

Le leverage buy-out

Philippe Desbrières
Professeur à l'IAE de Dijon
Université de Bourgogne

Résumé

Les acquisitions de sociétés à l'aide d'un holding endetté, ou leverage buy-outs (LBO), ont connu un essor remarquable aux Etats-Unis (depuis les années 1970) et en Europe (à partir des années 1980). Ces opérations permettent aux acquéreurs (capital-investisseurs, personnes physiques...), de conserver ou d'acquérir le contrôle de la société visée tout en minimisant leurs apports en fonds propres. La première partie de cet article est consacrée aux montages de ces opérations et à la mobilisation des effets de leviers juridiques et financiers. Après une présentation du marché français des LBO, la seconde partie étudie l'évolution de la performance de la cible et la longévité de ces opérations.

Mots-Clés

Leverage buy-out, acquisition, holding, effet de levier

Le leverage buy-out

◆ **Philippe Desbrières**

Professeur à l'Université de Bourgogne

Les acquisitions de sociétés à l'aide d'un holding endetté, ou leverage buy-outs (LBO), ont connu un essor remarquable aux Etats-Unis (depuis les années 1970) et en Europe (à partir des années 1980). Le succès de ces opérations s'explique fondamentalement par le fait qu'elles représentent pour leurs initiateurs (entreprises industrielles et commerciales, sociétés financières, personnes physiques), une technique privilégiée pour conserver ou acquérir le contrôle de la société visée tout en minimisant leurs apports en fonds propres. La première partie de cet article est consacrée aux montages de ces opérations, qui rivalisent d'ingéniosité et de complexité. Après une présentation du marché français des LBO, la seconde partie étudie l'évolution de la performance de la cible et la longévité de ces opérations.

1. Les principaux aspects des montages de leverage buy-outs¹

Cette première partie est consacrée aux différents leviers juridiques et financiers qui sont mobilisés et combinés dans les montages de LBO. Elle s'achève sur une présentation des implications fiscales de ces montages.

1. Les leviers juridiques.

Le montage classique consiste à utiliser une société holding, préexistante ou créée pour l'opération, qui détiendra tout ou partie² des fonds propres de la firme dont on veut concentrer la propriété ou que l'on souhaite acquérir. Lorsqu'elle est cotée et que son capital est diffus, on peut alors voir le holding lancer une OPA sur les titres de la cible. En souscrivant la majorité des titres de la société holding, les initiateurs de l'opération contrôleront indirectement la cible. En France, ce levier juridique peut encore être amplifié à l'aide de certains actifs financiers et de techniques permettant de dissocier le pouvoir de la détention de droits de propriété :

- la création d'actions à droit de vote double dans le holding : un droit de vote double peut être attribué à toutes les actions nominatives entièrement libérées, détenues par le même actionnaire depuis au moins deux ans. Cette possibilité, utilisable aussi dans la cible comme moyen de défense contre une tentative de prise de contrôle, oblige les acquisitions de type LBO à s'effectuer à l'aide d'un holding impur préexistant depuis au moins deux ans, sauf lorsque l'opération a lieu dans le cadre légal du RES où cette contrainte ne joue pas³ ;

- le démembrement des actions du holding : les certificats d'investissements (CI) sont cédés aux financiers et les actionnaires majoritaires se répartissent les certificats de droit de vote au prorata de

¹. Pour un approfondissement de ces aspects techniques, le lecteur peut se reporter à Desbrières (1995).

². Une partie de son capital ayant vocation à être détenue par des financiers, il est difficile d'utiliser le holding à d'autres fins que la détention des actions de la firme visée. Le holding ne pouvant pas exercer parallèlement une activité industrielle ou commerciale (il s'agit d'un holding pur), ses seules recettes proviendront des dividendes de sa filiale. Lorsqu'il est endettée, le service de la dette est donc assuré grâce aux remontées de dividendes de la cible. Dans ce contexte, le taux de participation de la société holding doit être maximal, afin de limiter la déperdition des dividendes en faveur des actionnaires minoritaires de la cible.

