale et LBO: il s'agit là du modèle interactif avec lequel nous allons pouvoir tester l'effet de l'opération LBO sur la productivité marginale, respectivement du capital et du travail.

En utilisant la même équation (2), en supposant que α_2 =0 et que les hypothèses où $\beta_3 = \beta_4$ =0 sont rejetées donc que β_3 et β_4 sont positives, ceci nous permettra de conclure que les entreprises ayant fait des opérations de LBO ont une productivité marginale de travail et de capital supérieures aux entreprises comparables.

Le calcul de $[\exp \alpha_2 - 1]*100$ indique la proportion de l'accroissement en pourcentage de la productivité.

Etant donné que la valeur ajoutée est procurée par la production, les équations relatives au calcul de la valeur ajoutée marginale de travail et la valeur ajoutée marginale de capital des firmes sous LBO peuvent être écrites de la sorte :

$$PmN^{LBO} = \frac{\partial Y^*}{\partial n^*} = \frac{(\beta_1 + \beta_3)}{n^*}$$

$$PmK^{LBO} = \frac{\partial Y^*}{\partial k^*} = \frac{(\beta_2 + \beta_4)}{k^*}$$
(3)

Où:

$$Y^* = \frac{\sum_{i=1}^{N} \sum_{t=1}^{T} y_{it}}{N.T} \qquad \qquad n^* = \frac{\sum_{i=1}^{N} \sum_{t=1}^{T} n_{it}}{N.T} \qquad \qquad k^* = \frac{\sum_{i=1}^{N} \sum_{t=1}^{T} k_{it}}{N.T}$$

Pour les firmes qui n'ont pas fait de LBO ($lbo_{it} = 0$), la productivité marginale du travail et celle du capital seront respectivement présentées de la sorte :

$$PmN^{Non} = \frac{\partial Y^*}{\partial n^*} = \frac{\beta_1}{n^*}$$

$$PmK^{Non} = \frac{\partial Y^*}{\partial k^*} = \frac{\beta_2}{k^*}$$
(4)

Pour calculer la différence entre PmN et PmK des firmes LBO et des firmes non-LBO en pourcentage, nous aurons recours aux équations suivantes :

$$(PmN^{LBO} - PmN^{Non}) / PmN^{Non} * 100$$

et

$$(PmK^{LBO} - PmK^{Non}) / PmK^{Non} * 100$$

Notons que si l'hypothèse nulle où $\alpha_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$ n'est pas rejetée, il n'est plus possible d'associer des effets d'une opération LBO sur la productivité (interaction nulle).

<u>M3</u>: l'effet d'un LBO sur les productivités marginales en prenant en considération l'année de la transaction: Les caractéristiques de l'année de l'opération sont à prendre en considération car elles ont des implications sur les spécificités du modèle. Tenir compte de l'année à laquelle l'opération LBO s'est effectuée est primordial puisqu'il va y avoir un changement dans la structure de propriété de l'entreprise.

Ceci nous amène à traiter l'année de la transaction d'une manière distincte des autres années suivant l'opération.

Pour cela l'équation (2) deviendra :

$$Logy_{it} = (\alpha_1 + \alpha_2 trans_{it} + \alpha_3 lbo_{it}) + (\beta_1 + \beta_3 trans_{it} + \beta_5 lbo) Logn_{it} + (\beta_2 + \beta_4 trans_{it} + \beta_6 lbo_{it}) Logk_{it} + \lambda_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$
(5)

Avec:

$$trans_{it} = \begin{cases} 1 & \text{S'il s'agit de l'année de l'opération LBO} \\ 0 & \text{Sinon} \end{cases}$$

L'estimation du modèle est basée sur les équations (5) dans le tableau 17 et l'équation (2) dans le tableau 18.

III. Résultats et interprétations

En ce qui concerne notre étude, il faut choisir sur la base des tests d'hypothèses entre le modèle de panel à effets fixes individuels et temporel et le modèle de panel à effets aléatoires. Rappelons qu'il existe des différences entre les deux modélisations.

En résumé, nous allons, dans un premier temps, utiliser un modèle à effets fixes. Ce modèle suppose que l'influence des variables explicatives observées sur la variable expliquée soit la même et ce quelle que soit la période considérée. Pour assurer l'"identifiabilité" des paramètres, les contraintes suivantes sont généralement imposées :

$$\sum_{i=1}^{N} \lambda_i = 0 \text{ et } \sum_{t=1}^{T} \lambda_t = 0.$$

Les résultats de l'estimation du modèle de base sont reportés dans le tableau 14 :

Tableau 14: L'estimation du modèle de base

Log Variables	Effets Fixes (LSDV)	Effets aléatoires
C	10.98486 (27.10658)***	8.463015 (26.59126)***
LN	0.072664 (2.641596)***	0.211034 (8.713417)***
LK	0.228121 (9.414784)***	0.254074 (11.48293)***
Test d'Hausman (Cross-section random)	chi2(2)= 59.658682	Prob>chi2 = 0.0000
Test d'Hausman (Period random)	chi2(2)= 87.990713	Prob>chi2 = 0.0000
Nombre d'observations	2376	2376

D'après les résultats de l'estimation du modèle de base (tableau 14), les variables explicatives (N et K) sont statistiquement significatives au seuil de 1%.

Pour tester notre modèle, nous avons effectué un test de redondance. Ce test est appliqué sur les α_i pour savoir si elles sont les mêmes.

Hypothèse $H_0: \alpha_i = \alpha$

Hypothèse H_A : $\alpha_i \neq \alpha$

Tableau 15 : test de redondance

Test sur les effets	Statistic	d.f.	Prob.
	75 1111-21-1		11001
Cross-section F	27.718245	(263,2102)	0.0000
Cross-section Chi-square	3556.772599	263	0.0000
Period F	11.382088	(8,2102)	0.0000
Period Chi-square	100.759163	8	0.0000
Cross-Section/Period F	27.014053	(271,2102)	0.0000
Cross-Section/Period Chi-square	3564.579533	271	0.0000

D'après le test de redondance, la *p-value* est inférieure à 5% donc on rejette H_0 , d'où les α_i ne sont pas les mêmes, il y a donc un effet individuel et un effet temporel.

L'estimation des effets fixes nous permet de tester l'égalité séparée des coefficients.

Dans un second temps, il s'agit de tester un modèle à effets aléatoires. Selon ce modèle, tous les effets spécifiques sont aléatoires, d'espérance nulle, de variance finie et non

autocorrélés. Ces effets sont aussi supposés non corrélés avec les régresseurs. Le modèle à

effet aléatoire est présenté comme suit :

$$Logy_{it} = \alpha_1 + \beta_1 Logn_{it} + \beta_2 Logk_{it} + v_{it}$$

Avec
$$v_{it} = \lambda_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Finalement nous choisissons la modélisation qui se prête le mieux à nos données via le test d'Hausman. Ce test est un test de spécification qui permet de déterminer si les coefficients

des deux estimations sont statistiquement différents. Le test d'Hausman est utilisé pour

tester l'orthogonalité entre les effets aléatoires et les régressions et il compare la matrice de

variance covariance des deux estimateurs. Le résultat suit une loi χ^2 avec K degré de

liberté.

Le test de Hausman repose sur une comparaison directe d'estimateurs. Pour pouvoir le

réaliser, il faut d'une part un estimateur convergent et asymptotiquement efficace sous

l'hypothèse nulle et d'autre part, un estimateur convergent aussi bien sous l'hypothèse

nulle que sous l'hypothèse alternative. L'hypothèse que l'on veut tester est celle de

l'absence de corrélation entre les effets spécifiques et les variables explicatives.

Rappelons que le test d'Hausman est tel que :

Hypothèse H₀: Absence de corrélation des effets spécifiques

Hypothèse H_A: il y a une corrélation des effets spécifiques

En application de la statistique d'Hausman à la fois pour un effet individuel aléatoire mais

effet temporel fixe et pour un effet individuel fixe mais effet temporel aléatoire, nous

avons trouvé que :

199

Tableau 16: Test d'Hausman

Test d'Hausman (Cross-section random)	chi2(2)= 59.658682	Prob>chi2 = 0.0000
Test d'Hausman (Period random)	chi2(2)= 87.990713	Prob>chi2 = 0.0000

Les résultats trouvés (tableau 16) montrent une p-value < à 5% donc on rejette H_0 . En acceptant l'hypothèse alternative, nous aurons ainsi rejeté l'hypothèse nulle qui correspond à l'absence de corrélation entre les effets spécifiques et les variables exogènes. Lorsque cette hypothèse est rejetée, l'estimateur des effets aléatoires n'est plus convergent. Il convient alors de retenir le modèle à effets fixes (Dormont, 1989).

1. L'estimation de la fonction de production augmentée par les variables muettes *lbo* et *Trans*

Dans l'analyse des effets de l'opération de LBO sur la productivité des entreprises cibles, nous avons augmenté notre modèle de base par les deux variables muettes *lbo* et *trans*. La première variable est liée à la présence ou non d'un LBO dans les entreprises de notre échantillon. Pour la deuxième, elle concerne plutôt l'année à laquelle s'est effectuée l'opération de LBO.

Le tableau 17 recense les résultats de l'estimation de notre modèle à effets fixes pour les modèles (1), (2) et (3).

Tableau 17: L'estimation à effets fixes de la fonction Cobb-Douglas augmentée par les variables muettes lbo et trans

Variable dépendante : y _{it} (valeur ajoutée)	Modèle (1)	Modèle (2)	Modèle (3)
Variables indépendantes :			
Constante	10,910 (26,877)***	10,905	10,961
		(27,004)***	(26,436)***
ln_{it}	0,073 (2,652)***	0,085	0,082
		(2,851)***	(2,719)***
lk_{it}	0,231 (9,529)***	0,218	0,217
		(7,948)***	(7,910)***
(trans*ln) _{it}		0,161	0,1629
		(3,868)***	(3,388)***
(trans*lk) _{it}		-0,188	-0,186
		(-4,0001)***	(-3,916)***
(lbo*ln) _{it}		-0,0855	-0,076
		(-2,747)***	(-2,148)
(lbo*lk) _{it}		0,105	0,108
		(3,021)***	(3,075)***
trans _{it}	-0,081		-0,045
	(-1,386)		(-0,094)
lbo_{it}	0,125		-0,186
	(2,514)***		(-0,533)
Log Likelihood	-1892,754	-1882,779	-1882,561
R ² ajusté	0,86	0,86	0,86

Entre (.) le test de Student *t* des variables estimées

Les trois modèles estimés présentent un R² ajusté de 0,86 ; ceci indique une bonne qualité de l'ajustement (proche de 1) et que les variables exogènes expliquent bien les modèles.

