

L'incidence des LBO sur la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes acquises : le cas français

Philippe DESBRIERES

Université de Bourgogne

Alain SCHATT

Université de Franche-Comté

Classification JEL : G320, L190, L230

Correspondance :

Pôle d'économie et de gestion, IAE de Dijon
2, Bd Gabriel, BP 26611, 21066 Dijon Cedex
Email : philippe.desbrières@u-bourgogne.fr

Résumé : Cet article étudie dans quelle mesure la politique d'investissement ainsi que la gestion opérationnelle des firmes françaises reprises dans le cadre d'un *leveraged buy-out* (LBO) peuvent expliquer la dégradation de leur surperformance après l'opération. L'étude empirique porte sur 132 LBO réalisés en France de 1989 à 1994. Les résultats obtenus montrent qu'on ne peut expliquer la réduction anormale de la rentabilité économique de ces firmes par un effet mécanique imputable à des surinvestissements, ni par une dérive de la gestion de leurs actifs et passifs d'exploitation. En revanche, l'augmentation des frais de personnels ainsi que des consommations intermédiaires et/ou des réductions de prix de vente à caractère commercial anormales joueraient un rôle majeur.

Mots clés : *Leveraged management buy-out* – performance – politique d'investissement – gestion opérationnelle.

Abstract : In this paper, we study to what extent French LBOs investment policy and operations can explain their overperformance discrepancy. Our empirical study has been carried out on 132 French LBOs between 1989 and 1994. The results show that the abnormal falling of their economic return cannot be explained neither by overinvestment nor by a lack of efficiency in their working capital management. Nevertheless, abnormal increases in wages, in supplies and/or sales price reductions appear to be preeminent.

Key words : *Leveraged management buy-out* – performance – investment policy – operation.

Durant ces deux dernières décennies, les acquisitions de sociétés à l'aide de *holding* endetté, ou *leveraged buy-outs* (LBO), ont connu un essor remarquable aux États-Unis et en Europe. Elles permettent à leurs initiateurs (entreprises, sociétés financières, dirigeants...) de s'assurer le contrôle d'une société tout en minimisant leurs apports en fonds propres.

L'accomplissement d'un LBO est censé provoquer une rupture positive dans la structure de l'organisation et dans les relations contractuelles entre dirigeants et apporteurs de ressources. Le recours à des montages endettés, la concentration de l'actionariat entre les mains des dirigeants et le contrôle exercé par les financiers créent conjointement de multiples incitations à gérer la firme dans une optique de création de valeur (Jensen 1989). À ce titre, lorsque les firmes ainsi reprises sont cotées, le marché boursier anticipe un accroissement de valeur actionariale¹.

De nombreuses études empiriques ont analysé aux USA et au Royaume-Uni les effets des LBO et LMBO (*leveraged management buy-outs*) sur la performance et sur la structure organisationnelle des firmes acquises. Elles montrent qu'après l'opération, ces entreprises surperforment les firmes du même secteur d'activité. Ce résultat proviendrait de plusieurs facteurs : la réduction des conflits d'intérêts provenant de l'augmentation du niveau d'endettement et de la réunion des fonctions de propriété et de décision, les nouveaux choix organisationnels, stratégiques, technologiques et commerciaux, le rattrapage de mauvaises performances antérieures, le transfert de richesse des prêteurs vers les repreneurs, les gains fiscaux, la rupture de contrats implicites.

Desbrières et Schatt (2002) produisent des résultats très atypiques pour la France. Ils montrent que si les sociétés reprises en LBO sont plus rentables et moins risquées que leurs consœurs du même secteur d'activité, avant comme après l'opération, les indicateurs étudiés se dégradent significativement après l'opération. Les résultats obtenus pour les *buy-outs* français ne confirment donc pas ceux obtenus dans les pays anglo-saxons.

¹ De nombreux travaux rapportent des rentabilités anormales positives (de 17 % à 25 %) à l'annonce du LBO et le gain total moyen (prix d'achat réel – valeur des titres avant l'annonce), ajusté des mouvements du marché, est finalement compris entre 30 % et 37 % (Cf. Desbrières et Schatt 2002).

Aux États-Unis, la majorité des LBO proviennent de désinvestissements de filiales dans les groupes industriels et obéissent à une problématique organisationnelle. Bien que très étudiés, les LBO sur sociétés cotées, qui s'inscrivent dans une problématique de contrôle par le marché, y sont largement minoritaires. En France, les LBO sont majoritairement utilisés dans un contexte de transmission d'entreprises familiales et, dans une moindre proportion, lors de désinvestissements dans les groupes (cf. annexe). Leur étude ne saurait s'effectuer sans prise en compte de cette importante spécificité. Desbrières et Schatt (2002) montrent d'ailleurs que la réduction de la surperformance après le *buy-out* est moins importante dans les anciennes filiales de groupes que dans les firmes indépendantes.

Cet article vise à expliquer les sources de dégradation de la surperformance des firmes françaises reprises en LBO, notamment la politique d'investissement et la gestion opérationnelle de celles-ci, ainsi que la répartition de la richesse entre les principales parties prenantes (actionnaires, salariés, clients, fournisseurs). L'étude est réalisée tant globalement, qu'en distinguant l'origine de l'opération. La première section est consacrée au cadre théorique de la recherche. Les deuxième et troisième sections sont respectivement dédiées à la présentation de l'échantillon des LBO étudiés et de la méthodologie utilisée. Les résultats empiriques sont présentés et analysés dans une quatrième section.

1. Cadre théorique

Selon Jensen (1989), les firmes impliquées dans un LBO sont moins confrontées aux problèmes d'incitation et de contrôle des dirigeants que les autres entreprises, surtout celles dont l'activité croît faiblement ou est stagnante. Le taux d'endettement des montages, l'actionnariat du dirigeant et le contrôle des investisseurs en capital créent conjointement de multiples incitations à gérer la firme dans une optique de création de valeur. Aussi, la performance des firmes devrait-elle croître significativement après leur reprise en LBO, relativement à l'évolution de la performance observée dans leur secteur d'activité.

Desbrières et Schatt (2002) produisent pour la France des résultats qui diffèrent de ceux obtenus par les auteurs anglo-saxons. En effet, s'ils montrent que les firmes françaises reprises en LBO ont une renta-

bilité économique et des taux de marge² plus importants et sont moins risquées³ que les firmes appartenant au même secteur d'activité, avant comme après l'opération, les indicateurs étudiés se dégradent significativement après celle-ci⁴.

Plusieurs théories explicatives de la réduction de la surperformance, notamment sur le plan de la rentabilité économique, des firmes françaises reprises en LBO s'opposent. Premièrement, de nombreuses études empiriques ont montré le caractère incitatif de ces opérations, provenant du niveau d'endettement des montages⁵ et de la concentration de l'actionnariat entre les mains des dirigeants⁶. Aussi, les investissements réalisés par ces derniers peuvent-ils provoquer une croissance instantanée des actifs plus que proportionnelle à celle de la mesure comptable de la richesse créée, celle-ci n'étant constatée qu'à plus longue échéance. En d'autres termes, du fait des investissements réalisés, les actifs de ces firmes augmenteraient plus rapidement que la richesse créée par le cycle d'exploitation, entraînant ainsi une réduction mécanique à court et à moyen terme des indicateurs de rentabilité économique. D'où l'hypothèse suivante :

H1 : 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

À cela s'ajoute le fait qu'en France, la problématique des LBO est très différente selon que l'on se situe dans un contexte de transmission d'entreprises familiales ou de cession de filiales dans les groupes. Dans le premier cas, il ne s'agit pas uniquement d'organiser le transfert de la propriété, mais la succession du fondateur de la société. Or, le LBO paraît d'autant plus risqué que le capital humain apporté par le dirigeant

² Les ratios étudiés sont EBE/Actif économique ; BAI/Actif économique ainsi que divers taux de marge (BAI, Bénéfice Net et Cash-Flow rapportés au Chiffre d'Affaires).

³ Le risque est mesuré au travers des taux d'endettement total et financier (Total Dettes/Actif Total ; Dettes Financières/Fonds Propres) et le risque de défaillance à l'aide des ratios de liquidité générale et réduite.

⁴ Ces indicateurs sont suivis sur diverses fenêtres allant de -2 ans avant jusqu'à +2 ans après le LBO.

⁵ Cf. Jensen (1986), Baker et Wruck (1989), Phan et Hill (1995).

