

**L'origine des différentes structures de dettes dans les LBO Européens et leurs  
conséquences.**

Par  
Arthur Gautier

Sciences de la Gestion  
(Finance)

Mémoire présenté en vue de l'obtention du grade de  
maîtrise ès sciences (M.Sc.)

Février 2018

© Arthur Gautier, 2018

# Table des matières

<b>Introduction</b>	<b>1</b>
<b>Partie 1. Cadre théorique sur les dettes dans les LBO</b>	<b>3</b>
<b>Chapitre 1. LBO : Généralités et enjeux</b>	<b>3</b>
1.1. Fonctionnement des LBO	3
1.2. LBO dans les théories financières	10
1.3. Les enjeux du LBO	12
1.3.1. Les avantages/motivations liés au LBO	12
1.3.2. Les risques liés au LBO	18
<b>Chapitre 2. Les principaux acteurs et les dettes du LBO</b>	<b>22</b>
2.1. Les principaux acteurs	22
2.1.1. Les acteurs	22
2.1.2. Comportements et psychologie des acteurs dans les étapes de la transmission	28
2.2. Sources de financement des LBO	34
2.2.1. Dette senior	34
2.2.2. Dette junior	35
2.2.3. Titrisation	37
2.2.4. Autres financements	38
2.1. Le marché de LBO	39
<b>Partie 2. Partie empirique</b>	<b>43</b>
<b>Chapitre 3. Méthodologie</b>	<b>43</b>
3.1. Contexte de l'étude empirique, rappel de la problématique, et hypothèses de recherche	43
3.2. Cadre méthodologique	53
<b>Chapitre 4. Présentation et analyse des résultats</b>	<b>55</b>
4.1. Description de l'échantillon	55
4.1.1. Caractéristiques des opérations de LBO européen et des entreprises cibles	55
4.1.2. Marché des dettes LBO	59
4.2. Estimation du modèle	63
4.2.1. La prime de risque	63
4.2.2. Le nombre de tranches	68
<b>Chapitre 5. Synthèse et discussion</b>	<b>73</b>
5.1. Synthèse	73
5.2. Discussion	75
<b>Conclusion</b>	<b>80</b>
<b>Bibliographie</b>	<b>82</b>

## Table des tableaux

Tableau 1 – Récapitulatif de la revue de la littérature sur les impacts des LBO sur la cible en termes de performance	15
Tableau 2 – Evolution du montage type de LBO	39
Tableau 3 - Sous-hypothèses relatives au modèle explicatif du spread des dettes LBO	48
Tableau 4 - Sous-hypothèses relatives au modèle explicatif du nombre de tranches des dettes LBO	50
Tableau 5 - Variables supplémentaires susceptibles d'expliquer le spread et le nombre de tranche des dettes LBO	52
Tableau 6 – Variables caractéristiques des entreprises cibles du LBO européen	58
Tableau 7 – Levier d'endettement pour les LBO européens	61
Tableau 8 – Spread $p$ des différentes tranches des dettes LBO (en bps, sauf nombre des entreprises)	62
Tableau 9 - Configurations types des dettes quant aux tranches qui leur composent	63
Tableau 10 – Estimation du modèle général du spread des dettes LBO	64
Tableau 11 – Tests de comparaison des variances et des moyennes des spreads des différentes tranches des dettes LBO	65
Tableau 12 – Prise en compte des variations trimestrielles dans le modèle explicatif du spread	66
Tableau 13 – Premier modèle explicatif du nombre de tranches des dettes LBO	69
Tableau 14 – Deuxième modèle explicatif du nombre de tranches des dettes LBO	71
Tableau 15 – Modèle du Spread des dettes LBO	73
Tableau 16 – Meilleur modèle expliquant le nombre de tranches des dettes LBO	75

## Table des illustrations

Figure 1 – Exemple illustratif de la comptabilisation d'un LBO	6
Figure 2 – Sortie des LBO britanniques depuis 1995	9
Figure 3 – Scénario de flux de trésorerie avec le financement via une dette subordonnée	36
Figure 4 – Prix d'acquisition des LBO et financement par rapport à l'EBE en Europe	41
Figure 5 – Répartition géographique des opérations de LBO européen de l'échantillon considéré	56
Figure 6 – Evolution annuelle du nombre et du volume de toutes les transactions européennes de LBO 2011 à 2015	56
Figure 7 – Evolutions trimestrielles de la valeur moyenne des entreprises ciblées, du volume total de transactions et du montant moyen des dettes seniors relatives à ces transactions sur le marché européen du LBO (*)	57
Figure 8 – Nombre des entreprises cibles par industrie sur le marché du LBO européen	57
Figure 9 – Evolution des taux Euribor trimestriels	60