Nous remarquons que la variable *trans* n'est pas significative aussi bien dans le modèle (1) que dans le modèle (3), ceci dit que l'année à laquelle l'opération de LBO s'est effectuée, n'a pas d'impact significatif sur la productivité globale des facteurs. Il en ressort que la dimension temporelle n'a pas d'influence sur la productivité.

Cependant, la variable muette *lbo* est significative dans le modèle (1) au seuil de 1% donc l'opération de LBO aurait un impact positif et statistiquement significatif sur la productivité.

ii***, ** et * respectivement significatifs au seuil de 1%, 5% et 10%

pour toutes les estimations nous avons 2376 observations pour 132 entreprises entre 1997 et 2005

En utilisant les coefficients estimés du modèle (2) et les formules (3) et (4) citées précédemment, nous avons essayé de calculer la différence entre le pourcentage de la productivité marginale de travail et celui de la productivité marginale de capital (annexe B). Ainsi, nous pouvons conclure que la productivité marginale de travail est plus élevée dans les entreprises reprises en LBO de l'ordre de 48,09%.

Pour la productivité marginale du capital également, les entreprises ayant fait un LBO ont une productivité supérieure de 48,16% par rapport aux entreprises du même secteur d'activité.

La valeur ajoutée des entreprises reprises en LBO est supérieure de 17,65% par rapport aux entreprises du même secteur d'activité. Un résultat qui est proche de celui de l'étude d'Amess (2003) sur les entreprises britanniques.

Concernant les résultats du modèle (3), nous pouvons constater que l'élasticité de la production par rapport au capital et au travail affichent des coefficients estimées positivement significatifs au seuil de 1%. Par contre les deux variables muettes ne sont pas significatives, ce qui signifie que la prise en considération de l'année de la transaction parallèlement avec la réalisation d'un LBO, n'a pas eu un effet significatif sur les productivités marginales de travail et du capital.

Les coefficients estimés sont très stables lorsque l'on passe du modèle (1), au modèle (2) et puis au modèle (3).

2. L'estimation de la fonction de production augmentée par la variable muette *lbo*

A ce stade d'analyse, nous allons essayer de faire une estimation de la fonction de production Cobb-Douglas en l'augmentant par la variable muette *lbo* seulement. En effet, dans l'estimation précédente, nous avons remarqué que la variable *trans* n'était pas significative même au seuil de 10%. Dès lors, nous avons décidé de développer, dans ce paragraphe, l'analyse de la fonction de production augmentée par la variable *lbo* (tableau 18).

Tableau 18: L'estimation à effets fixes de la fonction Cobb-Douglas augmentée par la variable muette lbo seulement :

Variable dépendante : y _{it} (valeur ajoutée)				
Variables indépendantes :	Modèle (1)	Modèle (2)	Modèle (3)	
Constants	10.027	10.050	11.022	
Constante	10,927 (26,926)***	10,958 (27,050)***	11,032 (26,547)***	
ln_{it}	0,073 (2,669)***	0,085	0,082	
		(2,859)***	(2,700)***	
lk _{it}	0,229 (9,476)**	0,214	0,213	
		(7,777)***	(7,737)***	
$(lbo*ln)_{it}$		-0,026	-0,014	
		(-0,970)	(-0,457)	
$(lbo*lk)_{it}$		0,036	0,041	
		(1,209)	(1,332)***	
lbo_{it}	0,096		-0,259	
	(2,126)***		(-0,794)	
Log Likelihood	-1893,841	-1892,764	-1882,407	
R ² ajusté	0,86	0,86	0,86	

Entre (.) le test de Student *t* des variables estimées

L'estimation de la variable muette *lbo* dans le tableau 18, montre une significativité positive de la variable dans le modèle (1) au seuil de 1%. Ceci affirme le résultat trouvé dans le tableau 18, où la variable *lbo* affiche également des coefficients positifs et statistiquement significatifs. Donc, l'opération de LBO a un impact significatif et positif sur la productivité des entreprises cibles françaises.

Il est, toutefois, important de mentionner que la variable *lbo* n'est plus significative dans le modèle (3) bien que cette variable, associée au capital, affiche un coefficient positif et statistiquement significatif au seuil de 1%.

En se référant au modèle (2), nous allons pouvoir calculer les productivités marginales de travail et du capital. L'introduction de la variable muette *lbo* seulement, montre un changement dans les résultats trouvés précédemment (avec le tableau 17).

Présentés dans l'annexe B, les résultats des calculs effectués montrent que la productivité marginale de travail dans les entreprises reprises en LBO est inférieure de l'ordre de 30,58% par rapport aux entreprises de l'échantillon de comparaison. Cependant, la

ii ****, ** et * respectivement significatifs au seuil de 1%, 5% et 10%

iii pour toutes les estimations nous avons 2376 observations pour 132 entreprises entre 1997 et 2005

productivité marginale du capital est supérieure dans les entreprises reprises en LBO (de l'ordre de 16,82%).

Les résultats trouvés dans notre travail de recherche sur le cas de la France présentent des conclusions plus ou moins similaires à celles des travaux d'Amess (2003) sur le Royaume-Uni.

En effet, Amess (2003) arrive à conclure que les entreprises reprises en LBO ont une productivité marginale de travail supérieure aux entreprises comparables, mais que la productivité marginale de capital est inférieure dans les entreprises qui ont fait de LBO.

Pour conclure, ce chapitre était consacré à l'étude de la performance post LBO des entreprises cibles françaises.

Nous avons exposé au départ la revue de la littérature qui a traité la performance de ces opérations. Ensuite, s'intéressant au marché français, nous avons présenté une analyse de la performance en deux étapes afin de mieux examiner cette problématique.

Les résultats de l'étude de la performance économique des cibles après un LBO, montrent que les entreprises sous LBO sur-performent les entreprises comparables et ceci même avant l'opération.

Pour ce qui est de l'étude de l'impact des opérations LBO sur la productivité des cibles, nous avons pu conclure à une augmentation dans la productivité suite à l'opération.

Conclusion de la deuxième partie

L'objectif de cette deuxième partie était, d'une part, de confronter les raisonnements théoriques proposés par les auteurs sur la question des déterminants des investissements de *private equity* et celle de la performance *post*-LBO des entreprises cibles, et, d'autre part, de présenter une analyse multidimensionnelle de la problématique sur un échantillon d'entreprises françaises.

Les résultats trouvés montrent tantôt une confirmation, tantôt une infirmation des études antérieures.

Dans l'analyse des déterminants de l'offre des investissements LBO, les résultats montrent une prédominance de l'effet des variables macro-économiques sur cette variable endogène. La croissance du PIB, le taux d'intérêt ainsi que le taux de chômage influence négativement l'accroissement des investissements LBO.

De plus, les variables institutionnelles ne peuvent pas expliquer d'une manière significative ce type d'investissement.

Concernant le type de désinvestissement, qu'il soit à travers une introduction en Bourse, une cession à un industriel (ou au management) ou par la liquidation, ces variables étaient positivement significative sur l'offre des investissements LBO.

Une autre variable déterminante de ces investissements est la capitalisation boursière. Contrairement aux études antérieures, nos résultats affichent des coefficients significatifs mais proche de zéro.

Finalement, la variable R&D aurait un impact positif et statistiquement significatif sur le développement des investissements LBO.

Dans l'étude de la performance économique des entreprises cibles après un LBO, nous avons étudié des indicateurs comptables et leurs variations sur une fenêtre de cinq ans autour de l'opération. Nous avons pu observer une dégradation de cette performance après le LBO (Le Nadant, 1998; Desbrières et Schatt, 2002). Cependant, les entreprises reprises en LBO surperforment les entreprises du même secteur d'activité avant comme après le LBO.

Afin d'apporter une analyse plus profonde à notre travail de recherche, nous avons cherché à tester l'impact des opérations de LBO sur la productivité des firmes françaises. Nos résultats vont dans le sens de la confirmation de l'effet positif des opérations LBO sur la productivité.

Les résultats de notre modèle à deux variables muettes permettent de conclure à une meilleure utilisation des facteurs de production avec l'opération LBO : pour le travail aussi bien que pour le capital, les entreprises sous LBO ont une productivité marginale supérieure à celle des entreprises du même secteur d'activité.

Ces résultats changent quand le modèle prend en considération une seule variable muette. A ce niveau, nous avons pu remarquer que les deux facteurs de production ne sont pas utilisés de la même manière.

Cette constatation sur l'échantillon français diffère de celle observée sur le marché britannique (Amess, 2003 ; Harris et *al.*, 2005).

CONCLUSION GENERALE

es opérations du LBO tiennent une place à part dans le capital investissement. Elles constituent une technique attractive qui permet à un plus grand nombre d'entreprises de trouver une réponse performante à la question de la transmission tout en proposant aux dirigeants salariés de devenir entrepreneurs. Le LBO est désormais un mode efficace de financement d'acquisition d'entreprises.

Dans ce travail de recherche, nous nous sommes proposés d'étudier les caractéristiques des opérations à effet de levier : les déterminants de l'offre de ce type d'investissement ainsi que l'impact des opérations de LBO sur la performance des entreprises cibles.

- La démarche de recherche suivie

La première partie a fourni un cadre pertinent pour l'analyse approfondie du métier du capital investissement et plus exactement des opérations du LBO.et pour l'analyse économétrique de l'offre des investissements LBO. Nous avons, pour cela, proposé un modèle d'équilibre de l'offre et de la demande des investissements LBO.