⁶ Cf. Jensen (1986), Thompson et al. (1989), Baker et Wruck (1989), Muscarella et Vetsuypens (1990), Wright et al. (1992), Phan et Hill (1995).

historique est spécifique à la firme⁷. Cette ressource, largement tacite et impliquant un apprentissage, est d'autant moins transférable ou rapidement duplicable que son niveau de spécificité est élevé (Castanias et Helfat 2001). Ce risque lié à la perte de capital humain spécifique est d'autant plus grand que l'entreprise cédée est peu complexe⁸, puisque dans ce cas l'information spécifique est détenue par le propriétaire-dirigeant qui, pour plus d'efficacité, assure les fonctions de décision et de contrôle (Fama et Jensen 1983). Aussi, l'opération fragilise-t-elle la position des repreneurs d'entreprises familiales, surtout lorsque ceux viennent de l'extérieur (cas des *leveraged management buy-ins*) ou lorsque le fondateur n'a pas pris soin de déléguer progressivement aux repreneurs internes l'information spécifique et les droits de décisions qui y sont attachés (Jensen et Meckling 1992).

Dans le second cas, le désinvestissement par voie de LBO représente une solution aux problèmes posés par l'intégration de l'activité concernée dans une structure de groupe⁹. L'opération devrait permettre aux dirigeants de l'entité ainsi libérée des contraintes organisationnelles, stratégiques et financières de leur ancien groupe, de corriger les dysfonctionnements des mécanismes de contrôle ou d'en adopter de nouveaux, plus efficaces (Hite et Vetsuypens 1989). Les conséquences positives de ces désinvestissements devraient être d'autant plus importantes que le LBO se fait autour du dirigeant historique de la filiale, celui-ci détenant l'information nécessaire à la prise de décision et l'opération ne nécessitant pas le transfert ou l'acquisition d'un capital managérial spécifique.

Ainsi, par delà les développements ayant conduit à la formulation de l'hypothèse H1 pour l'ensemble des firmes françaises reprises en LBO, l'augmentation de la performance des anciennes filiales, après l'opération, relativement à celle observée dans leur secteur d'activité,

⁷ Castanias et Helfat (2001) proposent la hiérarchie suivante du degré de spécificité du capital humain : générique, relié à l'industrie, spécifique à l'industrie, spécifique à la firme.

⁸ Une organisation est complexe lorsque l'information spécifique (nécessaire à la prise de décision et qui se transmet à un coût élevé) est détenue par de nombreux agents (Fama et Jensen 1983). Dans ce contexte, il est plus efficace de déléguer la décision aux agents qui la détiennent.

⁹ Dysfonctionnement des marchés internes du capital et du travail, développement de comportements déviants dans les relations contractuelles entre actionnaires, dirigeants, salariés... Cf. Wright et Thompson (1987). Pour une analyse des motivations du désinvestissement, lire Denning (1988).

devrait être plus forte que celle des firmes indépendantes. Les résultats de Desbrières et Schatt (2002) vont dans ce sens. En effet, les premières supportent une moindre réduction de leur rentabilité économique, leur liquidité générale se dégrade moins et leur endettement financier est plus stable. En conséquence, si l'hypothèse H1 était validée, le programme d'investissement des ex-filiales et divisions devrait être moins important que celui des sociétés indépendantes.

H2 : Après le LBO, les surinvestissements réalisés dans les anciennes filiales de groupe sont moindres que ceux observés dans les firmes indépendantes.

La seconde explication de la réduction anormale de la surperformance des firmes reprises en LBO est fondée sur des pertes de productivité provenant d'une moindre maîtrise de la gestion opérationnelle. D'une part, le LBO peut entraîner la rupture de contrats implicites liant la firme ainsi reprise avec certains de ses partenaires d'exploitation (Ippolito et James 1992). Celle-ci peut alors avoir à supporter un renchérissement du coût de ses approvisionnements, ou devoir réduire ses prix de vente pour accroître ses parts de marchés sans que l'augmentation du volume d'affaires ne permette de compenser l'impact de la baisse des prix. Dans tous les cas, il en résultera une réduction anormale du taux de valeur ajoutée des firmes reprises.

H3 : Le taux de valeur ajoutée des firmes reprises en LBO évolue moins favorablement que celui des autres sociétés appartenant au même secteur d'activité.

Nous avons soutenu plus haut que le LBO est plus risqué pour l'entité reprise lorsque celle-ci est une entreprise familiale, ce notamment parce qu'elle perdra tout ou partie du capital humain spécifique de son dirigeant historique. Plusieurs travaux montrent aussi combien le capital social ou relationnel du dirigeant, créé en particulier au travers des relations étroites qu'il a développées et entretient avec ses fournisseurs et clients les plus importants, est un facteur de pérennité de son organisation (Adler et Kwon 2002, p. 17). Ainsi, le départ du dirigeant-proprétaire et la destruction totale ou partielle de ces liens ou réseaux qui en résulte (car spécifiques à ce dernier) sont susceptibles d'affecter la performance de la firme familiale ainsi reprise en LBO.

Compte tenu de la difficulté à transmettre ou à dupliquer rapidement le capital humain et le capital social/relationnel du dirigeant historique des firmes indépendantes ainsi reprises, l'augmentation du taux de valeur ajoutée de ces dernières, après le LBO, relativement à celle observée dans leur secteur d'activité, devrait être plus faible que celle des firmes indépendantes.

H4 : Après le LBO, l'évolution anormale du taux de valeur ajoutée est moins défavorable pour les anciennes filiales de groupes que pour les firmes indépendantes.

D'autre part, la dégradation de la performance relative des firmes reprises en LBO peut provenir, du fait là encore de la spécificité des ressources en capital humain et en capital social apportées par les repreneurs, relativement à celle des dirigeants historiques, d'une gestion moins efficiente, financièrement, du cycle d'exploitation aboutissant à un accroissement anormal de leur besoin en fonds de roulement (BFR), *via* une augmentation des stocks et du crédit client, et une réduction du crédit fournisseur, ainsi que d'un renchérissement du coût de la main-d'œuvre. D'où les hypothèses suivantes :

H5 : Après l'opération, le BFR et ses composantes augmentent plus fortement dans les firmes reprises en LBO que dans les autres sociétés du même secteur d'activité.

H6 : Après l'opération, le coût de la main-d'œuvre augmente plus fortement dans les firmes reprises en LBO que dans les sociétés du même secteur d'activité.

Une validation de ces dernières hypothèses mettrait en évidence un partage de la richesse en faveur des clients, des fournisseurs et des salariés et au détriment des actionnaires, la performance financière relative des firmes reprises se dégradant après l'opération.

Distinguons à nouveau la nature des opérations de LBO français. Si l'on se réfère à nos développements antérieurs mettant en avant la supériorité des anciennes filiales de groupe sur les entreprises indépendantes ou familiales, on peut formuler les hypothèses suivantes :

H7 : Après le LBO, compte tenu de l'évolution de ses composantes, le BFR augmente moins fortement dans les ex-filiales que dans les firmes indépendantes.

H8 : Après le LBO, le coût de la main-d'œuvre augmente moins fortement dans les anciennes filiales de groupe que dans les firmes indépendantes

2. Échantillon

L'étude empirique a été réalisée sur un échantillon de 132 LBO réalisés en France de 1989 à 1994. Le choix de cette période résulte du fait que le marché français des LBO était inexistant avant 1985 et de la collecte d'informations comptables (indisponibles avant 1986 sur CD ROM) antérieures et postérieures à l'opération. Néanmoins, la taille de l'échantillon comme la fenêtre de calcul des variations des différents indicateurs sont très satisfaisantes si on les compare à celles retenues dans les études anglo-saxonnes¹⁰.

Les firmes étudiées n'évoluent que dans 45 % des secteurs d'activité répertoriés en France¹¹, les trois les plus fréquents (travail des métaux, imprimerie, presse et édition, bâtiment et génie civil) regroupant 22 % des observations (ce chiffre passant à 50 % et à 65 % selon que l'on considère les 9 ou les 14 secteurs d'activité les plus représentés). On constate donc une certaine concentration sectorielle des LBO français. Ce constat s'oppose aux résultats de Ambrose et Winters (1992) qui ne montrent pas l'existence d'un effet sectoriel significatif pour les LBO réalisés aux États-Unis. Cette spécificité du marché français des LBO nous conduira à adopter une méthodologie originale.

¹⁰ Par exemple, elles sont respectivement égales à : 110 et (0, +3) dans Kitching (1989) ; 37 et (-1, +2) dans Kaplan (1989) ; 35 et (variable) dans Muscarella et Vetsypens (1990) ; 37 et (-1, +2) dans Smith (1990) ; 42 et (-1, +2) dans Opler (1992) ; 66 et (-1, +2) dans Kaplan et Stein (1993)...

¹¹ Calcul effectué sur la base de la classification APE à 2 chiffres, qui compte 99 secteurs d'activité.