³. Dans le cadre légal du RES, le holding de reprise, créé exclusivement pour l'opération, peut émettre des actions à droits de vote double sans attendre le délai de deux années.

leurs droits. Cette technique souffre de deux inconvénients majeurs. Premièrement, les CI ne peuvent pas représenter plus du quart du montant du capital social du holding. Deuxièmement, en prévoyant la reconstitution immédiate et de plein droit des actions lorsqu'une même personne détient à la fois des CI et des certificats de droit de vote, la loi du 5 janvier 1988 a conduit en pratique à interdire le démembrement d'actions existantes⁴ ;

- la limitation du nombre de voix concentrées entre les mains des actionnaires externes ou indésirables : cette disposition statutaire a été utilisée par plusieurs sociétés cotées, notamment Total et Danone en 1992 (cf. Desbrières, 1995, p.29 et s.).

Ce levier juridique peut encore être amplifié en donnant au holding le statut de société en commandite par action (accordant aux *managers* le statut de commandités qui leur confère, quel que soit leur niveau de participation, un pouvoir total de décision en contrepartie duquel ils assument indéfiniment et solidairement la responsabilité de la gestion sociale), ou en superposant en cascade de nouvelles sociétés holding⁵. Cette dernière solution représente toutefois l'inconvénient de rendre impossible l'utilisation de l'intégration fiscale.

Enfin, bien que le droit de vote attaché aux actions d'autocontrôle⁶ soit supprimé depuis le 1^{er} juillet 1991, certaines techniques permettent indirectement de le restaurer. Il s'agit des pactes d'actionnaires et des conventions de portage qui permettent le contrôle de la répartition des droits de propriété de la firme sans pour autant priver l'actionnaire qui le désire de sortir de son investissement. Les rapports entre les parties prenantes sont alors réglementées dans le cadre de conventions extra-statutaires qui intégreront des clauses contractuelles pouvant être classées en deux catégories : les clauses relatives à l'évolution de l'actionnariat, et celles relatives à la répartition du pouvoir⁷.

2. Le levier financier.

Conjointement à l'effet de levier juridique, l'endettement de la société holding réduira d'autant les apports en fonds propres nécessaires à la conservation ou à l'acquisition du contrôle de la cible. Ce levier financier provient généralement de financements bancaires classiques. Dans le cadre de la problématique du contrôle des entreprises, la tentation est grande d'utiliser un endettement maximal. La rémunération des dettes doit donc logiquement intégrer une prime de risque cohérente avec le niveau d'endettement du montage. Or, et surtout dans le cas où le holding est pur, la rémunération et le remboursement des capitaux empruntés sont contraints par la capacité bénéficiaire de la filiale. Aussi, plutôt que d'offrir un taux d'intérêt plus élevé, l'emprunt peut être assorti de bons de souscription d'actions (OBSA), d'une option de conversion (OC) ou d'un remboursement en actions (ORA). Cette technique permet de réduire significativement les frais financiers pendant la période de remboursement en contrepartie, il est vrai, d'une dilution du capital lors de l'exercice des droits (de conversion ou de souscription). On trouve une autre utilité au financement du holding par OBSA

4. Cette limitation explique pourquoi les CI sont pratiquement tombés en désuétude. Les actions à dividende prioritaire, qui ne peuvent pas excéder 25% du capital social et retrouvent leur droit de vote si la société n'est pas en mesure de verser un dividende pendant trois années successives, ne sont pas un substitut parfait.

5. Parmi les exemples classiques d'utilisation, on trouve Michelin (SCA) et LVMH, Bolloré Technologies (pour les cascades de holdings).

6. Il y a autocontrôle lorsqu'une société assure son propre contrôle par l'intermédiaire d'une ou plusieurs autres sociétés dont elle détient elle-même directement ou indirectement le contrôle.

7. Il s'agit pour les premières, des premières clauses de préemption, d'inaliénabilité, d'exclusion, de sortie, de sortie conjointe, de non-agression et, pour les secondes, des classes d'actions et conventions de droit de vote.

lorsque les créanciers sont des alliés et que l'exercice des bons permettrait de diluer très fortement la participation d'un éventuel raider⁸.