Dans le premier chapitre, nous avons présenté l'industrie du capital investissement dans son ensemble. Nous avons estimé qu'il était nécessaire de parler de l'économie du capital investissement et de la performance de cette industrie dans une conjoncture de plus en plus développée.

Nous avons ensuite, dans le deuxième chapitre, focalisé notre analyse sur les opérations de LBO. Nous avons présenté une synthèse des modalités pratiques de mise en œuvre d'une opération de LBO. Ainsi que, l'importance de la dette dans le montage de ces opérations.

La deuxième partie de ce travail de recherche a été consacré à l'étude empirique des déterminants et de la performance des opérations LBO.

Nous avons présenté, dans le chapitre trois, une revue de la littérature concernant les déterminants de l'offre de *private equity*. Nous avons essayé également d'examiner les résultats de l'étude économétrique basée sur des données collectées sur 19 pays européens entre 1997 et 2006.

La revue de la littérature économique et financière nous a montré qu'il était nécessaire d'approfondir la compréhension des processus par lesquels les opérations de LBO pouvaient agir sur la performance des entreprises.

Ce constat nous a conduit à nous pencher sur, d'une part, des indicateurs comptables et financiers et d'autre part sur des indicateurs de productivité. Nous avons choisi de tester, dans le chapitre quatre de cette thèse, l'impact des opérations du LBO selon deux méthodologies différentes.

La première se rattache à l'étude de l'effet de ces opérations sur la performance économique des cibles. Nous avons, ainsi, sélectionné une batterie de ratios et d'indicateurs nous permettant de mieux analyser cet effet. Deux séries de tests ont été réalisées sur ces indicateurs. La première concerne la détermination des caractéristiques des entreprises reprises en LBO et dans quelle mesure ces dernières sont différentes des entreprises du même secteur d'activité.

La deuxième série de tests est réalisée sur les variations de ces indicateurs sur la période entourant l'opération (-1/+1; -1/+2; -2/+1 et -2/+2) afin de pouvoir évaluer l'évolution de ces indicateurs avant et après l'opération de LBO.

La deuxième méthodologie utilisée pour analyser l'impact des opérations de LBO sur les cibles concerne plutôt l'impact de ces opérations sur la productivité des firmes. Nous avons, pour ce faire, utilisé une base de données de 132 entreprises françaises ayant fait une opération de LBO sur la période 1998-2004.

- Les principaux résultats de la thèse

Dans notre première démarche d'investigation, les résultats trouvés montrent que les variables macro-économiques ont des effets sur le développement des investissements LBO.

La croissance du PIB, le taux d'intérêt ainsi que le taux de chômage influence négativement l'accroissement de ces investissements. Quant aux variables institutionnelles, nous avons remarqué qu'elles n'ont pas pu expliquer, d'une manière significative, ce type d'investissement.

Concernant le type de désinvestissement, qu'il soit par introduction en Bourse, par cession à un industriel (ou au management) ou par restructuration, cette variable se trouve positivement significative sur l'offre des investissements LBO.

Une autre variable déterminante de ces investissements est la capitalisation boursière. Nous avons, à ce niveau, contesté les études antérieures. En effet, nos résultats affichent des coefficients significatifs mais proches de zéro. Ceci n'a pas conduit à la conclusion d'une relation positive entre le développement des marchés financiers et l'accroissement des investissements LBO.

Finalement, un impact positif de la variable R&D et statistiquement significatif de la variable R&D sur ce type d'investissements, a été observé.

Notre travail de recherche apporte également des éléments de compréhension sur l'impact des opérations de LBO sur la performance des entreprises cibles.

La première démarche suivie, nous a permis de confirmer les résultats de Desbrières et Schatt (2002), dans la mesure où la performance économique des entreprises françaises se dégrade suite à l'opération de LBO. Cette performance reste, pourtant, nettement supérieure à celle des entreprises du même secteur d'activité. Les résultats suivent également les conclusions des deux auteurs en ce qui concerne la politique d'investissement de ces firmes.

Notre étude montre que les entreprises reprises en LBO accordent une plus grande importance à leur politique de croissance externe. Ceci peut engendrer un vieillissement de leurs actifs en comparaison avec leurs consœurs du même secteur d'activité.

Concernant l'activité et la gestion des entreprises étudiées, nos résultats illustrent une baisse considérable du ratio BFR/CA après l'opération de LBO. Nous pouvons, dés lors, associer la dégradation de la performance économique des firmes étudiées à une baisse dans le BFR. L'accroissement des consommations intermédiaires, la baisse du chiffre d'affaires, ... peuvent également expliquer cette dégradation de leur sur-performance après l'opération.

La deuxième démarche suivie, fait référence à l'impact des opérations de LBO sur la productivité des entreprises cibles. Les résultats dégagent une meilleure utilisation des facteurs de production : le capital et le travail (contrairement à Amess 2003). De plus, nous avons pu déceler la non-significativité de la variable se rattachant à l'année de l'opération de LBO (*trans*). Il a été également observé que la variable *lbo* avait un impact positif et statistiquement significatif sur la productivité des entreprises étudiées.

- Les apports de la thèse

Notre travail de recherche participe de différentes manières au développement des études concernant les opérations de LBO.

Nous avons observé qu'une large littérature économique et financière a étudié depuis longtemps les déterminants de l'offre des investissements de *private equity* et essentiellement de capital risque. Cependant, ces travaux souffrent d'un manque d'explications pour ce qui est des déterminants de l'offre des investissements LBO.

Notre étude économétrique étudie les déterminants qui expliquent le développement de ces dernières. Nous avons utilisé un ensemble d'indicateurs macroéconomiques, institutionnels, entrepreneuriales et d'opportunités technologiques afin de mesurer quelles sont les déterminants qui expliquent le mieux l'offre des investissements LBO.

Un autre apport important dans notre thèse, concerne l'étude de l'impact des opérations LBO sur la performance des entreprises cibles. A ce niveau, une analyse multidimensionnelle a pu être développée.

Nous nous sommes proposés d'utiliser de nouvelles données et méthodes dans l'analyse des résultats obtenus. Nous avons procédé à l'étude de l'impact des opérations de LBO en adoptant deux démarches de travail avec des techniques statistiques différentes.

L'échantillon utilisé, pour la première méthodologie, est composé de 86 entreprises françaises cibles de LBO sur la période 1999-2003. Un échantillon de contrôle a été choisi pour pouvoir comparer les performances des entreprises reprises en LBO et leurs consœurs du même secteur d'activité.

Dans la deuxième démarche, la présente analyse est l'un des rares travaux (le seul sur le cas français) qui ont traité la performance post-LBO en utilisant une fonction de production de type Cobb-Douglas. Nous avons observé l'évolution des deux facteurs de production : le capital et le travail, pour 132 entreprises françaises sur la période 1997-2005. Nous avons, aussi, apparié ces entreprises avec d'autres qui n'ont pas fait l'objet de LBO mais qui appartiennent au même secteur d'activité et ayant la même taille.

Cela nous a permis de confronter plusieurs points de vue, ce qui offre une image assez complète de l'étude de la performance des entreprises suite à une opération de LBO.

- Les limites de ce travail

Les résultats obtenus dans ce travail de recherche, doivent être appréhendés et interprétés en ayant à l'esprit différentes limites d'ordre théorique et méthodologique.

Concernant l'étude des déterminants de l'offre des investissements LBO, le cadre théorique de ce travail s'est limité aux études faites sur l'offre du *private equity* de façon générale, ou bien sur l'offre des premiers stades de financement à savoir l'offre du capital risque.

Nous avons essayé d'étudier cet aspect en utilisant comme variable endogène les investissements LBO. Notre positionnement représente, à notre sens, une limite. En effet, nous avons négligé dans notre étude les investissements de *private equity* dans leur totalité. L'étude de cette variable, en parallèle, aurait mieux expliqué l'importance et le rôle des variables explicatives de notre modèle.

Pour étudier l'impact des opérations de LBO sur les entreprises cibles, nous étions contraints par certaines faiblesses.

L'une des principales limites de cette étude concerne le volet méthodologique. Il s'agit de la collecte des données. Un élément essentiel dans tout travail de recherche, cette étape était, pour nous, la plus difficile. En effet, étudier les opérations LBO équivaut à étudier des entreprises non cotées qui ne sont pas tenues par la divulgation de leurs informations. D'une manière générale, l'information sur le capital investissement reste très incomplète. Basée sur le volontariat des entreprises, le recueil des données se heurte à la discrétion des

acteurs sur les données les plus sensibles (Hellmann et Puri, 2002).

Pour la première démarche comme pour la deuxième, il n'a pas été possible de prendre en compte les deux premiers exercices après l'opération LBO, l'étude s'arrête nécessairement à 2005

- Voies de recherche futures

Cette thèse est une étape dans une recherche aux perspectives multiples.

Afin de donner davantage de consistance à nos résultats, la présente recherche pourrait être élargie en proposant un autre modèle économétrique, tenant compte de l'offre des investissements de *private equity*. Ce qui nous conduirait à l'utilisation de différents

indicateurs déterminant cette offre : la rentabilité des fonds de capital investissement, le taux d'impôt, les rigidités du marché de travail, le degré d'entrepreneuriat, nombre de brevets, le capital-connaissance, etc.

Dans l'avenir, la valorisation de cette recherche pourrait permettre par exemple, la mise en place d'une base de données concernant les opérations de LBO, leurs déterminants ainsi que les mesures de la création de valeur.

Dans l'analyse de l'impact des opérations de LBO, il est possible d'approfondir deux thèmes principaux. Le premier aurait une orientation « gouvernance d'entreprise ». Les LBO apportent un mode de gouvernance d'entreprise différent et bien souvent meilleur que celui d'un groupe coté en mettant l'accent sur les *free cash flows* et la création de valeur. Nous pensons, en effet, développer la problématique de la création de valeur suite à la sortie des fonds et leur relation avec les mécanismes de *« corporate governance »* développés suite à l'opération de LBO (taille de la cible, type de l'opération, etc.).

Le deuxième point, concerne plutôt l'étude des cycles *private to public* et *public to private* et leur impact sur la valorisation des entreprises cibles. D'autant plus qu'avec la crise des *subprimes* (2007), les conséquences seraient bien différentes.