Tableau 1 – Description de l'échantillon

| Année | Filiales de groupe | Firmes indépendantes | Total |
|-------|--------------------|----------------------|-------|
| 1989 | 4 | 19 | 23 |
| 1990 | 7 | 20 | 27 |
| 1991 | 6 | 12 | 18 |
| 1992 | 7 | 9 | 16 |
| 1993 | 8 | 13 | 21 |
| 1994 | 10 | 17 | 27 |
| Total | 42 | 90 | 132 |

De plus, la taille du premier sous-échantillon est plus de deux fois plus faible que celle du second. Ce phénomène est dû à la structure du marché français des LBO (cf. annexe) et au fait que nous n'avons pu prendre en compte les désinvestissements que lorsque les entités à céder avaient un statut de société suffisamment longtemps avant l'opération pour que nous puissions disposer de leurs comptes sociaux. Le second sous-échantillon comprend donc surtout des LBO sur des entités qui étaient historiquement des filiales de groupes ou des divisions « filialisées » (devenues personnes morales) depuis deux ans au moins.

Notre échantillon recouvre des opérations de tailles très différentes (cf. tableau 2). En effet, les firmes étudiées ont un chiffre d'affaires compris entre 6,4 MF et 3,4 MdF, la valeur comptable de leurs actifs étant comprise entre 1,6 MF et 2,4 MdF. Cette dispersion est beaucoup plus importante parmi les firmes indépendantes que parmi les filiales de groupe. De plus, la taille des premières est significativement inférieure à celle des secondes (test de Mann-Whitney significatif au seuil de 1 % pour les deux indicateurs). Le fait que la taille des firmes de notre échantillon ne soit pas homogène pourrait être considéré comme une faiblesse. Toutefois, privilégier le critère d'homogénéité de la taille nous aurait conduit à ne retenir qu'un type particulier de LBO, la valeur des opérations réalisées dans le cadre de restructurations de groupes étant en moyenne plus importante que celle des transmissions d'entreprises indépendantes. En cela, distinguer les résultats en fonction de la nature de l'opération revient à reconstituer des sous-groupes de taille plus homogène.

Tableau 2 – Taille des firmes acquises un an avant le LBO (milliers de francs)

| | | Firmes indépendantes | Filiales de groupes | Total |
|--------------------|----------|----------------------|---------------------|-----------|
| Chiffre d'affaires | moyenne | 161 430 | 231 337 | 183 673 |
| | σ | 384 456 | 271 400 | 353 941 |
| | médiane | 65 246 | 159 837 | 74 529 |
| | minimum | 6 443 | 16 638 | 6 443 |
| | maximum | 3 425 583 | 1 264 242 | 3 425 583 |
| Actif net total | moyenne | 99 134 | 192 720 | 128 911 |
| | σ | 268 861 | 239 642 | 236 550 |
| | médiane | 39 485 | 103 491 | 47 951 |
| | minimum | 1 633 | 9 733 | 1 633 |
| | maximum | 2 452 557 | 993 019 | 2 452 557 |

3. Méthodologie

Le test des hypothèses présentées en section 1 nécessite la définition de variables caractérisant la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes reprises en LBO. La plupart des indicateurs retenus pour cette étude (cf. tableau 3) sont couramment utilisés en analyse financière de type patrimonial ou fonctionnel.

Les données nécessaires au calcul de ces indicateurs sont issues des CD ROM Diane, fournissant les comptes sociaux des sociétés de 1987 à 1996. Chaque variable a été calculée sur 5 années, de t-2 à t+2, t étant l'année civile du LBO¹². Nous avons pratiqué les traditionnels redressements au niveau du financement par crédit bail (réintroduction dans l'actif immobilisé et dans les dettes financières ; répartition des loyers entre les frais financiers et les dotations aux amortissements) et des effets de commerce escomptés non échus (réintroduits dans les créances clients et dans les dettes financières à court terme).

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 ne pas voir nos résultats biaisés.

Tableau 3 – Les indicateurs et leurs mesures

| Indicateurs | Mesures |
|----------------------------|---|
| Politique d'investissement | AE = Actif Économique* TA = Total Actif** IF = Immobilisations Financières** IF/AI = Immobilisations Financières** / Actif Immobilisé** AIN/AIB = Actif Immobilisé Net / Actif Immobilisé Brut |
| Gestion opérationnelle | CA = Chiffre d'Affaires BFR = Besoin en Fonds de Roulement** DS = Durée de Stockage DCC = Durée des Crédits Clients DCF = Durée des Crédits Fournisseurs VA/CA = Valeur Ajoutée / Chiffre d'Affaires S = Salaires S/VA = Salaires / Valeur Ajoutée |

* AE = Actif immobilisé net + Actif Net d'Exploitation (Actif circulant + Effets escomptés non échus - Dettes non financières - Provisions pour risques et charges) = Capitaux propres + Dettes financières

** Montants Bruts

Deux séries de tests ont été réalisées sur ces variables. La première s'attache à déterminer, sur chacune des quatre années entourant l'opération¹³, dans quelle mesure les firmes reprises en LBO ont des caractéristiques différentes de celles appartenant au même secteur d'activité (tableaux de résultats pairs). Il est en effet important de connaître le niveau absolu des indicateurs étudiés pour apprécier correctement leur évolution dans le temps. La seconde série de tests a été réalisée sur les variations des indicateurs, afin de mesurer l'évolution de la politique d'investissement et de la gestion opérationnelle des firmes acquises, relativement à celle observée dans leur secteur d'activité (tableaux de résultats impairs). Ces variations ont été calculées sur différentes fenêtres autour du LBO : trois ans (fenêtre -1, +1), quatre ans (fenêtres -2, +1 et -1, +2) et cinq ans (fenêtre -2, +2).

Le degré de signification statistique des écarts, pour chaque indicateur, entre les firmes et leur secteur d'activité est déterminé à l'aide de tests paramétriques et non paramétriques, effectués sur les variables centrées et réduites Y_{iS} pour les premiers tests sur données statiques et ΔY_{iS} pour les seconds tests sur les variations de variables, avec :

¹³ L'année même du LBO, période de rupture exceptionnelle, a été exclue de l'analyse.

$$Y_{is} = (x_i - m_s)/\sigma_s \text{ et } \Delta Y_{is} = (\Delta x_i - m_{\Delta s})/\sigma_{\Delta s}$$

x_i = valeur de l'indicateur pour l'entreprise i étudiée ;

s = secteur d'activité de l'entreprise i ;

m_s (σ_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.

Du fait de la concentration sectorielle de nos observations, nous avons utilisé la classification APE à quatre plutôt qu'à deux chiffres. Ensuite, pour calculer les données relatives aux différents secteurs, nous avons retenu toutes les firmes appartenant à chacun d'eux (dont celles reprises en LBO) pour lesquelles nous disposions des informations nécessaires sur les CD ROM Diane, ceci dans la limite de 1000 entreprises (limite fixée pour des raisons pratiques de traitement des données). Nous avons préféré cette approche extensive, plus proche de l'exhaustivité et, finalement, de la représentativité de nos références sectorielles, plutôt que d'opter pour la méthode du pairage de chaque observation avec une firme (ou un groupe de firmes, cf. Barber et Lyon 1996) du même secteur d'activité et de même taille. En effet, les firmes retenues et vraisemblablement les résultats finaux auraient été très différents selon l'indicateur de taille retenu (chiffre d'affaires, actif comptable ou économique) et il était impossible d'obtenir des firmes de même taille dans les secteurs peu concurrentiels (par exemple, la production d'armes avec 11 sociétés). Nous aurions pu nous référer aux firmes du secteur ayant réalisé avant le LBO des performances comparables, afin de neutraliser l'effet de retour à la moyenne (*mean-reversion*) pour les cibles particulièrement sur ou sous-performantes (cf. Barber et Lyon 1996). Là encore, nous n'aurions pu constituer des groupes de contrôle pour les secteurs peu concurrentiels, ce problème étant renforcé par la forte concentration sectorielle des firmes étudiées.

Contrairement aux auteurs anglo-saxons, nous travaillons sur des données centrées et réduites afin de prendre en compte et neutraliser les éventuelles variations intrasectorielles des indicateurs. En effet, plus ces variations sont importantes, plus faible est la valeur statistique de la moyenne et plus les tests sont susceptibles d'être biaisés. Or, nous étions particulièrement soumis à ce problème, nos secteurs d'activité

étant constitués de 11 à 1000 firmes. Ce choix nous évite aussi de retenir arbitrairement la médiane ou la moyenne des données sectorielles comme indicateur de tendance centrale (cf. Barber et Lyon 1996).