En cas de surendettement de la société holding et afin d'éviter les conflits avec les créanciers de premier rang, de nombreux montages prévoient l'existence de titres de créance subordonnés au remboursement de la dette *senior* et à sa rémunération (par le jeu de la capitalisation des intérêts). Ces dettes *junior* ou "mezzanines", qui s'intercalent entre les fonds propres et les emprunts classiques, doivent servir une rémunération proportionnelle à leur niveau de risque⁹. Le raisonnement tenu pour les emprunts de premier rang est encore valable. Afin de ne pas obérer la capacité bénéficiaire et la trésorerie de la firme de nombreux montages utilisent des obligations subordonnées complexes (OBSA, ORA, ORCI...), offrant ainsi une option sur les fonds propres dont la valeur réduit d'autant le montant des frais financiers. A cela s'ajoutent les avantages liés au remboursement en titres plutôt qu'en espèces (pour les obligations subordonnées convertibles et remboursables en actions) et la possibilité d'éviter une dilution du pouvoir lors de l'exercice des droits (grâce aux obligations subordonnées remboursables en CI et en actions à dividende prioritaire).

Outre l'espérance de plus-values qu'elles confèrent à leurs souscripteurs, ces valeurs composées ont une autre vertu : un niveau d'endettement excessif entraîne un risque de faillite qui incite les dirigeants à entreprendre les projets d'investissements les plus risqués, puisque les actions sont alors assimilables à une option d'achat sur l'entreprise dont le prix d'exercice serait la valeur de la dette¹⁰. Dans les montages "tendus", la partie conditionnelle de ces valeurs composées permet aux prêteurs d'exercer une pression à la performance sur les dirigeants et, au pire, de devenir actionnaires pour éviter la liquidation de la firme à l'échéance si la valeur de la dette est devenue supérieure à celle de l'actif économique.

Finalement, compte tenu, d'une part, de la sophistication des montages financiers utilisés et, d'autre part, des différents intérêts en cause, il est nécessaire de définir dans le cadre de pactes d'actionnaires¹¹ les rapports entre les actionnaires, les prêteurs subordonnés et les souscripteurs de dette *senior* complexe (OBSA, ORA...).

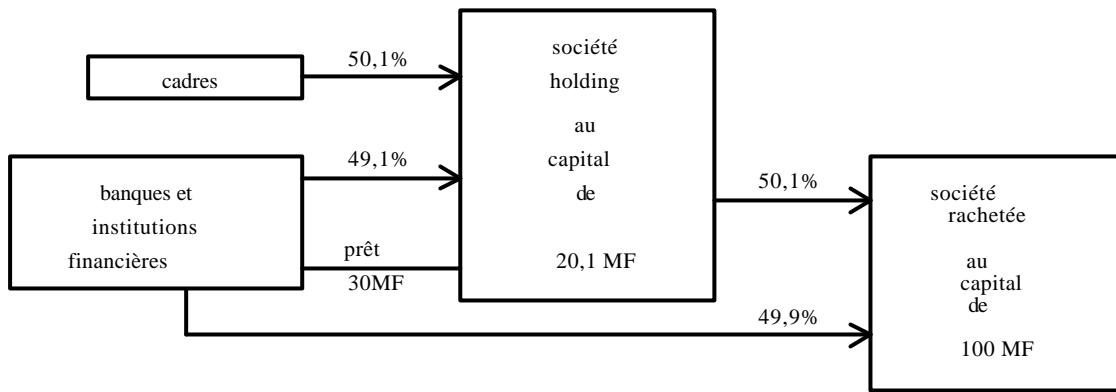
figure 1 : exemple type de montage de LBO

⁸. Cette technique a notamment été utilisée avec plus ou moins de réussite par plusieurs sociétés cotées comme Danone, LVMH, Schneider, ISL... (cf. Desbrières, 1995, p.73 et s.).

⁹. Les titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) et remboursables (TSR) ne sont pas adaptés à ces montages, la subordination bénéficiant à tous les créanciers de l'emprunteur et non pas aux seules dettes *senior*.