BIBLIOGRAPHIE

Acs Z. et Audretsch D. (1994), « New firm start-ups, technology and macroeconomic fluctuations », *Small Business Economics*, Vol. 6, pp. 439-449.

AFIC (2002), « LBO Le livre blanc ».

AFIC (2003), « LBO Guide Pratique ».

AFIC (2003), « LBO et développement de l'entreprise en France ».

AFIC (2007) :, « Performance nette du capital-investissement en France en 2006 », Rapport annuel réalisé par Ernst&Young.

AFIC (2007), « La croissance des entreprises accompagnée par le Capital Investissement en France », Etude réalisée par Ernst & Young.

AFIC (2007), « Concentration du marché bancaire en Europe », Fiche thématique 31.

AFIC (2007), « Le marché de la dette LBO en Europe », Fiche thématique 30 .

AFIC (2008) :, « Activité des acteurs français du capital-investissement en 2007 », Rapport annuel réalisé par Price Waterhouse Coopers, mars.

AFIC (2009), « Activité des acteurs français du Capital Investissement en 2008 ».

Alexandre H., Charreaux G. (2001), « Les entreprises privatisées sont-elles plus performantes ? », Colloque de l'association française de finance, juin, Namur.

Amess, K. (2003), « The Effects of Management Buyouts on Firm-Level Technical Efficiency: Evidence from a Panel of U.K. Machinery and Equipment Manufacturers », *Journal of Industrial Economics*, vol. 51, p. 35–44.

Amess, K. et Wright, M., (2007), « The wage and employment effects of leveraged buyouts in the U.K. », International *Journal of Economics and Business*, vol. 14, n° 2, pp. 179-195.

Amit R., Brander J. et Zott C. (1998), « Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence », *Journal of Business Venturing*, vol.13, n° 6, p 441-466.

Artus P. et Teïletche J. (2004), « Asset allocation and european private equity: A first approach using aggregated data » in *Performance Measurement and Asset Allocation for European Private Equity Funds*, EVCA Research Paper.

Axelson U., Strömberg P. et Weisbach M. (2006), « The financial structure of private equity funds », SIFR (Swedish Institute for Financial Research) Research Report Series, n° 49.

Axelson U., T. Jenkinson T., Strömberg P. et Weisbach M. (2007), « Leverage and pricing in buyouts: An empirical analysis », *Swedish Institute for Financial Research*, Conference on The Economics of the Private Equity Market.

Baker G. et Wruck K. (1989), « Organizational changes and value creation in leverage buyouts: the case of OM Scott and sons company », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp.163-190.

Balboa R. M. et Marti P. J. (2004), « An integrative approach to the determinants of private equity fundraising », *Foro De Finanzas*, Barcelona, December.

Barber B. M. et Lyon J. D. (1996), « Detecting abnormal operating performance : the empirical power and specification of test statistics », *Journal of Financial Economics*, vol.41, p. 359-399.

Barnea, A., Haugen R. A. et Senbet. **L. W. (1980),** « A Rationale For Debt Maturity Structure And Call Provisions In The Agency Theoretic Framework », *Journal of Finance*, vol. 35, n° 5, p. 1223-1234.

Bastie F. et Cieply S. (2005), « Le rôle des Organismes de Capital Investissement sur le marché de la cession reprise », p. 41-66 in : Cieply S. (dir.), L'Investissement dans le Non Coté et la Transmission d'Entreprises en Europe, Rapport pour l'Observatoire de l'Epargne Européenne, mai.

Battini P., (2005), « Financer son entreprise par le Capital Investissement », Maxima, Paris.

Baygan G. (2003), « Venture capital policy review: United Kingdom », *OECD STI Working Papers*, no 2003/1.

Beaulac A. (1989), « l'ingénierie financière et fiscale du rachat d'une entreprise par ses salariés », les Editions du Moniteur.

Belletante B., Levratto N. et Paranque B. (2001), « Diversité économique et modes de financement des PME », Paris : L'Harmattan, coll. Economiques

Berle A. et Means G. (1932), «The modern corporation and private property », MacMillan.

Betzer A. (2006), « Does Jensen's Free Cash Flow Hypothesis explain European LBO's today? », working paper, University of Bonn.

Black B.S. et Gilson R.J. (1998), « Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets », *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, pp. 243-77

Black F. et Scholes M. (1973), « The pricing of Options and Corporate Liabilities », *Journal of Political Economy*, vol. 81, p. 637-659.

Blass A. et Yafeh Y. (2001), « Vagabond Shoes Longing to Stray: Why Foreign Firms List in the United States », *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, p.555-572.

Bodie Z. et Taggart R.A. (1978), « Future Investment Opportunities And The Value Of The Call Provision On A Bond », *Journal of Finance*, V33(4), 1187-1200.

Boschin N. (2006), « Le guide pratique du LBO : Racheter une entreprise grâce à l'effet de levier », Editions d'Organisation

Bottazzi L. et Da Rin M. (2004), « Financing European Entrepreneurial Firms: Facts, Issues and Research Agenda », *Venture Capital, Entrepreneurship and Public Policy*, Cambridge, MA, MIT Press.

Bottazzi L. et Da Rin M.(2002), « Venture capital in Europe and the financing of innovative companies », *Economic Policy 34*, pp. 229-262.

Boucly Q., Sraer D. et Thesmar D. (2008), « Les effets réels des LBO : une étude du marché français entre 1994 et 2004 », complément au rapport CAE 75 « Private Equity et capitalisme français ». La Documentation française.

Bouretz E. (2005), « Crédits syndiqués, Transfert et partage du risque entre banques », Editions *Revue Banque*.

Brennan M. et Schwartz E. (1977), « Convertible Bonds: Valuation and Optimal Strategies for Call and Conversion », *The Journal of Finance*, vol. 32, n° 5, p. 1699-1715.

Brennan M. et Schwartz E., (1980), « Analyzing Convertible Bonds », *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 15, n° 4, p. 907-929.

Brilman J. (1995), « L'entreprise réinventée : organisation par processus, structures plates, équipes en réseaux », les Editions d'organisation.

Brindisi L. J. (1989), « How to pay executives to think like corporate raiders », *Directors and Boards*, Vol. 13 No. 2, pp. 39-40.

Bruining H., Boselie P., Wright M. et Bacon N. (2005), « Business Ownership Change and Effects on the Employee Relationship: An Exploratory Study of Buyouts in the UK and the Netherlands », *International Journal of Human Resource Management*, Vol.16, p. 345-363.

Bruining J. et Wright M. (2002), « Entrepreneurial orientation in management buy-outs and the contribution of venture capital », *Venture Capital : An International Journal of Entrepreneurial Finance*, June, vol. 4, n° 2, p. 147-168.

Brush H., Bromiley P. et Hendricks M. (2000), « The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance », *Strategic Management Journal*, Vol. 21 No.4, pp.455-472.

Cadiou C., Morvan J., (2005), « Ingénierie de la reprise : du LBO au SBO », *Colloque Recherche en Entrepreneuriat*, Brest, 13-14 octobre 2005.

Cadiou C., Morvan J., et Cotillard N. (2008), « Titrisation économique et LBO : le cas français », *Revue du Financier*, n° 169, n°spécial « private equity et LBO », sous la direction de M CHERIF, Janvier-Février, p. 50-66.

Caramelli M., (2006), « Une étude des effets de l'actionnariat salarié dans le contexte de l'entreprise multinationale : une approche attitudinale interculturelle », Thèse de doctorat ès Sciences de Gestion, Université Montpellier II.

Carpentier C. et Suret J. M. (2005), « Le programme SBIC : analyse et enseignements », CIRANO Working Paper from CIRANO.

Chan Y.S. (1983), « On The Positive Role Of Financial Intermediation In The Allocation of Venture Capital In A Market With Imperfect Information », *Journal of Finance*, vol.38; N°5, pp. 1543-1561.

Charreaux G. (2004), « Michael Jensen-la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des organisations », Working Papers FARGO 1041203, Université de Bourgogne - LEG/Fargo (Research center in Finance, Organizational Architecture and Governance).

Charreaux G., (1997), « Le gouvernement d'entreprise », Economica, Paris

Charreaux G., (2000), « La théorie positive de l'agence : positionnement apports », *Revue d'économie industrielle*, numéro spécial 92, 2^e -3^e trimestre, pp. 193 - 214.

Charreaux G., Couret A., Joffre P., Koenig G. et de Montmorillon B. (1987), « De nouvelles théories pour gérer l'entreprise », Paris, Economica.

Chemla G. (2005), «The determinants of investment in private equity and venture capital: evidence from American and Canadian pension funds », SSRN Working Paper 556421.

Cherif M. (2003), « Ingénierie financière et Private Equity », Banque Edition, mars

Cherif M. (2004), « L.B.O : Aspects financiers », Banque Edition, février.

Cherif M. (2008), « Le capital-risque pour financer la croissance et l'emploi », Banque Editeur, deuxième édition.

Cherif M. et Dubreuille S. (2005), « Création de valeur et capital-investissement », Collection Synthex, Pearson Education France.

Cherif M. et Gasdar K. (2009), « What drives venture capital in Europe ? A cross-country panel data analysis », *International Journal of Public Management Performance*, numéro spécial "Venture capital and Public performance", à paraître.

Choi D. et Park S. (1997), « Targeted Share Repurchases, Free Cash Flows, and Shareholder Wealth: Additional Evidence », *Managerial Finance*, vol. 23, n° 3, p. 49-63.

Choinel A. (1991), « Introduction à l'ingénierie financière », collection ITB.

Citron D., Wright M., Rippington F. et Ball R. (2003), « Secured creditor recovery rates from management buy-outs in distress », European Financial Management, 9, 141–162.

Cochrane J. (2003), « The Risk and Return of Venture Capital », *Journal of Financial Economics*, 75, pp. 3-52

Cornelli F. et Karakas O. (2008), « Private equity and corporate governance : do LBOs have more effective boards? », Document de Travail in *Globalization of Alternative Investments: The Global Impact of Private Equity*, Report by The World Economic Forum.