Les tests paramétriques sur les n données statiques ou dynamiques (les variations d'indicateurs) ont été obtenus à partir des statistiques suivantes¹⁴ :

$$\frac{\bar{Y}}{1/\sqrt{n}} \sim \mathfrak{N}(0,1) \text{ et } \frac{\overline{\Delta Y}}{1/\sqrt{n}} \sim \mathfrak{N}(0,1)$$

$$\text{avec } \bar{Y} = \frac{1}{n} \sum Y_{iS} \text{ et } \overline{\Delta Y} = \frac{1}{n} \sum \Delta Y_{iS}$$

Du fait de ses excellents résultats dans les approches comme la nôtre, comme l'ont montré Barber et Lyon (1996), le test de Wilcoxon, qui ne nécessite pas d'hypothèse particulière (notamment de normalité) sur les distributions de variables centrées et réduites Y_{iS} et ΔY_{iS} a aussi été calculé.

Que l'on raisonne sur les données statiques ou dynamiques, les tests ont été conduits sur l'échantillon total et sur les deux sous-échantillons de LBO français (cf. tableau 1). Pour tester la sensibilité des résultats à l'origine de ces opérations (transmission d'entreprises indépendantes ou cession de filiales), nous avons construit les tests paramétriques suivants :

$$\frac{\sqrt{n_F} \cdot \bar{Y}_F - \sqrt{n_I} \cdot \bar{Y}_I}{\sqrt{2}} \sim \mathfrak{N}(0,1) \quad \text{et} \quad \frac{\sqrt{n_F} \cdot \overline{\Delta Y}_F - \sqrt{n_I} \cdot \overline{\Delta Y}_I}{\sqrt{2}} \sim \mathfrak{N}(0,1)$$

avec $n_F = 42$ et $n_I = 90$;

\bar{Y}_F (\bar{Y}_I) = moyenne des Y_{iS} pour les filiales de groupes (firmes indépendantes) ;

$\overline{\Delta Y}_F$ ($\overline{\Delta Y}_I$) = moyenne des ΔY_{iS} pour les filiales de groupes (firmes indépendantes).

¹⁴ Ces tests supposent l'indépendance des observations. Compte tenu de la répartition des LBOs dans le temps (cf. tableau 1), il n'est pas évident que cette condition soit respectée.

Un test non paramétrique (Mann-Whitney) a aussi été utilisé pour tester l'identité des distributions de variables centrées et réduites \bar{Y}_F et \bar{Y}_I ($\Delta\bar{Y}_F$ et $\Delta\bar{Y}_I$).

4. Résultats

Nous distinguerons dans la présentation de nos résultats, pour l'échantillon total et les deux sous-échantillons, les deux groupes d'indicateurs (politique d'investissement et gestion opérationnelle). Deux séries de résultats sont présentées selon que l'on raisonne, avant et après le LBO, sur les données statiques (tableaux de résultats pairs) et dynamiques (tableaux impairs)¹⁵. Dans un souci de cohérence, nous présentons les variables centrées et réduites Y_{iS} et ΔY_{iS} sur lesquelles les tests paramétriques (t) et non paramétriques (Z) sont conduits, bien que celles-ci soient plus difficilement interprétables que leur numérateur¹⁶.

4.1. Politique d'investissement des sociétés françaises reprises en LBO

Les statistiques présentées dans le tableau 4 montrent qu'en moyenne, les entreprises reprises en LBO ont une taille (AE et TA) plus importante que leurs consœurs du même secteur d'activité, avant

¹⁵. Pour des raisons de place, nous ne rapporterons que les tests statistiquement significatifs.

¹⁶ Précisons que la moyenne des variables centrées et réduites peut être de signe opposé à celui de la moyenne de leur numérateur. En effet, pour chaque firme, la différence ($x_i - m_s$) est divisée par l'écart type de la variable x pour le secteur d'activité (σ_s). La différence ($x_i - m_s$) est alors plus ou moins réduite selon l'importance de l'écart type (σ_s). Aussi, alors même que la différence moyenne ($x_i - m_s$) est négative, la moyenne de la variable centrée et réduite peut se trouver positive si la dispersion de la variable x dans les secteurs d'activité auxquels appartiennent les firmes sous-performantes est très élevée relativement à celle observée dans les secteurs ou les différences ($x_i - m_s$) sont positives. Il en va de même lorsque l'on raisonne sur les variations de variables. Plus nombreuses sont ces divergences, plus les résultats et les conclusions de notre étude auraient été biaisés si nous n'avions pas raisonné sur des variables centrées et réduites pour traiter les problèmes inhérents à la variation intrasectorielle des différents indicateurs.

comme après l'opération. Ce résultat est à rapprocher de celui de Kim et Lyn (1991) qui, raisonnant uniquement sur des sociétés américaines cotées, montrent que ces dernières sont d'autant plus susceptibles de faire l'objet d'un LBO que leur taille (TA) est faible. Nous trouvons donc là une nouvelle spécificité des LBO français. De plus, comme la présentation de notre échantillon pouvait le laisser entrevoir, il apparaît que, pour toutes les années étudiées, la taille relative (au secteur) des filiales de groupe reprises en LBO est significativement plus importante que celle des firmes indépendantes.

Tableau 4 – Statistiques statiques sur l'échantillon total et sur les sous-groupes

| | | | t-2 | t-1 | t+1 | t+2 |
|--------------------------|-------------|------------------|-----------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Échantillon Total | AE | moyenne t ; Z | 0,71 4,36a ; 2,31b | 0,68 4,45a ; 3,04a | 0,67 4,45a ; 2,97a | 0,64 4,92a ; 2,99a |
| | TA | moyenne t ; Z | 0,65 4,03a ; 2,37b | 0,66 4,37a ; 3,04a | 0,66 4,40a ; 2,94a | 0,64 4,56a ; 2,99a |
| | IF | moyenne t ; Z | 0,33 2,67a ; 5,81a | 0,23 2,59a ; 6,13a | 0,39 2,91a ; 5,25a | 0,44 3,01a ; 4,61a |
| | IF/AI (%) | moyenne t ; Z | 15,63 - ; 4,70a | 9,80 - ; 5,58a | 19,70 1,98b ; 3,74a | 23,51 2,34b ; 3,13a |
| | AIN/AIB (%) | moyenne t ; Z | -14,65 - ; - | -24,42 -2,52b ; -2,78a | -27,61 -2,98a ; -3,68a | -27,93 -3,26a ; -4,31a |
| | AE | moyenne t ; Z | 1,29 3,07a ; 2,49b | 1,21 3,02a ; 2,81a | 1,10 2,92a ; 2,95a | 1,01 3,32a ; 2,77a |
| Filiales de groupes (F) | TA | moyenne t ; Z | 1,14 2,93a ; 2,87a | 1,18 3,01a ; 3,35a | 1,15 2,98a ; 3,57a | 1,08 3,03a ; 3,18a |
| | IF | moyenne t ; Z | 0,65 2,03b ; 2,00b | 0,41 2,15b ; 2,17b | 0,80 2,51b ; - | 0,80 2,52b ; - |
| | IF/AI (%) | moyenne t ; Z | 25,52 - ; - | 17,01 - ; 2,41b | 40,07 1,89c ; - | 41,15 2,10c ; - |
| | AIN/AIB (%) | moyenne t ; Z | -15,48 - ; - | -21,72 - ; - | -11,24 - ; - | -10,64 - ; - |
| | AE | moyenne t ; Z | 0,43 3,44a ; - | 0,43 3,71a ; 1,81c | 0,47 3,60b ; 1,68c | 0,46 3,77b ; 1,81c |
| Firmes indépendantes (I) | TA | moyenne t ; Z | 0,42 2,86a ; - | 0,41 3,54a ; - | 0,43 3,56a ; - | 0,43 3,72a ; - |
| | IF | moyenne t ; Z | 0,18 1,81c ; 5,66a | 0,15 - ; 5,93a | 0,21 - ; 5,77a | 0,28 1,79a ; 5,38a |
| | IF/AI (%) | moyenne t ; Z | 11,02 - ; 4,93a | 6,43 - ; 5,14a | 10,19 - ; 4,29a | 15,28 - ; 3,78a |
| | AIN/AIB (%) | moyenne t ; Z | -14,27 - ; - | -25,68 -2,32b ; -2,51b | -35,24 -3,49a ; -4,30a | -36,01 -3,77a ; -4,90a |
| | AE | t ; Z | 2,57b ; 1,95c | 2,48b ; 1,86c | 2,00b ; 1,81c | 2,04b ; 1,75c |
| F – I | TA | t ; Z | 2,16b ; 2,06b | 2,46b ; 2,34b | 2,29b ; 2,46b | 2,21b ; 2,19b |
| | IF | t ; Z | 1,79c ; - | - ; - | 2,07b ; 1,70c | 1,68c ; - |