¹⁰. Comme la valeur d'une option est une fonction croissante de la variance de son actif support, la valeur des actions augmente avec le risque d'exploitation de l'entreprise. Ainsi, les dirigeants et actionnaires, dont les intérêts sont ici confondus, peuvent être incités à suivre une politique d'investissement sous-optimale en rejetant des projets à valeur actuelle nette positive, dont les avantages reviendraient essentiellement aux prêteurs.

¹¹. A l'aide des clauses d'administration, d'anti-dilution, d'inaliénabilité des titres, d'information et de sortie.



La figure 1 résume bien l'intérêt du LBO. Prenons l'exemple d'une firme reprise par ses cadres dont les fonds propres, d'une valeur de 100 millions de francs, sont détenus à hauteur de 50,1% par le holding de reprise. En empruntant 30 millions pour financer son investissement dans la cible, la société holding produit un levier financier puisqu'elle ne finance par fonds propres que 40,1% des 50,1 millions de francs nécessaires. Les cadres repreneurs assurent le contrôle indirect de l'entreprise à l'aide d'une participation de 50,1% dans le capital du holding, et le levier financier créé par ce dernier leur permet de n'apporter que 10 millions de francs (levier de 1 à 10) au lieu de 25 millions si la société holding n'était pas endettée (levier de 1 à 4). Le levier juridique provenant de la constitution de la société holding est fortement amplifié par le levier financier créé par son endettement. L'augmentation ou la diminution du levier est bien sûr fonction de l'accroissement ou de la réduction de l'endettement du holding. Par exemple, il serait de 1 à 16 si sa participation dans la firme à reprendre était financée à hauteur de 75% par un emprunt. En revanche, on n'obtiendrait qu'un effet de levier de 1 à 8 si le taux d'endettement de la société holding était de 50%.

3. Les aspects fiscaux des LBO.

Un inconvénient de taille des montages utilisant une société holding pure tient au fait que, en ne percevant que des dividendes pratiquement non imposables (régime des sociétés mères et filiales), celle-ci ne peut pas déduire les intérêts de ses emprunts. Dans ce contexte, le holding enregistre un déficit fiscal alors que les profits de sa filiale supportent l'impôt sur les sociétés. Il existe trois possibilités essentielles pour pallier ce désavantage. La première consiste à utiliser un holding impur préexistant ou à développer des activités autonomes au sein du holding créé pour l'opération. Cependant, des investisseurs extérieurs en étant généralement actionnaires, il n'est pas évident d'utiliser celui-ci à d'autres fins que la détention des titres de la firme. On peut aussi activer le holding en lui faisant facturer des prestations de service à sa filiale.

Deuxièmement, la société holding et la firme peuvent fusionner. Cette opération évite les déficits fiscaux dans le holding, une activation contestable de celui-ci, et permet l'utilisation des déficits fiscaux reportables. Elle a aussi l'avantage d'affecter la totalité du *cash-flow* de la cible au remboursement et à la rémunération de la dette contractée par la société holding. Cependant, si cette technique est courante dans les pays anglo-saxons, elle paraît difficilement réalisable en France aussitôt après l'opération. En effet, se pose le problème du respect des intérêts des minoritaires, des actionnaires à dividendes prioritaires et des obligataires. De plus, la fusion rapide peut être considérée comme un changement d'activité réelle et d'objet social, voire comme une distribution d'actifs qui subissent une fiscalité très contraignante. Une fusion avant le remboursement pourrait même être constitutive d'un abus de biens sociaux. Enfin, s'il existe des actionnaires minoritaires dans le capital de la firme cible, le rapport d'échange risque de diluer fortement le niveau de participation de la coalition au pouvoir.

La dernière possibilité pour imputer les déficits fiscaux de la société holding sur les bénéfices imposables de la firme est l'intégration fiscale. Ce régime permet à la société mère d'acquitter un impôt calculé sur le résultat d'ensemble du groupe, à condition que le holding détienne au moins 95% des actions et des droits de vote des filiales et que celui-ci ne soit pas détenu lui-même dans les mêmes conditions par une autre société. Cette participation à 95% dans le capital de la firme reprise a un autre avantage : elle limite au maximum la dispersion des dividendes affectés par cette dernière au plan de financement du holding.