Cumming D. et Johan S. (2007), « Regulatory harmonization and the development of Private Equity markets », *Journal of Banking and Finance*, 31, pp. 3218-3250.

Cumming D., Schmidt D. et Walz U. (2006b), « Legality and venture governance around the world »,SSRN Working Paper 537243.

Cumming D., Siegel D. S. et Wright M. (2007), « Private equity, leveraged buyouts and governance », *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, pp. 439–460.

Cumming, D., Flemming G., et Schwienbacher A. (2006a), « Legality and venture capital exits," *Journal of Corporate Finance* », Vol. 12, pp. 214-245.

Da Rin R. et Penas M.F. (2007), « The Effect of Venture Capital on Innovation Strategies» *NBER Working Papers 13636*.

Daude C. et Stein E. (2007), « The Quality of Institutions and Foreign Direct Investment », *Economics and Politics*, Vol. 19, N°3, pp. 317-343.

De Jong A. et Dijk R.V. (2007), « Determinants of Leverage and Agency Problems: A Regression Approach with Survey Data », *The European Journal of Finance*, vol. 13, n°6, pp. 565-593.

DeAngelo H., DeAngelo L. et Rice E. M. (1984b), « Going Private: The Effects of a Change in Corporate Ownership Structure », *Midland Corporate Finance Journal*, Summer, pp. 35-43.

Deffains C. (1994), « Dette mezzanine et structure d'endettement », Thèse pour le doctorat en sciences de gestion, Université de Nancy2.

Demsetz H. (1983), « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *The Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, June, pp. 375-390.

Denis D.J. (1992), « Corporate investment decisions and corporate control: evidence from going private transactions », *Financial Management*, 24, pp. 80-94.

Desai M., P. Gompers P. et Lerner J. (2006), « Institutions and entrepreneurial firm dynamics: Evidence from Europe », *Harvard NOM Research Paper*, 03-59.

Desbrières P. (1998), « Le leverage buy-out », Working Papers FARGO 0980101, Université de Bourgogne - LEG/Fargo (Research center in Finance,organizational ARchitecture and GOvernance).

Desbrières P. (2002), « Les actionnaires salariés », Revue Française de Gestion, n°144, pp. 255-281

Desbrières P. et Schatt A. (2002), « L'incidence des LBO sur la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes acquises : le cas français », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Editions Economica, vol. 5, n° 4, pp. 79-106, Décembre.

Desbrières P. et Schatt A. (2004), « The impact of LBOs on investment policies and operations of acquired French firms », *Corporate Ownership and Control*, vol. 1, N° 2, pp 53-64.

Desbrières P., (1997), « Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise », in « Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance : théories et faits », ouvrage collectif sous la direction de G. Charreaux, Economica.

Diamond D. (1993), « Seniority and Maturity of Debt Contract », *Journal of Financial Economics*, vol. 33, pp. 341-368.

Djankov S., La Porta R., López de Silanes F. et Shleifer A. (2003), « Courts », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, pp. 453–517.

Djankov S., La Porta R., López de Silanes F. et Shleifer A. (2005), « The law an economics of self-dealing », *NBER*, working paper 11883.

Dormont B. (1989), « Introduction à l'économétrie des données de pannels : Théories et Applications à des échantillons d'entreprises », *Monographies d'économétrie*, INSEE, Paris.

Dyck A. et Zingales L. (2004), « Private Benefits of Control: An International Comparison », *Journal of Finance*, American Finance Association, Vol. 59(2), pp. 537-600.

Engel E., Hayes R.M. et Wang X., (2004), « The Sarbanes-Oxley Act and Firms' Going Private Decisions », May, *Working Paper*, University of Chicago.

EVCA (2001), « Survey of the Economic and Social Impact of Management Buy-outs and Buy-ins in Europe », *Research paper*, Zaventum, Belgium.

EVCA (2008), « Annual survey 2007 ».

Fadil N. (2003), « La mesure de la performance de la PME : un cas d'application sur la décision d'introduction en bourse », *Colloque Histoire et Gestion*, « La mesure », Toulouse.

Fama E. F. et French K. R. (2000), « Disappearing dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? », *Journal of Financial Economics*, vol. 60, pp. 3-43.

Félix E., Gulamhussen M. A. et Pires C. P. (2007), « The determinants of venture capital in Europe - evidence across countries », CEFAGE-UE Working Paper 2007/01.

Galai D. et Masulis R. (1976), « The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, Issues 1-2, pp. 53-81.

Gaspar J.M. (2008), « The Performance of French LBO firms: New data and new results », ESSEC Private Equity Chair, Working Paper.

Gensse P. et Topsacalian P. (2001), « Ingénierie financière », Economica, 2^e édition.

Gibbons R. (2005), « Four Formalizable Theories of the Firm? », *Journal of Economic Behavior et Organization*, vol. 58, pp. 200-245.

Gibbs P. A. (1993), « Determinants of Corporate Restructuring: The Relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat, and Free Cash Flow », *Strategic Management Journal*, vol. 14, n° 4, Summer, pp. 51-68.

Glachant J., Lorenzi J.H. et Trainar P. (2008), « Private equity et capitalisme français », Conseil d'Analyse Economique (CAE), la documentation française.

Gompers P. (1995), « Optimal Investment, Monitoring and the Staging of Venture Capital», *Journal of Finance*, vol. 50, pp. 1461-1489.

Gompers P. et Lerner J. (1998), « What drives venture capital fundraising? », *Brookings Proceedings on Microeconomic Activity*, pp. 149-204.

Gompers P. et Lerner J. (1999), « The Venture Capital Cycle », MIT Press, Cambridge, Ma.

Gompers P. et Lerner J. (2001), « The Venture Capital Revolution », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15-2, pp.145-168.

Gompers P., Kovner A., Lerner J. et Scharfstein D. (2005), « Venture capital investment cycles: the impact of public markets », NBER Working Papers, 11385, May.

Graham J. R. et Harvey C. R. (2001), «Theory and practice of corporate finance: Evidence from the field », *Journal of Financial Economics*, 60, pp. 187-243.

Greenspan A. (1989), « Selections from the Senate and house hearings of LBOs and corporate debt », *Journal of Applied corporate Finance*, September, pp. 31-34.

Griffith R., Redding S. et Van Reenen J. (2004), « Mapping the Two Faces of R&D: Productivity Growth in a Panel of OECD Countries », *Review of Economics and Statistics*, vol. 86, n° 4, pp. 883-895.

Groh A. et Gottschalg O. (2006), « The risk-adjusted performance of US buyouts », *Private Equity Symposium*, June 6-7, London Business School, London, UK.

Groh P. A., Liechtenstein H. et Canela M. A. (2008), « International allocation determinants of institutional investments in venture capital and private equity limited partnerships », *IESE Business School, Working Paper*, n° 726, January.

Grullon G. et Michaely R. (2001), « Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis », Working Paper, Rice University.

Gupta A. et Rosenthal L. (1991), « Ownership structure, leverage, and firm value: The case of leveraged recapitalizations », *Financial Management*, vol. 20, n°3, pp. 69-83.

Harris R., Siegel D. S. et Wright M. (2005), « Assessing the impact of Management Buyouts on Economic efficiency: Plant-level evidence from the United Kingdom », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 87, n° 1, pp. 148–153.

Hart O. et Moore J. (1995), « Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management », *NBER Working Papers* 4886.

Heckman J. (1979), « Sample Selection Bias as a Specification Error », *Econometrica*, Vol. 47, pp. 153-161.

Hege U. (2003), « Workouts, court-supervised reorganization and the choice between private and public debt », Journal *of Corporate Finance*, vol. 9, February, p. 233–69.

Hege U., Palomino F. et Schwienbacher A. (2004), « Determinants of Venture Capital Performance : Europe and the United States », Working paper, *HEC Paris and University of Amsterdam*.

Hege U., Palomino F. et Schwienbacher A. (2006), « Venture Capital Performance in Europe and the United States: A Comparative Analysis », RICAFE Working Paper n° 1.

Hellman, T. et Puri M. (2000), « The interaction between product market and financial strategy: The role of venture capital », *Review of Financial Studies*, Winter, pp. 959-984.

Hellmann T. et Puri M. (2002a), « On the Fundamental Role of Venture Capital », *Economic Review* (Federal Reserve Bank of Atlanta), vol. 87, n° 4, pp.19-23.

Hellmann T. et Puri M. (2002b), « Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 1, pp.169-199.

Hoffman K., Parejo M., Besant J. et Perren L. (1998), « Small firms, R&D, technology and innovation in the UK: A litterature review », Journal of political economy, Vol.98, pp. 265-294.

Ippolito R. et James W. (1992), « LBOs, Reversion and Implicit Contracts », *Journal of Finance*, vol. 47, pp. 139-167.

Jagwani S. (2000), « Supply and demand of venture capital in the US », *The park place economist III*, vol. 8, pp. 90-98.

Jarrell G., Brickley J. et Netter J. (1988), « The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980 », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n°. 2, Winter, pp. 49-68.

Jeng L. et Wells P. (2000), « The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries », *Journal of Corporate Finance*, 6, pp.241-289.

Jenkinson T., Ljunqvist A. et Ritter J. (2001), « Going public – the theory and evidence on how companies raise equity finance », 2nd ed., Oxford University Press.

Jensen M. (1986), « Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeover », *American Economic Review*, vol. 76, n°2, May, p.323-329.

Jensen M. (1989), « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, vol. 76, pp. 61-74.

Jensen M. (2005), « Agency Costs of Overvalued Equity », *Financial Management*, Vol. 34, No. 1, pp. 5-19.

Jensen M. et Meckling W. H. (1976), « Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October, pp.305-360.

Jensen M. et Smith W.C. (1985), « Stockholder, manager, and creditor interests », in Altman, E., Subrahmanyam, M. (Eds), *Applications of Agency Theory: Recent Advances in Corporate Finance*, Irwin Press, Homewood, IL, pp.615-41.