Avec AE = Actif Economique ; TA = Total Actif ; IF = Immobilisations Financières ; IF/AI = Immobilisations Financières / Actif Immobilisé ; AIN/AIB = Actif Immobilisé Net / Actif Immobilisé Brut

a, b, c : tests respectivement significatifs aux seuils de 1 %, 5 % et 10 %

Nos données nous permettent aussi de mettre en évidence le mode de développement des firmes étudiées. Ainsi, avant comme après le LBO et que l'on raisonne dans l'absolu (IF) ou relativement au montant de leur actif immobilisé (IF/AE), celles-ci détiennent davantage d'immobilisations financières (titres de participation) que les autres sociétés du même secteur d'activité. Ce résultat indique une politique de croissance externe marquée des firmes reprises en LBO, surtout des filiales de groupes (différence entre les deux groupes significative pour la variable IF). De plus, la variable AIN/AIB indique que, dans les sociétés étudiées, le vieillissement des actifs est plus important que dans celles appartenant au même secteur d'activité, avant (année t-1) comme après (années t+1 et t+2) le LBO, ce résultat semblant essentiellement dû aux firmes indépendantes, bien que les différences entre les deux sous-groupes de sociétés ne soient pas ici statistiquement significatives.

Les tests réalisés sur les variations des indicateurs (cf. tableau 5) permettent d'analyser la politique d'investissement des firmes reprises en LBO. Les résultats obtenus pour l'ensemble de l'échantillon montrent que seule la variable TA augmente significativement immédiatement après l'opération, sur la fenêtre (+1, -2), relativement aux entreprises des mêmes secteurs d'activité. Cette croissance des actifs paraît essentiellement imputable aux entreprises indépendantes (variations anormales significatives sur les fenêtres (+1, -2) et (-2, +2)), bien que les différences entre les deux groupes ne soient pas significatives.

Il est difficile d'interpréter ces résultats comme étant l'expression d'une politique d'investissement plus volontariste des firmes étudiées, ce pour deux raisons. Premièrement, la variation relative de l'actif économique n'est jamais significative. Compte tenu des différences de mesures entre AE et TA, il semble que les résultats obtenus pour cette deuxième variable soient dus à l'évolution anormale d'actifs et passifs d'exploitation, ce que confirmera notre analyse dans la sous-section suivante (cf. tableau 7). Deuxièmement, la variable AIN/AIB décroît significativement sur deux des quatre fenêtres, ce qui signifie que, globalement, les actifs des firmes étudiées vieillissent plus rapidement après le LBO que dans les firmes du même secteur d'activité, ce résultat étant ici réellement imputable aux firmes indépendantes (différence entre les deux groupes significative pour la fenêtre la plus large).

Tableau 5 – Statistiques sur les variations de variables (échantillon total et sous-groupes)

| | | | +1, -1 | +1, -2 | +2, -1 | +2, -2 |
|--------------------------|---------------|------------------|-------------------|---------------------------|--------------------|---------------------------|
| Échantillon Total | Δ TA (%) | moyenne t ; Z | 0,00 - ; - | 0,01 - ; 1,91c | -0,02 - ; - | -0,01 - ; - |
| | Δ IF (%) | moyenne t ; Z | 0,16 - ; - | 0,06 - ; - | 0,21 - ; 1,73c | 0,11 - ; - |
| | Δ IF/AI (%) | moyenne t ; Z | 9,90 - ; - | 4,07 - ; - | 13,71 - ; 2,02b | 7,88 - ; - |
| | Δ AIN/AIB (%) | moyenne t ; Z | -3,19 - ; - | -12,96 -1,78c ; -1,89c | -3,51 - ; - | -13,28 -1,83c ; -2,18b |
| | Δ TA (%) | moyenne t ; Z | -0,03 - ; - | 0,01 - ; - | -0,11 - ; - | -0,06 - ; - |
| Filiales de groupes (F) | Δ IF (%) | moyenne t ; Z | 0,38 - ; 1,94c | 0,14 - ; - | 0,39 - ; 1,67c | 0,15 - ; - |
| | Δ IF/AI (%) | moyenne t ; Z | 23,06 - ; - | 14,55 - ; - | 24,14 - ; - | 15,63 - ; - |
| | Δ AIN/AIB (%) | moyenne t ; Z | 10,48 - ; - | 4,24 - ; - | 11,08 - ; - | 4,84 - ; - |
| | Δ TA (%) | moyenne t ; Z | 0,02 - ; - | 0,02 - ; 1,87c | 0,02 - ; - | 0,02 - ; 1,91c |
| Firmes indépendantes (I) | Δ IF (%) | moyenne t ; Z | 0,06 - ; - | 0,02 - ; - | 0,13 - ; - | 0,09 - ; - |
| | Δ IF/AI (%) | moyenne t ; Z | 3,76 - ; - | -0,83 - ; - | 8,85 - ; 1,67c | 4,26 - ; - |
| | Δ AIN/AIB (%) | moyenne t ; Z | -9,56 - ; - | -20,97 -2,37b ; -2,28b | -10,33 - ; - | -21,74 -2,62a ; -2,61a |
| F – I | Δ AIN/AIB (%) | t ; Z | - ; - | - ; - | - ; - | 1,72c ; - |

Avec TA = Total Actif ; IF = Immobilisations Financières ; IF/AI = Immobilisations Financières / Actif Immobilisé ; AIN/AIB = Actif Immobilisé Net / Actif Immobilisé Brut

a, b, c : tests respectivement significatifs aux seuils de 1 %, 5 % et 10 %

Nos résultats s'inscrivent à contre courant de ceux obtenus aux États-Unis par Kaplan (1989) et Opler (1992) qui mesurent une réduction anormale significative des investissements des firmes durant respectivement les trois années et les deux années suivant le LBO. Cette différence de résultat peut provenir du plus fort endettement des LBO américains, les ressources de la société reprise étant alors aliénées par le service de la dette.

On observe de plus, pour l'échantillon et sur la fenêtre (+2, -1), un accroissement anormal des titres de participation qu'elles détiennent, tant en valeur absolue (Δ IF) que relativement au montant de leur actif immobilisé (Δ IF/AI). Bien que les différences entre les deux sous-groupes ne soient pas statistiquement significatives, le premier résultat provient essentiellement des ex-filiales, le second des firmes indépendantes. Ils témoignent d'un accroissement de la concentration – déjà souligné – de leur portefeuille d'actifs dans des participations financiè-

res, les cessions d'actifs industriels et commerciaux et les liquidités pléthoriques¹⁷ des sociétés reprises finançant des opérations de croissance externe¹⁸.

Au total, les résultats obtenus ne permettent pas de valider nos hypothèses 1 et 2. Ils sont importants car ils montrent qu'on ne peut expliquer la réduction anormale de la rentabilité économique des firmes reprises en LBO (cf. Desbrières et Schatt 2002) par un effet mécanique imputable à un accroissement anormal du montant de leurs actifs, donc de leurs investissements. Néanmoins, ces sociétés restructurent significativement leur patrimoine (cession d'actifs, utilisation de liquidités) pour financer l'acquisition de participations financières. Ces deux volets de leur politique d'investissement aboutissent, surtout pour les entreprises indépendantes, à un vieillissement relatif significatif de leur outil de production.

4.2. Évolution de la gestion opérationnelle des firmes reprises en LBO

Les firmes reprises en LBO ont un chiffre d'affaires et un BFR significativement supérieurs à ceux des sociétés du même secteur d'activité, sur toutes les périodes étudiées (cf. tableau 6). Ces résultats sont cohérents avec ceux obtenus précédemment pour leurs actifs (cf. tableau 4). Celui obtenu sur le BFR n'est pas imputable à une moins bonne maîtrise de la gestion des actifs d'exploitation puisque les durées de stockage et des crédits clients, non reportées, ne sont pas dans ces firmes significativement différentes de celles mesurées dans leur secteur d'activité. En revanche, la variable DCF est négative de t-2 à t+1, ce qui signifie que, globalement, ces sociétés obtiennent auprès de leurs fournisseurs des délais de paiement moins longs que leurs consœurs des mêmes secteurs d'activité.

¹⁷ Desbrières et Schatt (2002) trouvent en effet que ces firmes disposent d'une liquidité supérieure à celle mesurée dans leur secteur d'activité et que celle-ci diminue significativement après le LBO.

¹⁸ Cette compensation vient du rapprochement de ces derniers résultats avec la stabilité observée de l'actif économique. Des tests complémentaires montrent que les variations relatives de l'actif immobilisé net et de l'actif immobilisé brut ne sont jamais significatives, pour l'échantillon total et les deux sous-groupes.