En minimisant l'impôt à payer, ces différentes techniques concourent à l'optimisation des montages des LBO puisqu'en affectant en priorité les *cash-flows* de la firme au service de la dette du holding, elles permettent d'accroître le levier financier de ce dernier¹².

II. Les choix effectifs des parties prenantes et les conséquences des LBO.

Après avoir présenté l'évolution du marché français des *buy-outs*¹³, nous étudierons les conséquences de ces opérations au travers de leur performance et de leur longévité.

1. Le marché français des *buy-outs*¹⁴.

Après le Royaume-Uni qui représente plus de la moitié du marché européen des *buy-outs*, en volume comme en valeur, c'est en France que ces opérations sont les plus nombreuses et que le marché est le plus actif. Après une croissance importante et régulière au cours des années 1980, l'évolution du marché français des *buy-outs* est devenue très cyclique à partir de 1990, les récessions succédant aux années de croissance. Chaque année, on compte en France une centaine d'opérations, pour un montant total compris entre 7 et 10 milliards de francs. Ces transactions représentent environ 10% du marché européen.

A l'heure actuelle, les opérations françaises s'effectuent essentiellement dans le cadre de transmissions d'entreprises familiales et, dans une moindre mesure, de désinvestissements de filiales dans les groupes publics et privés. Les proportions s'inversent dans le Royaume Uni où la plupart des opérations proviennent de cessions de filiales et de divisions dans les groupes privés et de privatisations d'entreprises publiques.

Contrairement aux idées reçues, les successions d'entreprises familiales n'ont pas toujours représenté la majorité des transactions. Comme le montre le tableau 1, cette tendance serait même plutôt récente. La nécessaire organisation des transmissions de ces firmes et la législation les promouvant en tant que solution à ce problème expliquent toutefois que les *buy-outs* et *buy-ins* se soient toujours inscrits très largement dans cette perspective : près de trois transactions sur cinq en 1991, 1993 et 1995. Il est nécessaire de prendre en compte dans ces proportions les LBO réalisés sur des sociétés en règlement ou en redressement judiciaire, en fort développement depuis 1993, qui concernent pour une très grande part des entreprises familiales. La valeur unitaire des *buy-outs* sur des entreprises familiales est généralement inférieure à celle des LBO résultant de désinvestissements dans les groupes, et les fondateurs ou leur famille restent quelquefois significativement actionnaires de la firme qu'ils transmettent.

¹². Ajoutons que, dans le cadre légal du RES, les personnes physiques actionnaires du holding peuvent bénéficier d'une déduction des intérêts d'emprunts personnels de leur revenu imposable ou d'un crédit d'impôt, ce "levier fiscal" étant total en cas de création d'une société de personne endettée, actionnaire du holding.

¹³. Le terme de *buy-out* concerne à la fois les opérations réalisées par les sociétés (LBO) et par le management (LMBO). Les *buy-ins* sont les opérations initiées par une équipe de *managers* externes.

¹⁴. Pour une analyse détaillée du marché des *buy-outs* français et européen, lire Desbrières (1997).

Les restructurations dans les grands groupes industriels et commerciaux français alimentent fortement le marché des LBO. Ces opérations de désinvestissement représentent en effet selon les années de 32% à 46% des *buy-outs* effectués en France depuis le début des années 1990, la proportion moyenne étant très proche de celle observée au cours de la décennie précédente. La proportion de ces opérations fluctue de manière très erratique, du fait de l'importante fluctuation des désinvestissements dans les groupes nationaux¹⁵.

Tableau 1 : Source des LBO en France (en nombre)