Kalay A. (1982), « The ex-dividend day behaviour of stock prices: A re-examination of the Clientele effect », *Journal of Finance*, vol. 37, N° 4, pp. 1059-1070.

Kaplan S. (1989a), « Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value », *Journal of Finance*, July, 24(2):), pp. 217-254.

Kaplan S. (1989b), « The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value », *Working pape*r, University of Chicago, August.

Kaplan S. et Schoar A. (2003), « Private equity performance: returns, persistence and capital flows », *NBER Working Paper No. 9807*.

Kaplan S. et Schoar A. (2005), « Private equity returns: persistence and capital flows », *Journal of Finance*, vol. 60, pp. 1791–1823.

Kaplan S. et Stein J. (1993), « The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s », *Quarterly Journal of Economics*, 108, pp. 313-357.

Kaplan S. et Strömberg P. (2001), « Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening and Monitoring », *American Economic Review Papers and Proceedings*, 91(2), pp. 426-430.

Kaplan S. et Strömberg P. (2003), « Financial Contracting Theory Meets the Real World : an Empirical Analysis of Venture Capital Contracts », *Review of Economic Studies*, Vol. 70, N°2, pp. 281-315.

Kaplan S. et Stromberg P. (2008), « Leveraged Buyouts and Private Equity », *NBER Working Paper 14207*, (http://www.nber.org/papers/w14207).

Kapoor V. (1994), « Leveraged Buyouts: Agency costs and capital structure », Ph-D, Cornell University.

Kaserer C. et Diller C. (2004), « European private equity funds – A cash flow based performance analysis" in "Performance Measurement and Asset Allocation for Private Equity Funds », *Research Paper, European Private Equity & Venture Capital Association* (EVCA).

Kitching J. (1989), « Early Returns on LBOs », *Harvard Business Review*, Vol. 67, n° 6, novembre-décembre, pp. 74-81.

Kohers N. et Ang J. (2000), « Earnouts in Mergers : Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay », *Journal of Business*, Vol. 73(3), pp. 445-476.

Kortum S. et Lerner J. (2000), « Assessing the contribution of venture capital to innovation », *Rand Journal of Economics*, vol. 31, n° 4, pp. 674-692.

Laffont J.J., Martimont D. (2002), « The Theory of Incentives, the Principal-agent Model », Princeton, Princeton University Press.

Lambert R. A., Larcker D. et Weigelt K. (1991), « How Sensitive is Executive Compensation to Organizational Size ? », *Strategic Management Journal*, vol. 12, n° 5, July, pp. 395-402.

Landskroner Y. et Paroush J. (1995), « Venture Capital: Structure and Incentives », *International Review of Economics and Finance*, 4(4): pp.317-332.

Le Nadant A. L. (1998), « La performance des sociétés cibles dans les opérations de LBO : étude du marché français », *Analyse Financière*, n°116, septembre, pp.67-85.

Le Nadant A. L. (2000), « la performance des LBO : l'expérience française », Thèse pour le doctorat en sciences de gestion, Université de Rennes1.

Le Nadant A. L. (2004), « LBO : Etudes de cas », E-book, www.e-theque.com.

Leachman L., Kumar V. et Orleck S. (2002), « Explaining variations in private equity: A panel approach», *Duke Journal of Economics*, 14.

Lehn, K. et Poulsen A. (1989), « Free cash flow and stockholder gains in going private transactions », *Journal of Finance*, Vol. 64, pp. 771-787.

Lerner J. (1994), « The Syndication of Venture Capital Investments », *Financial Management, Financial Management Association*, vol. 23, n° 3, pp. 16–27.

Lerner J. (1995), «Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms », *Journal of Finance, American Finance Association*, vol. 50, n° 1, March, pp. 301-18.

Lerner J. (2002), « Boom and bust in the venture capital industry and the impact on innovation », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, issue Q4, pages 25-39.

Lerner J., Sorensen M. et Stromberg P. (2008), « Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation », Document de Travail in *Globalization of Alternative Investments: The Global Impact of Private Equity*, Report by The World Economic Forum.

Lewellen W. et Roden D. (2000), « After the buyout. The long view », *Advances in Financial Economics*, vol.5, pp185-206

Lichtenberg F. et Siegel D. (1990), « The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior », *Journal of Financial Economics*, Vol.27, pp 165-194.

Liebeskind J., Wiersema M. et Hansen G. (1992), « LBOs, corporate restructuring, and the incentive-intensity hypothesis », *Financial Management*, vol. 21, n°1, pp. 73-88.

Ljungqvist A. et Richardson M. (2003), « The cash flow, return and risk characteristics of private equity », *NBER Working Paper 9454*, National Bureau of Economic Research, Inc.

Long William F. et Ravenscraft D. J. (1993), « The financial performance of whole company LBOs », Center for Economic Studies of Washington, CES 93-16.

Lowenstein L. (1985), « Management buyouts », *Columbia Law Review*, Vvol.85, pp. 730-784.

Marti-Pellón J. et Balboa-Ramon M. (2001), « Determinants of private equity fundraising in western Europe », *Working Paper, Serie AD 2001-15*, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A. (Ivie).

Megginson W. (2004), « Towards a global model of venture capital? », *Journal of Applied Corporate Finance*, 16, pp. 89-107.

Merton R. (1974), « On the Pricing of Corporate Debt: The risk Structure of Interest Rates», *Journal of Finance*, 29: 449-470.

Meyer T. (2006), « Venture capital in Europe: Spice for European Economies», *The Journal of Financial Transformation*, vol. 18. London, p 61-69.

Michelacci C. et Suarez J. (2004), « Business creation and the stock market », *Review of Economic Studies*, vol.71 (2), pp. 459-481.

Miller M. (1977), « Debt and Taxes », *Journal of Finance*, Vol. 32, n°2, pp.261-276.

Modigliani F. et Miller M. (1958), « The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment », *American Economic Review*, Vol. 48, pp.261-297.

Modigliani F. et Miller M. (1963), « Taxes and the cost of capital, a correction », *American Economic Review*, vol. 53, pp. 433-443.

Mougenot G. (2005), « Tout savoir sur le capital investissement : capital risque, capital développement, LBO », Gualino Editeur, 3^e édition.

Mueller D.C. (1969), « A Theory of conglomerate mergers », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 83, n° 4, November, pp. 643-659.

Murphy K. (1985), « Corporate performance and managerial remuneration : An Empirical Analysis », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, n° 1-2-3, April, pp. 11-42.

Muscarella C. et Vetsuypens M. (1990), « Efficiency and Organisational Structure: a Study of Reverse LBOs », *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 1389-1413.

Myers S. (1977), « Determinants of corporate borrowing », *Journal of Financial Economics*, 5, pp.147-175.

Myers S. (1984), « The Capital structure puzzle », *Journal of Finance*, vol.39, n°3, pp.575-592.

Myers S. et Majluf N. (1984), « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have », *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.

Newbould G.D., Chatfield R. E. et Anderson R. F. (1992), « Leveraged Buyouts and Tax Incentives », *Financial Management*, vol. 22, n°1, pp 79-90.

Nikoskelainen E. et Wright M. (2007), « The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts », *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, Issue 4, pp. 511–537.

Nohel T. et Tarhan V. (1998), « Share repurchases and firm performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow », *Journal of Financial Economics*, vol. 49, n° 2, August, pp. 187-222.

Opler T. (1992), « Operating Performance in Leverage Buyouts: evidence from 1985-1989 », *Financial Management*, vol. 22, p. 27-34.

Opler T. et Titman S. (1993), «The determinants of leveraged buyout activity: free cash flow vs. financial distress costs », *The Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 1985-1999.

Pansard F.(2007), « le capital investissement en Europe : quelle physionomie à terme pour ce marché en croissance accélérée », Risques et tendance, n°3, autorités des marchés financiers, département des études.

Paquerot M. (1997), « Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures de contrôle », in G. Charreaux (Éd.), Le gouvernement des entreprises, Économica.

Perdreau F. et Le Nadant A. L. (2006), « Financial profile of leveraged buy-out targets: some French evidence », *Review of Accounting and Finance*, Vol. 5, Issue 4, pp. 370 – 392

Phalippou, L. and M. Zollo (2005), « What drives private equity fund performance », Working paper, INSEAD.

Phalippou, L. et Gottschalg O. (2007), « The Performance of Private Equity Funds », SSRN,ID:473221.

Pham V. et Garcia F. (2003), « Etude des mécanismes et analyse des facteurs de réussite et d'échec des opérations de financement d'acquisition d'entreprises avec effet de levier », *Mémoire présenté pour l'obtention du DESS Finance d'entreprise CNAM Paris*.

Phan P. et Hill C. (1995), « Organizational restructuring and economic performance in leveraged buyouts: an ex post study », *Academy of Management Journal*, vol. 38, p. 704-739.

Poulain-Rehm T. (2005), « L'impact de l'affectation du free cash flow sur la création de valeur actionnariale : le cas de la politique d'endettement et de dividendes des entreprises françaises cotées », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 8, n° 4, p. 205 – 238.

Price Waterhouse Coopers (2008), « Seeking differentiation at a time of change », Global Private Equity Report 2008.

Renneboog L. D. R., Simons T. et Wright M. (2007), « Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation », *Journal of Corporate Finance*, 13, p. 591–628.

Romain A. et De La Potterie B. (2004), « The determinants of venture capital: Additional Evidence », *Discussion paper series 1: Studies of the economic research centre N* $^{\circ}$ 19/2004, Deutshe Bundesbank.

Sahlman W. (1990), « The structure and governance of venture capital organizations », *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, N°2, pp. 473-521.

Schertler A. (2003), « Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe : A Dynamic Panel Data Analysis », Working Paper 1172, Kiel Institute for World Economics.

Schertler A. (2007), « Knowledge Capital and Venture Capital Investments: New Evidence from European Panel Data », *German Economic Review*, Blackwell Publishing, vol. 8, pp. 64-88.

Schmidt D. R. et Fowler K.L. (1990), « Post-Acquisition Financial Performance and Executive Compensation », *Strategic Management Journal*, vol. 11, n° 7, November-December, p. 559-569.