Tableau 6 – Statistiques statistiques sur l'échantillon total et sur les sous-groupes

| | | | t-2 | t-1 | t+1 | t+2 |
|--------------------------|-----------|------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------|-----------------------|
| Échantillon Total | CA | moyenne t ; Z | 0,69 4,49a ; 2,37b | 0,73 4,64a ; 3,01a | 0,87 4,93a ; 3,17a | 0,80 4,93a ; 2,85a |
| | BFR | moyenne t ; Z | 0,55 3,51a ; - | 0,50 3,56a ; - | 0,45 4,07a ; 3,28a | 0,51 4,04a ; 2,58a |
| | DCF | moyenne t ; Z | -0,21 -1,80c ; -2,24b | -0,16 - ; -1,85c | -0,12 - ; -1,73c | -0,10 - ; - |
| | VA/CA (%) | moyenne t ; Z | 35,95 2,01b ; 1,87c | 23,90 - ; - | 18,44 - ; - | 12,41 - ; - |
| | S | Moyenne t ; Z | 0,78 4,99a ; 3,22a | 0,82 4,99a ; 3,62a | 0,90 5,27a ; 3,72a | 0,85 5,33a ; 3,68a |
| Filiales de groupes (F) | CA | moyenne t ; Z | 1,20 3,06a ; 2,60a | 1,24 3,10a ; 3,44a | 1,45 3,24a ; 3,22a | 1,31 3,20a ; 2,94a |
| | BFR | moyenne t ; Z | 0,98 2,50b ; 1,78c | 0,83 2,41b ; 2,02b | 0,58 2,46b ; 2,99a | 0,73 2,65a ; 2,65a |
| | DCF | moyenne t ; Z | -0,03 - ; - | 0,06 - ; - | 0,07 - ; - | 0,03 - ; - |
| | VA/CA (%) | moyenne t ; Z | 32,50 - ; - | 13,60 - ; - | 13,53 - ; - | 5,78 - ; - |
| | S | Moyenne t ; Z | 1,12 3,12a ; 2,69a | 1,15 3,01a ; 3,18a | 1,24 3,05a ; 2,85a | 1,13 3,04a ; 3,09a |
| Firmes indépendantes (I) | CA | moyenne t ; Z | 0,45 3,59a ; - | 0,50 3,74a ; - | 0,60 4,05a ; 1,65c | 0,55 4,12a ; - |
| | BFR | moyenne t ; Z | 0,35 2,55b ; - | 0,34 2,73a ; - | 0,39 3,26a ; 1,92c | 0,40 3,09a ; - |
| | DCF | moyenne t ; Z | -0,30 -2,26b ; -2,57a | -0,26 -1,84c ; -2,20b | -0,21 - ; -2,02b | -0,17 - ; -1,71c |
| | VA/CA (%) | moyenne t ; Z | 37,55 1,79c ; 1,80c | 28,70 - ; - | 20,74 - ; - | 15,51 - ; - |
| | S | Moyenne t ; Z | 0,62 3,99a ; 2,03b | 0,66 4,13a ; 2,19b | 0,74 4,54a ; 2,50b | 0,72 4,60a ; 2,27b |
| F – I | CA | t ; Z | 2,36b ; 1,85c | 2,26b ; 2,21b | 2,31b ; 2,06b | 2,26b ; 1,92c |
| | DS | t ; Z | - ; 1,74c | - ; - | - ; - | - ; - |
| | DCC | t ; Z | 1,78c ; 2,19b | 1,86c ; 2,24b | 1,83c ; - | |
| | DCF | t ; Z | 2,63a ; 2,42b | 2,80a ; 2,35b | 2,57b ; - | 2,12b ; 1,85c |

CA = Chiffre d'Affaires ; BFR = Besoin en Fonds de Roulement ; DS = Durée de Stockage ; DCC = Durée des Crédits Clients ; DCF = Durée des Crédits Fournisseurs ; VA/CA = Valeur Ajoutée / Chiffre d'Affaires ; S = Salaires

a, b, c : tests respectivement significatifs aux seuils de 1 %, 5 % et 10 %

Les résultats obtenus pour les variables CA, DS, DCC et DCF montrent quelques différences entre les deux sous-échantillons. En effet, le chiffre d'affaires relatif (au secteur) des filiales de groupes apparaît significativement plus important que celui des firmes indépendantes, ce qui est conforme au résultat sur leur différentiel de taille relative obtenu précédemment (variables AE et TA). Si le BFR relatif n'est pas significativement différent entre ces deux groupes, les ratios relatifs de durée de stockage (sur la seule période t-2) et des crédits clients (de t-2 à t+1) d'une part, ainsi que des crédits fournisseurs d'autre part (sur

toute la période étudiée), se révèlent significativement plus élevés dans les ex-filiales. La compensation entre les deux premiers résultats et le dernier peut expliquer l'absence de différence significative du BFR relatif entre filiales de groupes et firmes indépendantes.

Tableau 7 – Statistiques sur les variations de variables (échantillon total et sous-groupes)

| Échantillon | | | +1, -1 | +1, -2 | +2, -1 | +2, -2 |
|--------------------------------|------------|------------------|------------------------|------------------------|---------------------------|---------------------------|
| | | | moyenne t ; Z | | | |
| Échantillon Total | Δ CA | moyenne t ; Z | 0,14 3,05a ; 2,76a | 0,19 3,41a ; 3,63a | 0,06 - ; - | 0,11 2,13b ; 2,11b |
| | Δ DS | moyenne t ; Z | 0,08 - ; 2,11b | -0,02 - ; -2,59a | 0,08 - ; 2,42b | -0,03 - ; -3,03a |
| | Δ DCF | moyenne t ; Z | 0,04 - ; - | 0,09 2,03b ; 2,13b | 0,06 - ; - | 0,11 2,36b ; 2,40b |
| | ΔVA/CA (%) | moyenne t ; Z | -5,46 - ; - | -17,51 -2,09b ; - | -11,49 -2,79a ; -2,58a | -23,54 -2,91a ; -3,07a |
| | Δ S | Moyenne t ; Z | 0,08 2,15b ; 1,73c | 0,12 2,35b ; 2,53b | 0,03 - ; - | 0,07 - ; 1,72c |
| | Δ S/VA (%) | Moyenne t ; Z | 8,91 1,97c ; 1,72c | 8,20 1,73c ; - | 14,98 3,50a ; 3,94a | 14,27 3,24a ; 3,02a |
| Filiales de groupes (F) | Δ CA | moyenne t ; Z | 0,21 2,17b ; 1,74c | 0,25 2,11b ; 2,47b | 0,07 - ; - | 0,11 - ; - |
| | Δ DS | moyenne t ; Z | 0,08 - ; - | -0,07 - ; - | 0,02 - ; - | -0,13 - ; - |
| | Δ DCF | moyenne t ; Z | 0,01 - ; - | 0,10 - ; - | -0,02 - ; - | 0,07 - ; - |
| | ΔVA/CA (%) | moyenne t ; Z | -0,07 - ; - | -18,97 -1,70c ; - | -7,82 - ; - | -26,72 -2,23b ; -1,73c |
| | Δ S | Moyenne t ; Z | 0,09 - ; - | 0,12 - ; - | -0,02 - ; - | 0,01 - ; - |
| | Δ S/VA (%) | Moyenne t ; Z | -3,14 - ; - | -2,14 - ; - | 6,37 - ; - | 7,37 - ; - |
| Firmes indépendantes (I) | Δ CA | moyenne t ; Z | 0,11 2,14b ; 2,24b | 0,15 2,69a ; 2,66a | 0,06 - ; - | 0,10 1,74c ; 1,62c |
| | Δ DS | moyenne t ; Z | 0,09 2,07b ; 2,26b | 0,00 - ; 3,20a | 0,11 2,65a ; 2,62a | 0,02 - ; 3,70a |
| | Δ DCF | moyenne t ; Z | 0,06 - ; - | 0,09 1,75c ; 2,42b | 0,09 - ; - | 0,13 2,24b ; 2,30b |
| | ΔVA/CA (%) | moyenne t ; Z | -7,96 -1,75c ; - | -16,81 - ; - | -13,19 -2,55b ; -2,54b | -22,04 -2,10b ; -2,56b |
| | Δ S | Moyenne t ; Z | 0,07 1,73c ; 1,70c | 0,12 2,45b ; 2,08b | 0,05 - ; - | 0,10 1,99b ; - |
| | Δ S/VA (%) | Moyenne t ; Z | 14,54 2,82a ; 2,69a | 13,03 2,34b ; 1,97b | 19,01 3,43a ; 3,84a | 17,50 3,39a ; 3,26a |
| F – I | Δ DS | t ; Z | - ; - | - ; -1,80c | - ; - | - ; -1,86c |
| | Δ DCC | t ; Z | - ; - | - ; - | - ; -1,66c | - ; - |
| | Δ S/VA (%) | t ; Z | -1,84c ; -2,05b | - ; - | - ; - | - ; - |

CA = Chiffre d'Affaires ; DS = Durée de Stockage ; DCC = Durée des Crédits Clients ;
DCF = Durée des Crédits Fournisseurs ; VA/CA = Valeur Ajoutée / Chiffre d'Affaires ;
S/VA = Salaires / Valeur Ajoutée

a, b, c : tests respectivement significatifs aux seuils de 1 %, 5 % et 10 %

Considérant le taux de valeur ajoutée VA/CA, les résultats obtenus sur l'ensemble de l'échantillon montrent la supériorité des firmes reprises en LBO pour l'année t-2, aucune différence relativement au secteur d'activité n'étant significative pour les autres périodes. Ce résultat semble dû aux firmes indépendantes, bien que cette variable ne soit pas significativement différente entre les deux sous-groupes.