| | Total 1980-90 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|--------------------------------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Entreprises familiales | 40,1% | 46,5% | 51,9% | 57,5% | 51,9% | 50,8% | 44,8% | 59,8% | 34,7% |
| Filiales de Groupes | 40% | 32,8% | 39,4% | 37,4% | 44,3% | 40% | 45,8% | 31,7% | 45,6% |
| - société mère française | 22,7% | 22,4% | 20,2% | 30,0% | 34,2% | 29,2% | 34,4% | 19,5% | 33,3% |
| - société mère étrangère | 17,3% | 10,4% | 19,2% | 7,4% | 10,1% | 10,8% | 11,4% | 12,2% | 12,3% |
| Firmes cotées | 9% | 12,1% | 2,9% | 3,8% | 2,5% | 1,5% | 0% | 2,4% | 2,5% |
| Privatisations | 6,6% | 3,4% | 2,9% | 0% | 1,3% | 1,5% | 2,1% | 0% | 1,2% |
| Entreprises en faillite | 4,3% | 5,2% | 2,9% | 1,3% | 0% | 6,2% | 7,3% | 6,1% | 16% |
| Total | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Taille de l'échantillon | 277 | 58 | 104 | 80 | 79 | 65 | 96 | 82 | 81 |

Source : Desbrières (1997).

Les restructurations réalisées dans les groupes publics conduisent à de multiples désinvestissements de filiales ou de divisions. Les privatisations effectuées par la cession de l'entité concernée à ses dirigeants et cadres, voire à l'ensemble des salariés, sont loin d'être un épiphénomène. On compte en effet plus d'une vingtaine de privatisations ainsi réalisées entre 1982 et 1990 (Desbrières, 1995, p.167). On note toutefois un certain infléchissement de ces opérations depuis 1991.

Le nombre et la proportion des LBO sur des firmes françaises cotées en bourse ont toujours été minoritaires, sinon marginaux. On est donc très loin de la réalité du marché nord-américain, où ces opérations concernent essentiellement des sociétés cotées (qui sont alors retirées du marché boursier, d'où le terme de *buy-out*). Depuis 1992, ces transactions ont une taille modeste (100 à 200 millions de francs) et impliquent des firmes inscrites au Hors-Cote ou cotées sur le Second Marché. Elles ne sont pas du tout comparables aux rachats des sociétés cotées sur le marché à Règlement Mensuel en 1987 (IDI : 1,7 milliard de francs), en 1988 (Darty : 7 milliards ; Epéda-BF : 3,6 milliards), en 1989 (Spontex : 1,3 milliard) et en 1990 (Fougerolle : 3,6 milliards ; Sicli : 2,08 milliards).

Notons enfin que les montages des LBO apparaissent beaucoup moins endettés en France qu'aux Etats-Unis, où des leviers supérieurs à 10 ont souvent été observés. Actuellement, ce levier (valeur de la transaction rapportée au montant des fonds propres) est en moyenne inférieur à 3. En effet, les opérations pour lesquelles nous avons pu obtenir les données nécessaires indiquent que le niveau moyen d'endettement des holdings de contrôle est de nos jours de l'ordre de 1,6. De plus, ce taux d'endettement moyen apparaît chaque année toujours plus faible : il était égal à 1,9 pour les LBO

¹⁵. A ce titre, l'année 1997 vit une opération d'une exceptionnelle envergure. Le britannique Cinven a en effet monté la reprise en LBO de 2 filiales de la Compagnie Générale des Eaux, la Générale de Santé France (CGS) et la britannique General Healthcare Group, pour un montant total de 10,2 milliards de francs. La valeur de cette opération équivaut au montant total des *buy-outs* réalisés sur des firmes françaises durant l'année 1996.

réalisés en 1994, à 2,1 pour les LBO réalisés durant les années 1992-1993 et à 3,1 pour les opérations de 1991.

2. Performance et longévité des *buy-outs*¹⁶.

L'avenir des *buy-outs*, donc le développement des instruments et des montages financiers qui les caractérisent, dépendent essentiellement de leur efficacité économique.

Lorsque les firmes reprises sont cotées en bourse, le marché financier anticipe des effets largement favorables puisque de nombreux travaux rapportent des rentabilités anormales positives comprises entre 17% et 25% lors de l'annonce de l'opération. Le gain total moyen (différence entre le prix final auquel les titres sont rachetés et leur valeur avant l'annonce), calculé après ajustement des mouvements du marché, est compris entre 30% et 37%.