Schwienbacher A. (2004), « An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and in the United States » mimeo, University of Amsterdam.

Scott J. (1977), « Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure », *Journal of Finance*, 32, pp. 1-19.

Serve S. (2004), « The operating performance of French IPO firms », *Munich Personal RePEc Archive*, (http://mpra.ub.uni-muenchen.de/4304/)

Sharpe S. (1990), «Asymetric information, bank lending and implicit contracts: a stylized model of customer relationships », *Journal of Finance*, vol.45, pp. 1069-1087

Shertler A. (2004), «Explaining Cross country variations in venture capital investments: Theory and Empirical Evidence », *Kredit und Kapital*, vol. 37, n° 3, pp. 297-328

Shertler A. (2007), « Knowledge capital and venture capital investments: New evidence from European panel data », *German Economic Review*, vol. 8, n° 1, pp. 64-88.

Shleifer A. et Summers L. H. (1988), « Breach of trust in hostile takeovers », in AUERBACH A. (Ed.), Corporate Takeovers: Causes and Consequences, University of Chicago Press, Chicago.

Shleifer A. et Vishny R. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, juin, pp. 737-783.

Shleifer, A. et Vishny R. W. (1988), "Value- Maximization and the Acquisition Process," *Journal of Economic Perspectives,* Vol. 2, pp. 7-20.

Smart S.B. et Waldfogel J. (1994), « Measuring the Effect of Restructuring on Corporate Performance: The Case of Management Buyouts », *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 76(3), pp. 503-11

Smith A. (1990), « Corporate Ownership Structure and Performance: the Case of Management Buyouts », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 143-164.

Smith C. et Warner J. (1979), « On Financial Contracting: An Analysis of Bond Contracts», *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, pp.117-161.

Solow R. (1956), « A Contribution to the Theory of Economic Growth », *Quarterly Journal of Economics*, 70, pp. 65-94.

Stevenot A. (2005), « La gouvernance des entreprises financées par Capital Investissement : une analyse sociocognitive de la relation Capital Investisseur – dirigeant», Thèse de doctorat ès Sciences de Gestion, Université Nancy2.

Stiglitz J. et Weiss A. (1981), « Credit rationing in markets with imperfect information », *The American Economic Review*, vol. 71, n°3, pp. 93-410.

Stulz R. et Johnson H. (1985), « An Analysis of Secured Debt », *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 501- 521.

Stulz R. M. (1990), « Managerial Discretion and Optimal Financing Policies », *Journal of Financial Economics*, 26, pp. 3-27.

Summers L. (1989), « Taxation and Corporate Debt », Hearing Before the Committee on Finance - U. S. Senate, First Session, January 25.

Thoumieux X. (1996), « Le LBO, Acquérir une entreprise par effet de levier », Economica, Collection GESTION POCHE.

Tuller L. W. (1994), « Raising capital », McGraw Hill, New York

Ueda M. (2004), « Banks versus venture capital: Project evaluation, screening, and expropriation », *Journal of Finance*, 59, pp. 601-621.

Ueda M. et Hirukawa M. (2003), « Venture Capital and Productivity », Working Paper, University of Wisconsin.

Ueda M. et Hirukawa M. (2006), « Venture Capital and Industrial "Innovation" » Working Paper. University of Wisconsin.

Vaubourg A. G. (2000), « Essai sur l'architecture des Systèmes financiers : analyse théorique et empirique du partage entre banque et marché », Thèse de Doctorat de Sciences Economiques, Université d'Orléans.

Venture Economics (1988), « Exiting Venture Capital Investments », *Venture Economics*, Needham.

Weir C., Laing D. et Wright M. (2005), « Incentive Effects, Monitoring Mechanisms and the Market for Corporate Control: An Analysis of the Factors Affecting Public to Private Transactions in the UK », *Journal of Business Finance & Accounting*, 32, pp. 909-943.

Williamson O. (1975), « Markets and Hierarchies ». Analysis and antitrust implications, Free Press, Macmillan.

Williamson O. (1988), « Corporate Finance and Corporate Governance », *The Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, pp. 567-591.

Woodward S. et Hall R. (2003), « Benchmarking the Returns to Venture », *NBER Working Paper 10202*.

Wright M., (2002), « Le capital-investissement », *Revue française de Gestion*, 2002/5, n° 141, p. 283-302.

Wright M., Thompson S. et Robbie K. (1992), « Venture Capital and Management-Led, Leverage Buy-Outs: a European Perspective », *Journal of Business Venturing*, vol. 7, pp. 47-71.

Wright M., Wilson N. et Robbie K (1996), « The Longer Term Effects Of Management Buy-Outs », Journal of Entrepreneurial & Small Business Finance, 5 (3), pp.213-34.

Wruck K., (1990), « Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency », *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 419–444.

Wu L. (2004), « The Impact of Ownership Structure on Debt Financing of Japanese Firms with the Agency Cost of Free Cash Flow », *EFMA 2004 Basel Meetings Paper*.

Zahra S. (1995), « Corporate Entrepreneurship and Financial Performance: The Case of Management Leveraged Buyouts », *Journal of Business Venturing*, vol. 10, N°3, pp. 225-247.

Zorgati S. et Bergeron M. Y. (2006), « Déterminants de l'offre de capital risque et mesures de performances appropriées », Cahier de recherche UQAM, Université du Québec à Montréal.

ANNEXES

ANNEXE A

Tableau 19 : Statistiques descriptives

	LBOGDP	CPIB	INTERET	СНОМ	CORRUPTION	REGLEM	CBGDP	DIVBOURSE	DIVCESSION	DIVELIQ	RD
Mean	1.071168	0.029515	0.042610	0.082465	0.740054	0.876232	0.799518	52975.91	224167.8	77067.14	0.015179
Median	0.327415	0.029000	0.041458	0.069000	0.770000	0.914000	0.608608	2288.322	36590.00	12363.00	0.012673
Maximum	15.52514	0.116810	0.143749	0.710000	1.000000	1.000000	3.220146	2079370.	4140150.	1287059.	0.042500
Minimum	0.000000	-0.011197	-0.059779	0.025000	0.300000	0.590000	0.118962	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Std. Dev.	2.040014	0.019069	0.031492	0.074616	0.182428	0.108931	0.617480	190306.7	520664.4	192080.2	0.010100
Skewness	3.834004	1.040415	0.278506	6.271371	-0.594340	-0.866118	1.569330	7.528417	4.628943	3.971721	0.549403
Kurtosis	21.12590	6.131719	3.993866	51.60361	2.003583	2.480879	5.177568	73.24257	29.34246	19.34376	2.833627
Jarque-Bera	2985.797	108.9767	10.00566	19422.16	18.54476	25.20722	112.4876	39780.61	6009.674	2545.422	9.520201
Probability	0.000000	0.000000	0.006719	0.000000	0.000094	0.000003	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.008565
Sum	198.1660	5.460219	7.882875	15.25600	136.9100	162.1030	147.9108	9800543.	41471040	14257420	2.808183
Sum Sq. Dev.	765.7449	0.066909	0.182487	1.024442	6.123499	2.183321	70.15581	6.66E+12	4.99E+13	6.79E+12	0.018772

Tableau 20: Matrice de corrélation

	LBOGDP	CPIB	INTERET	СНОМ	CORRUPTION	REGLEM	CBGDP	DIVBOURSE	DIVCESSION	DIVLIQ	RD
LBOGDP	1.000000										
CPIB	-0.068117	1.000000									
INTERET	-0.181073	-0.144180	1.000000								
CHOM	-0.086998	0.047932	0.192362	1.000000							
CORRUPTION	0.271825	-0.110159	-0.253326	-0.209027	1.000000						
REGLEM	0.185006	-0.139185	-0.296006	-0.246742	0.851655	1.000000					
CBGDP	0.302077	-0.018647	-0.206546	-0.011039	0.465551	0.471497	1.000000				
DIVBOURSE	0.773360	-0.054187	-0.084046	-0.028415	0.129655	0.106639	0.193459	1.000000			
DIVCESSION	0.757262	-0.100212	-0.068603	-0.052617	0.202590	0.125790	0.206307	0.820811	1.000000		
DIVLIQ	0.529206	-0.200459	-0.016202	-0.087799	0.193449	0.179906	0.138958	0.590588	0.725301	1.000000	
RD	0.293191	-0.064093	0.087426	0.018315	0.428281	0.395418	-0.027955	0.080990	0.125248	0.127575	1.000000

Note:

La matrice de corrélation indique le degré de corrélation entre les différentes variables et notamment celles appartenant aux mêmes catégories d'indicateurs. Nous constatons l'existence de fortes corrélations (coefficient supérieur à 50%) entre quelques variables exogènes : le désinvestissement par la Bourse, le désinvestissement par la cession à un industriel et le désinvestissement par liquidation de l'affaire.

La variable *Investissements LBO* est également corrélée avec la capitalisation boursière, les dépenses en R&D, la corruption et la réglementation.