Enfin, 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, ce sur toutes les périodes et pour les différents échantillons constitués¹⁹. Notons que ces montants relatifs (au secteur) de salaires ne sont pas significativement différents entre les deux sous-groupes et que la variable S/VA n'est jamais significative.

Les tests conduits sur les variations de ces indicateurs (cf. tableau 7) montrent que relativement à leur secteur, les firmes françaises reprises en LBO voient leur chiffre d'affaires croître significativement après l'opération. Cet accroissement n'apparaît pas plus conséquent dans l'une ou l'autre des deux catégories de firmes impliquées, malgré les motivations et les modalités de mise en place du LBO qui les opposent. Nos résultats ne corroborent pas ceux obtenus aux États-Unis par Kaplan (1989), qui mesure une réduction anormale significative du chiffre d'affaires des firmes durant les deux années suivant le LBO. En revanche, Singh (1990) trouve un accroissement anormal du chiffre d'affaires après le LBO, surtout dans les ex-filiales de groupes (très peu représentées dans l'échantillon de Kaplan).

Le tableau 7 montre aussi, pour les trois fenêtres les plus larges, une évolution défavorable, relativement à leur secteur d'activité, du taux de valeur ajoutée des firmes françaises reprises en LBO (échantillon total). Comme nous venons de constater un accroissement anormal de leur chiffre d'affaires, cette dégradation relative de la productivité de ces sociétés après l'opération ne peut provenir que d'une diminution anormale de leur valeur ajoutée. Ainsi que nous le soulignons dans notre partie théorique, ce résultat peut provenir d'une rupture de contrats implicites liant la firme ainsi reprise avec certains de ses partenaires d'exploitation, lui faisant supporter un renchérissement du coût de ses approvisionnements et/ou une réduction de ses prix de vente pour gagner de nouvelles parts de marchés. Même si les données comptables

¹⁹ Précisons que cette mesure ne prend pas en compte les rémunérations indirectes des salariés (repas, voiture de fonction...), ni les gains réalisés à la suite de l'attribution d'actions ou de *stock-options*.

sur lesquelles nous travaillons ne nous permettent pas de trancher entre ces deux scénarios, les résultats obtenus nous permettent de valider notre hypothèse H3. La réduction anormale de la surperformance des firmes reprises en LBO apparaît bien en partie fondée sur des pertes de productivité provenant d'une moindre maîtrise de la gestion opérationnelle. En revanche, aucune différence significative entre les deux sous-groupes n'étant mesurée, l'hypothèse H4 n'est pas validée.

Le tableau 7 ne met pas en évidence d'accroissement anormal du BFR des firmes après leur reprise en LBO. En revanche, pour l'échantillon total comme pour le sous-groupe des firmes indépendantes, les durées de crédit fournisseurs augmentent davantage dans ces entreprises que dans celles appartenant au même secteur d'activité, ce sur les fenêtres (+1, -2) et (+2, -2). Les résultats obtenus sur les durées de stockage apparaissent contradictoires puisque s'ils augmentent anormalement sur les fenêtres (+1, -1) et (+2, -1), les résultats sont opposés sur les fenêtres (+1, -2) et (+2, -2). Devant ces résultats partiels et parfois en opposition, on ne peut considérer l'hypothèse H5 comme validée. Si l'on compare la gestion du BFR des deux sous-groupes de firmes, on observe que la réduction anormale de la durée de stockage observée pour l'échantillon total sur les fenêtres (+1, -2) et (+2, -2) est directement imputable aux ex-filiales de groupes. Ce résultat, provenant d'une diminution de leurs stocks sur la période (-1, -2), témoigne d'une modification de la politique des groupes à l'égard de ces entités sur le point de devenir indépendantes, et dont les stocks étaient anormalement élevés en t-2 (cf. tableau 6). On ne peut donc considérer ce résultat comme une validation de l'hypothèse H7, d'autant plus que les stocks des filiales augmentent après l'opération (cf. Δ DS sur les fenêtres (+1, -1) et (+2, -1)), même si cette évolution n'est pas plus importante que celle observée pour les entreprises indépendantes. En revanche, on mesure une réduction anormale des crédits clients sur la fenêtre (+2, -1) pour les filiales, marquant une radicalisation de leur politique commerciale une fois celles-ci libérées de la tutelle de leur maison mère. Toutefois, les ressources ainsi dégagées n'ayant pas d'influence particulière sur l'évolution de leur BFR (relativement au secteur), on ne peut considérer qu'il y a là moyen d'expliquer le résultat de Desbrières et Schatt (2002) selon lequel, en France, les ex-filiales de groupe sont plus performantes que les entreprises familiales après le LBO. L'hypothèse H7 n'est donc pas validée.

Par ailleurs, il apparaît que les salaires individuels et/ou le nombre de salariés augmentent plus fortement dans les firmes reprises en LBO que dans leur secteur d'activité, que l'on raisonne sur les montants absolus ou relativement à la valeur ajoutée produite. L'hypothèse H6 se trouve donc validée. Ce résultat provient des firmes indépendantes, dans lesquelles l'accroissement relatif (au secteur) de la variable S/VA est significativement supérieur à celui mesuré dans les ex-filiales. L'hypothèse H8 est donc elle aussi validée. Ainsi, la variable salaires contribue à expliquer la moindre dégradation de la surperformance de ces dernières, comparativement aux firmes indépendantes, après le *buy-out*.

Au total, nous avons montré que la gestion des actifs et passifs d'exploitation, donc du BFR des firmes étudiées, n'est pas à l'origine de la dégradation de leur surperformance après le LBO. En revanche, un accroissement anormal des consommations intermédiaires et/ou des réductions de prix de vente à caractère commercial, ainsi qu'une augmentation des salaires et/ou du nombre d'employés sont des facteurs explicatifs essentiels de la dégradation de leur surperformance après l'opération. De plus, la supériorité des ex-filiales de groupes sur les entreprises familiales s'explique fondamentalement par l'augmentation de la masse des salaires dans ces dernières et non par les autres variables étudiées.

Précisons que nous avons réalisé des analyses multivariées à l'aide de régressions afin de tenter de mettre en évidence le poids relatif de chacune des variables explicatives de la réduction anormale de la performance des firmes françaises reprises en LBO. Toutefois, du fait d'importantes multicollinéarités entre les variables explicatives, ces tests se sont avérés inopérants : la seule variable statistiquement significative est une variable dichotomique spécifiant la nature de la firme reprise (filiale de groupe, firme indépendante).

Finalement, la nature et la spécificité des ressources en capital humain et en capital social apportées par les repreneurs, relativement à celles des dirigeants historiques, ne paraît pas à même d'expliquer nos résultats. Il nous semble en revanche possible de les interpréter, partiellement, dans le cadre de la problématique de création et de répartition de richesse considérant les différentes parties prenantes des firmes étudiées (Charreaux et Desbrières 2001). Concernant les différents partenaires d'exploitation, notre étude met en évidence une plus grande appropriation de rentes de la part des clients et/ou des fournisseurs selon

que des réductions de prix sont consenties aux premiers et/ou des augmentations aux seconds après le LBO, sachant que nous n'avons pu dé-partager ces deux scénarios, ne bénéficiant pas d'informations internes. Parallèlement, les fournisseurs ont dû accroître la durée des crédits consentis aux firmes reprises en LBO, notamment en contrepartie des plus gros volumes d'activité dont ils bénéficient (augmentation anormale des durées de stockage) dans des proportions particulièrement significatives pour les entreprises familiales. Les ex-filiales de groupes réduisent quant-à-elles significativement la durée des crédits accordés à leurs clients, une fois celles-ci libérées de la tutelle de leur maison mère.