Un grand nombre d'études empiriques ont été réalisées pour analyser les effets des LBO sur la performance *ex post* et sur la structure organisationnelle des firmes reprises. Les entreprises ayant fait l'objet d'un *buy-out* apparaissent plus performantes que la moyenne des autres firmes appartenant au même secteur d'activité. La plupart des travaux reposant sur l'évolution d'indicateurs comptables montrent, à la suite de l'opération, des accroissements significatifs des chiffres d'affaires, des résultats d'exploitation, des *cash-flows*, des rentabilités économiques et financières. Les cibles impliquées améliorent aussi leur productivité, leur gestion des stocks et réduisent leur endettement postérieurement à l'opération.

Plusieurs facteurs ont été avancés pour expliquer ces performances accrues : les avantages fiscaux, le transfert de richesse des prêteurs vers les repreneurs, 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 (concernant notamment les mécanismes de contrôle et d'incitation), stratégiques, technologiques et commerciaux, la motivation accrue des repreneurs, le rattrapage de mauvaises performances antérieures. Un autre facteur apparaît dans certaines études : la rupture de contrats implicites conduisant à des réductions de salaires et la compression des effectifs à la suite du *buy-out*. Dans certains cas, les firmes reprises détruiraient après leur LBO davantage d'emplois que les autres entreprises du même secteur d'activité¹⁷.

Ces travaux empiriques concernent surtout les LBO réalisés aux Etats-Unis et, dans une moindre mesure, dans le Royaume-Uni. Or, les premiers concernent essentiellement des sociétés cotées et s'inscrivent fondamentalement dans une problématique de marché du contrôle des firmes, les opérations britanniques constituant en majorité une technique de désinvestissement de divisions et de filiales dans les grands groupes privés et publics qui obéit davantage à une problématique organisationnelle. On peut alors s'interroger sur le degré de généralisation des résultats de ces études, les LBO français étant majoritairement utilisés dans un contexte de transmission d'entreprises familiales et, dans une moindre mais significative proportion, de désinvestissements dans les groupes. Desbrières et Schatt (1997) ont étudié les caractéristiques des firmes françaises reprises en LBO et l'évolution de leur performance une fois l'opération réalisée. Il apparaît, avant comme après le LBO, que ces sociétés sont moins rentables financièrement que les autres entreprises des mêmes secteurs d'activité. Elles ont en revanche une meilleure rentabilité économique, sont moins endettées, ont une

¹⁶. Tous les travaux auxquels ce paragraphe se réfère sont cités dans Desbrières (1995, 1997).

¹⁷. Il s'agirait en fait d'une diminution anormale d'emplois administratifs provenant de la réduction des coûts de contrôle direct de la main d'oeuvre de production, la motivation de celle-ci augmentant après le LBO. Les réductions d'effectifs proviendraient aussi du fait que de nombreux LBO sont réalisés sur des divisions de firmes multidivisionnelles qui procèdent à des désinvestissements d'activités après l'opération, les firmes indépendantes reprises en LBO voyant plutôt croître le nombre de leurs salariés.

plus grande taille, disposent d'une meilleure liquidité et ont des taux de marge plus élevés. Les résultats obtenus sur l'évolution de ces indicateurs s'inscrivent pour beaucoup à contre courant de ceux provenant des études anglo-saxonnes. A la suite de l'opération, la rentabilité financière chute davantage pour les firmes reprises que pour les sociétés appartenant au même secteur d'activité. Il en va de même pour la rentabilité économique et les taux de marge, malgré une réduction des indicateurs de taille. Corrélativement leur risque augmente davantage puisque leur niveau d'endettement croît et que leur liquidité se dégrade plus fortement. On ne peut donc conclure, comme c'est le cas aux Etats-Unis, que les LBO réalisés en France conduisent à une amélioration de la performance des sociétés reprises¹⁸.

Cette étude fournit aussi des résultats validant l'hypothèse selon laquelle les filiales de groupes seraient plus performantes après leur reprise en LBO que les firmes indépendantes. Le désinvestissement par voie de LBO représente en effet une solution aux problèmes posés par l'intégration de ces entités dans une firme multidivisionnelle ou dans une structure de groupe. La filiale ainsi libérée de son ancienne tutelle devrait évoluer plus favorablement que les firmes indépendantes reprises en LBO pour lesquelles le départ du fondateur est souvent un facteur de risque important. Conformément à cette hypothèse, il apparaît que les anciennes filiales de groupes supportent une moindre réduction de leurs rentabilités financière et économique. Leur liquidité générale se dégrade davantage mais leur endettement financier reste plus stable.