Tableau 21: Comparaison des résultats obtenus avec les résultats des études antérieures

Les déterminants	Gompers et Lerner (1998)	Jeng et Wells (2000)	Romain et De La Potterie (2004)	Félix et al. (2007)	Nos résultats	
	Etats-Unis	21 pays européens	16 pays européens	23 pays européens	19 pays européens	
Croissance PIB	+	0	+	+	+	
Taux d'intérêt	+		+	+	-	
Taux de chômage				-	-	
Corruption					-	
Réglementation					-	
Capitalisation boursière	+	0		+	+	
Désinvestissement bourse	0	0 (VC) et +		+	+	
		(Expansion)				
Désinvestissement cession				+	+	
Désinvestissement liquidation				-	+	
Dépenses en R&D	+		+	-	+	

ANNEXE B

Dans le chapitre 4, section 3, nous avons calculé les productivités marginales de travail et du capital. Ce calcul s'est effectué sur la base des résultats trouvés après estimation de la fonction de production Cobb-Douglas. Ainsi :

- I. Estimation de la fonction de production augmentée par la variable muette *lbo* et *trans* :
- 1- Entreprises sous LBO
- Calcul de la productivité marginale du travail

$$PmN^{LBO} = \frac{\partial Y^*}{\partial n^*} = \frac{(\beta_1 + \beta_3)}{n^*} = 6,40883E-09$$

• Calcul de la productivité marginale du capital

$$PmK^{LBO} = \frac{\partial Y^*}{\partial k^*} = \frac{(\beta_2 + \beta_4)}{k^*} = 7,08406E-09$$

- 2- Entreprises comparables
- Calcul de la productivité marginale du travail

$$PmN^{Non} = \frac{\partial Y^*}{\partial n^*} = \frac{\beta_1}{n^*} = 4,3276E-09$$

• Calcul de la productivité marginale du capital

$$PmK^{Non} = \frac{\partial Y^*}{\partial k^*} = \frac{\beta_2}{k^*} = 5,14775E-08$$

→ La différence des productivités marginales entre les entreprises sous LBO et les entreprises qui n'ont pas fait de LBO :

•
$$(PmN^{LBO} - PmN^{Non}) / PmN^{Non} * 100 =$$

$$[((6,40883E-09) - (4,3276E-09)) / 4,3276E-09]*100 = 48,09197607$$

•
$$(PmK^{LBO} - PmK^{Non}) / PmK^{Non} * 100 =$$

$$[((7,62717E-08) - (5,14775E-08)) / 5,14775E-08]*100 = 48,16513761$$

II. Estimation de la fonction de production augmentée par la variable muette *lbo* seulement :

En effectuant le même travail que précédemment, nous avons abouti aux résultats suivants concernant la différence des productivités marginales de travail et du capital entre les firmes sous LBO et celles qui n'ont pas fait de LBO

•
$$(PmN^{LBO} - PmN^{Non}) / PmN^{Non} * 100 =$$

 $[((1,3932E-08)-(2,00715E-08))/2,00715E-08]*100 = -30,58823529$

•
$$(PmK^{LBO} - PmK^{Non}) / PmK^{Non} * 100 =$$

$$[(0,01591315-0,01362166)/0,01362166]*100 = 16,8224299$$

TABLE DES MATIERES

REMERCIEMENTS	1
INTRODUCTION GENERALE	8
PREMIERE PARTIE : PRIVATE EQUITY ET MONTAGE LBO : A	ASPECTS
THEORIQUES ET PRATIQUES	15
CHAPITRE I : Private equity: L'environnement économique et financier	18
Section 1: L'économie du capital investissement	19
I. Les spécificités du capital investissement	20
II. L'activité du capital investissement	22
III. Le capital investissement aux Etats-Unis et en Europe	25
1. Le private equity Américain	26
1.1. Historique	26
1.2. Les tendances récentes	27
2. Le capital investissement Européen et Français	30
2.1. L'état du capital investissement en Europe	31
2.2. Le capital investissement en France	34
3. Les différences entre les Etats-Unis et l'Europe	37
IV. Les structures du capital investissement	41
V. Les acteurs du capital investissement	43
1. Les investisseurs financiers	43
1.1 Les fonds de capital investissement	43
1.2 Les spécialistes LBO	44
2. Les entreprises cibles	44
3. Les banques	45
Section 2: La performance du capital investissement	46
I. Le rendement du capital investissement	46
II. La valeur ajoutée des capital investisseurs	48
III. La performance économico-sociale du capital investissement	49
1. Capital risque et croissance	50
1.1. L'effet du Capital risque sur l'innovation	50
1.2. Capital risque et stratégies d'innovation des entreprises	52
2. LBO et performance économico-sociale	52
2.1. L'effet du LBO sur l'innovation	53

2.2. L'effet du LBO sur l'emploi et les politiques de ressources humaines .	53
CHAPITRE II : Principes des opérations LBO : Aspects théoriques et financiers	55
Section 1: Aspects des montages LBO	57
I. Principes du montage LBO	58
II. L'évolution du marché des Buy out	63
III. Les conditions de mise en place de l'opération	67
1. L'environnement économique	67
1.1. Le facteur conjoncturel	67
1.2. L'impact du facteur industriel sur la politique d'investissements et la	
gestion des sociétés acquises	68
2. L'examen des qualités requises pour la sélection des cibles	69
3. Le facteur juridico-fiscal	70
4. Le facteur managérial	72
4.1. Enjeux et problématiques	72
4.2. Les différents packages proposés aux équipes de management	73
IV. Le financement de la cible dans les montages LBO	74
1. Les fonds propres	74
2. Financement par la dette	75
2.1. La dette senior	76
2.2. Le financement de second lien	77
2.3. La dette mezzanine	78
2.4. Les High Yield Bonds (HYB)	79
2.5. Les lignes de crédits	79
3. La remontée exceptionnelle de dividende	80
4. La vente d'actif	81
5. Le crédit vendeur	81
6. La titrisation : un financement hybride	81
V. La sécurité des montages dans les opérations LBO	83
1. Les garanties du banquier Senior	83
2. Les clauses contractuelles ou covenants	84
3. Le comité de crédit	85
4. La syndication	86
VI. Le débouclage du LBO	88
1. Cas de la réussite de l'opération	89
1.1. La sortie d'un montage LBO sans ré-endettement : La fusion rapide d	
le cadre d'un LBO	90
1.2. La sortie en Bourse	91

1.3. La sortie du LBO par la cession à un industriel	92
1.4. Le débouclage de l'opération par un nouvel endettement	94
1.4.1. Le choix du LBO secondaire	94
1.4.2. La recapitalisation	96
2. Cas d'échec de l'opération	97
2.1. La restructuration	97
2.2. Le redressement judiciaire	98
Section 2: Le rôle disciplinaire de la dette dans les montages LBO : Une revue de	e la
littérature	99
I. Les explications de l'utilisation de la dette	99
1. Les effets de la fiscalité sur la structure du capital : Théorie des économie	es
d'impôts	100
1.1. Fiscalité et structure financière	100
1.1.1. Le Modèle de Modigliani et Miller 1963	100
1.1.2. Le modèle de Miller 1977 : l'effet de l'imposition personnelle de	:S
investisseurs	102
1.2. Le rôle de la fiscalité dans les opérations LBO	102
2. Les théories contractualistes	105
2.1. Asymétrie d'information et structure du capital	105
2.2. La théorie de l'agence et ses récents prolongements	106
2.2.1. Les apports fondamentaux	106
2.2.2. Les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants	107
2.3. La théorie des coûts de transaction	110
2.4. Approfondissement avec la théorie des Free Cash Flows	111
2.4.1. L'hypothèse de free cash flow	112
2.4.2. La confirmation empirique de l'hypothèse des free cash flows	113
II. Les controverses : transfert de richesse et coût de la dette	116
1. Le transfert de richesse au détriment des créanciers	116
1.1. Les sources des conflits d'intérêt entre actionnaires et créanciers	117
1.1.1. L'impact de la politique de dividendes	117
1.1.2. Le problème de substitution d'actifs	118
1.1.3. Le sous-investissement	118
1.1.4. L'impact de l'émission d'une nouvelle dette	119
1.2. Les moyens de contrôle des décisions des actionnaires	119
1.2.1. L'introduction de clauses restrictives dans les contrats de prêt	120
1.2.2. Le recours à des formes de dettes particulières	121
1.2.3. La technique du « strip financing »	122

2. Les autres effets négatifs de la dette dans le cadre d'une opération LBO	123
2.1. Le transfert de richesse au détriment des salariés	123
2.1.1. Constatation d'une stabilité de l'emploi après un LBO	124
2.1.2. Constatation d'une augmentation des salaires après un LBO	125
2.2. L'influence de la dette sur la compétitivité de l'entreprise	126
2.2.1. La politique d'investissement et de désinvestissement après un L	.BO
2.2.2. Confirmation de l'hypothèse de l'efficience	
2.2.3. Evolution de la structure des LBO et détresse financière	. 130
DEUXIEME PARTIE : DETERMINANTS ET PERFORMANCE DES B	UY
OUT: UNE ANALYSE EMPIRIQUE	133
CHAPITRE I : Les déterminants de l'offre des LBO : une estimation en données de p	anel
	136
Section 1: Les déterminants de l'offre des investissements en private equity : Une	
revue de la littérature	137
I. Les déterminants macro-économiques	139
1. La profondeur des marchés financiers	139
2. L'environnement juridique et institutionnel	140
3. Niveau de recherche et développement public et privé	. 142
4. Le taux d'intérêt	144
5. La croissance économique	145
II. Les déterminants micro-économiques	146
1. Le poids des caractéristiques individuelles	147
2. Méthodes et degrés d'implication dans l'entreprise	147
Section 2: Les déterminants de l'offre des investissements LBO: Estimation empir	rique
en données de panel	148
I. Collecte des données	149
II. Description des variables	150
III. Démarche méthodologique	152
IV. Les résultats et les interprétations	154
1. Les variables macroéconomiques	155
2. Les variables institutionnelles	
3. Les désinvestissements	156
CHAPITRE II : La performance des opérations LBO : évaluation empirique du cas	
français	161

Section 1: L'impact des opérations LBO sur la performance des cibles : Revue de	es.
travaux empiriques	162
I. L'effet des LBO sur la performance économique et financière des cibles	165
II. L'effet des LBO sur la productivité des entreprises cibles	170
Section 2: L'impact des opérations LBO sur la performance économique et finan	cière
des entreprises françaises.	172
I. Démarche méthodologique	172
1. Le choix de la base de données	173
2. La sélection des entreprises.	173
II. Description des variables	175
III. Mesure de la performance économique	176
IV. Les indicateurs et leurs mesures	177
V. Résultats et discussions	178
Section 3: Étude de l'impact des opérations LBO sur la productivité des entrepri	.ses
françaises	188
I. La démarche méthodologique de la recherche	188
1. Echantillon	189
2. La définition des variables	192
II. La modélisation en données de panel	192
III. Résultats et interprétations	197
1. L'estimation de la fonction de production augmentée par les variables	
muettes lbo et Trans	200
2. L'estimation de la fonction de production augmentée par la variable muc	ette
lbo	202
CONCLUSION GENERALE	207
BIBLIOGRAPHIE	214
ANNEVEC	222