Les autres bénéficiaires à moyen terme des LBO sont les salariés des firmes indépendantes qui sont plus nombreux à être employés et/ou qui voient la contrepartie de l'investissement de leur capital humain dans l'entreprise croître plus fortement que dans les autres firmes du même secteur d'activité. Cette répartition de rente en leur faveur est financée par les actionnaires qui voient la rentabilité économique et financière de leur firme chuter anormalement (relativement au secteur) et plus fortement que dans les filiales de groupe reprises en LBO (cf. Desbrières et Schatt 2002).

Conclusion

Cet article étudie les sources de dégradation de la surperformance des firmes françaises reprises en LBO, notamment la politique d'investissement et la gestion opérationnelle de celles-ci, ainsi que la répartition de la richesse entre les principales parties prenantes (actionnaires, salariés, clients, fournisseurs).

Il montre que ces sociétés ont une taille (en termes d'actifs et de chiffre d'affaires) plus importante ainsi qu'une politique de croissance externe plus volontariste, distribuent une plus grosse masse salariale, et subissent un vieillissement de leurs actifs plus important que leurs consœurs du même secteur d'activité, avant comme après l'opération. Les anciennes filiales de groupes présentent quelques spécificités par rapport aux firmes indépendantes reprises en LBO. Les premières ont une taille relative plus importante, une politique de croissance externe plus marquée, et des durées de crédit clients et fournisseurs plus élevées que les secondes, avant comme après le *buy-out*.

L'évolution des indicateurs caractéristiques de leur politique industrielle montre qu'on ne peut expliquer la réduction anormale de la rentabilité économique des firmes reprises en LBO (Desbrières et Schatt 2002) par un effet mécanique imputable à un accroissement du montant de leurs actifs, donc de leurs investissements. Néanmoins, si le volume de ces derniers ne varie pas anormalement, ces sociétés restructurent significativement leur patrimoine en cédant une partie de leurs actifs industriels (ou en utilisant leurs excédents de liquidité) pour financer l'acquisition de participations financières. Dans les entreprises familiales, ces deux volets de la politique d'investissement conduisent à un vieillissement relatif significatif de leur outil de production.

Les résultats sont plus contrastés si l'on considère les indicateurs caractérisant leur gestion opérationnelle. D'une part, la gestion des actifs et passifs d'exploitation, donc du BFR des firmes françaises étudiées n'est pas non plus à l'origine de la dégradation de leur surperformance après le LBO. En effet, l'accroissement anormal des stocks des firmes reprises paraît financé par un allongement des crédits fournisseurs. Les ex-filiales réduisent anormalement la durée des crédits consentis à leur clients, sans que les ressources ainsi dégagées n'influencent significativement l'évolution de leur BFR. En revanche, un accroissement anormal des consommations intermédiaires et/ou des réductions de prix de vente à caractère commercial, ainsi que des créations d'emplois et/ou des augmentations de salaires sont des facteurs explicatifs essentiels de la dégradation de leur surperformance après l'opération. Enfin, la supériorité des ex-filiales sur les entreprises familiales mise en évidence par les mêmes auteurs s'explique fondamentalement par l'augmentation de la masse des salaires dans ces dernières et non par les autres variables étudiées.

Il serait intéressant de compléter l'étude des déterminants de la dégradation de la performance à moyen terme des firmes françaises reprises en LBO. Une approche plus qualitative, sur la base de questionnaires et d'entretiens, pourrait être réalisée afin de suivre notamment l'évolution des stratégies et politiques industrielles et commerciales, des systèmes d'incitation et de contrôle (politique de rémunération, actionnariat des salariés, réorganisation des centres de responsabilité...) de la cible.

Bibliographie

- Adler P. et Kwon S.W. (2002), « Social Capital : Prospects for a New Concept », *Academy of Management Review*, vol. 27, p. 17-40.
- Ambrose B. et Winters D. (1992), « Does an Industry Effect Exist for Leveraged Buyouts ? », *Financial Management*, vol. 22, p. 89-101.
- 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, p. 163-190.
- Barber B. et Lyon J. (1996), « Detecting Abnormal Operating Performance : The Empirical Power and Specification of Test-Statistics », *Journal of Financial Economics*, vol. 41, p. 359-399.
- Castanias R. et Helfat C. (2001), « The Management Rents Model : Theory and Empirical Analysis », *Journal of Management*, vol. 27, p. 661-678.
- Charreaux G. et Desbrières P. (2001), « Corporate Governance : Stakeholder Versus Shareholder Value », *Journal of Management and Governance*, vol. 5, p. 107-128.
- Denning K. (1988), « Spin-Offs, and Sales of Assets : An Examination of Security Returns and Divestment Motivations », *Accounting and Business Research*, vol. 19, p. 32-42.
- Desbrières P. et Schatt A. (2002), « The Impacts of LBOs on the Performance of Acquired Firms : The French Case », *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 29, p. 695-729.
- Fama E. et Jensen M. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, p. 301-326.
- Hite G. et Vetsuypens M. (1989), « Management Buyouts of Divisions and Shareholder Wealth », *Journal of Finance*, vol. 44, p. 953-970.
- Ippolito R. et James W. (1992), « LBOs, Reversion and Implicit Contracts », *Journal of Finance*, vol. 47, p. 139-167.
- Jensen M. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, p. 323-329.
- Jensen M. (1989), « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, vol. 76, p. 61-74.
- Jensen M. et Meckling W. (1992), « Specific and General Knowledge, and Organizational Structure », in Werin et Wijkander (Eds.), *Contract Economics*, p. 251-291.

- Kaplan S. (1989), « The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, p. 217-254.
- Kaplan S. et Stein S., (1993), « The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, p. 313-357.
- Kim W. et Lyn E. (1991), « Going Private : Corporate Restructuring Under Information Asymmetry and Agency Problems », *Journal of Business, Finance & Accounting*, vol. 18, p. 637-648.
- Kitching J. (1989), « Early Returns on LBOs », *Harvard Business Review*, November-December, p. 74-81.
- Muscarella C. et Vetsuypens M. (1990), « Efficiency and Organisational Structure : A Study of Reverse LBOs », *Journal of Finance*, vol. 45, p. 1389-1413.
- Opler T. (1992), « Operating Performance in Leverage Buyouts : Evidence from 1985-1989 », *Financial Management*, vol. 22, p. 27-34.
- 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.
- Singh H. (1990), « Management Buy-outs and Shareholder Value », *Strategic Management Journal*, vol. 11, p. 111-129.
- Smith A. (1990), « Corporate Ownership Structure and Performance : the Case of Management Buyouts », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 143-164.
- Thompson S., Wright M. et Robbie K. (1989), « Management Buy-outs : Debt and Efficiency : Some Evidence from The UK », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, p. 15-26.
- Wright M. et Thompson S. (1987), « Divestment and the Control of Divisionalised Firms », *Accounting and Business Research*, vol. 67, p. 259-267.
- 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, p. 47-71.

Annexe – Sources des LBO français (%)

| | Total 1980- 1990 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|--------------------------|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Entreprises familiales | 38,2 | 21,6 | 46,5 | 51,9 | 57,5 | 51,9 | 50,8 | 44,8 | 59,8 | 34,7 |
| Filiales de groupes | 40,8 | 43,3 | 32,8 | 39,4 | 37,4 | 44,3 | 40 | 45,8 | 31,7 | 45,6 |
| - société mère française | 22,1 | 29,7 | 22,4 | 20,2 | 30,0 | 34,2 | 29,2 | 34,4 | 19,5 | 33,3 |
| - société mère étrangère | 18,7 | 13,6 | 10,4 | 19,2 | 7,4 | 10,1 | 10,8 | 11,4 | 12,2 | 12,3 |
| Firmes cotées | 8,8 | 24,3 | 12,1 | 2,9 | 3,8 | 2,5 | 1,5 | 0 | 2,4 | 2,5 |
| Privatisations | 7,4 | 5,4 | 3,4 | 2,9 | 0 | 1,3 | 1,5 | 2,1 | 0 | 1,2 |
| Entreprises en faillite | 4,8 | 5,4 | 5,2 | 2,9 | 1,3 | 0 | 6,2 | 7,3 | 6,1 | 16 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Taille de l'échantillon | 272 | 37 | 58 | 104 | 80 | 79 | 65 | 96 | 82 | 81 |
| Nombre d'opérations | - | 100 | 130 | 150 | 120 | 110 | 99 | 116 | 155 | 103 |

Source : Initiative Europe/CMBOR.