Quoi qu'il en soit, les effets à long terme des *buy-outs* restent néanmoins très peu connus, à tel point que l'on peut s'interroger sur la longévité de ces opérations. Selon Jensen (1989), même s'ils apparaissent limités aux secteurs d'activités à maturité et aux firmes qui génèrent de substantiels *free cash flows* (FCF), les LBO représenteraient une forme organisationnelle nouvelle et permanente qui "éclipserait" la forme traditionnelle de l'entreprise cotée en bourse. Rappaport (1990) voit en revanche dans les *buy-outs* une forme organisationnelle transitoire qui ne serait appropriée que dans des circonstances limitées.

Plusieurs travaux empiriques anglo-saxons ont mis en évidence qu'une importante proportion (de 33% à 73% selon les études et le terme étudié) des *buy-outs* anglo-saxons sont assez rapidement réintroduits en bourse ou vendus à un autre groupe, ce qui semblerait confirmer la thèse de Rappaport. Les sorties de LMBO sont plus rares en France, ce qui montre que l'opération est vécue par les repreneurs comme un investissement de plus long terme. Elles sont néanmoins en forte augmentation depuis le début des années 1990, ce qui montre que le marché français atteint une certaine maturité. En effet, un inventaire systématique réalisé depuis 1990 (cf. Desbrières, 1997) montre de plus en plus de sorties d'investisseurs, un à cinq ans après la transaction, dans le cadre : (1) de cessions de tout ou partie des droits sociaux à des tiers ; (2) d'un second LBO ; (3) d'une introduction en bourse. Parallèlement, on observe de plus en plus de restructurations organisationnelles, de recapitalisations et de défaillance d'entreprises françaises reprises en LBO. Ce constat est très cohérent avec nos résultats indiquant une évolution défavorable, postérieurement à l'opération, de la performance de la firme reprise.

*

* *

¹⁸. Notons toutefois que, du fait de la jeunesse du marché français des LBO, cette étude n'a pu suivre l'évolution des indicateurs de performance que sur le moyen terme (5 ans autour de l'opération) comme dans la plupart des études de référence. La performance de ces opérations peut toutefois apparaître plus tardivement.

Finalement, par delà la motivation et l'ingéniosité des LBO, des questions essentielles concernant le long terme restent en suspens, aussi bien au sujet de la performance que de la stabilité de la nouvelle structure d'organisation. Les travaux empiriques produisant des résultats divergents, il semble qu'une part essentielle des réponses soit contingente :

- aux intérêts et motivations des *managers*-repreneurs (surtout dans le cas français où la grande majorité des opérations les voient majoritaires en droits de vote, sinon en capital), du vendeur (selon qu'il désire ou pas conserver une participation, pratiquer un crédit vendeur...), des actionnaires externes (entreprises, institutions financières..., minoritaires ou majoritaires) ;
- au niveau de participation en fonds propres des *managers* ;
- au niveau d'endettement du montage ;
- à l'existence d'un marché des titres interne à l'organisation (possibilité de sortie pour les actionnaires avant une cession totale à des tiers ou préalablement à une introduction en bourse) ;
- aux caractéristiques d'exploitation de la firme reprise (niveau et régularité des *cash-flows*, investissements requis pour le renouvellement ou la croissance des actifs, stabilité des marchés, position de la firme sur ses marchés...).

Bibliographie

P. Desbrières, 1995, *Ingénierie financière*, Paris, Litec.

P. Desbrières, 1997, "Relative croissance du marché français des buy-outs, buy-ins", *Fusions & Acquisitions*, n°92, p.20-28.

P. Desbrières et A. Schatt, 1997, "Incidences des LBO sur la performance des sociétés cibles : le cas français", Actes du 16ième Congrès de l'AFFI.

M. Jensen, 1989, "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, n°5, p.61-74.

A. Rappaport, 1990, "The staying power of the public corporation", *Harvard Business Review*, n°1, p.96-104.