## Introduction

La littérature scientifique commence à s'intéresser vivement au phénomène « d'achat avec effet de levier » ou « leverage buy-out » (LBO). Ce type de placement financier (puisque de cela qu'il s'agit *in fine*) constitue de temps en temps un sujet de débat, notamment entre les investisseurs financiers et les défenseurs des intérêts des salariés. Pour les premiers, le LBO devrait être compris comme une opportunité à saisir pour accroître la performance de l'entreprise sous-jacente (dite entreprise cible), surtout pour le cas des sociétés en difficulté et ayant besoin d'être recentrées sur leurs principaux métiers. Pour les seconds, dont les syndicats des travailleurs, le LBO favoriserait la financiarisation de l'entreprise et de l'économie, c'est-à-dire détournant l'attention des dirigeants et propriétaires de l'entreprise des véritables problématiques de cette dernière pour se concentrer sur les seuls profits des actionnaires.

Ce débat appelle à considérer une composante centrale (indispensable même si non nécessairement suffisante) du LBO qui est pourtant encore peu étudiée dans la littérature : la dette. En effet, celle-ci constitue même l'essence et la raison d'être des achats à effet de levier : pour les périodes précédant la crise des subprimes, il semble que de nombreuses opérations de LBO ont fonctionné avec une large part pour la dette dans le financement de ces opérations.

Tout cela génère un certain nombre de questionnements qui méritent de retenir l'attention des chercheurs dans ce domaine. D'abord, d'où proviennent ces masses d'argent prêtées pour financer les opérations de LBO ? Il faut reconnaître que les coûts de dette (qui influencent, non pas seulement ces opérations de LBO, mais également les entreprises cibles) ne sont pas les mêmes pour différents types de prêteurs. Ensuite, comment se structure les différentes composantes de ces dettes LBO ? Il faut comprendre que la dette LBO comporte plusieurs strates catégorisées suivant les prêteurs, les risques, et les taux d'intérêts. Plus important encore, cette structuration a-t-elle une influence significative sur les opérations de LBO et sur les entreprises cibles ?

Pour ce dernier questionnaire, un indice à exploiter concerne la performance de l'entreprise, prise comme indicateur par les différents acteurs du LBO. Il faut admettre que la réalisation même du LBO devrait impacter sur la vie de l'entreprise cible, du moins du point de vue théorique. Mais, qu'en est-il de la configuration des différentes strates composant la dette, du moins en considérant cette dernière comme étant à la fois une ressource et une charge pour l'entreprise ?

C'est dans cette perspective de recherche, basée notamment sur ces quelques questionnements que la présente étude se propose de se focaliser sur la problématique suivante : « Comment se structurent les dettes dans les LBO européens et quelles en sont les principales conséquences ? ». Afin de répondre à cette question centrale, le présent document se décompose en deux grandes parties, correspondant aux deux principaux niveaux de ce travail de recherche :

- Dans la première partie, il s'agit de définir les concepts centraux de l'étude, notamment celui de LBO et de dette (LBO). Cela implique donc d'appréhender, à travers la littérature, les implications de la dette dans les opérations de LBO.
- Dans la seconde partie, il est question de répondre empiriquement cette problématique, en tenant compte des réalités sur le marché des LBO européens.

## **Partie 1. Cadre théorique sur les dettes dans les LBO**

Dans un premier temps, il convient de se concentrer sur les éléments théoriques relatifs à la problématique de la présente étude. Ce qui implique de s'intéresser aux fondamentaux et aux enjeux des opérations de LBO, d'une part, et aux impacts de ces opérations (notamment le fort développement du marché de ces dernières) mettant en jeu un montant considérable de dette pour leur financement sur les acteurs en présence, sur les entreprises cibles, et sur le marché du LBO.

### **Chapitre 1. LBO : Généralités et enjeux**

Ce premier chapitre se focalise sur le concept clé, c'est-à-dire sur la mécanique du LBO, certaines implications théoriques de ce dernier, et les grands enjeux de son utilisation comme moyen d'acquisition d'entreprise. Parler de ces enjeux revient à discuter des conséquences plus ou moins directes du LBO à propos, d'une part, des avantages que celui-ci présente pour les parties prenantes et des principales motivations de recourir à cette technique et, d'autre part, des risques de son utilisation et des critiques émises à son encontre.

#### **1.1. Fonctionnement des LBO**

*« Le rachat de l'entreprise par effet de levier, ou Leveraged Buy-Out en anglais (LBO), est l'acquisition du contrôle d'une société par un ou plusieurs fonds d'investissement spécialisés, financée majoritairement par endettement »* (Quiry & Le Fur, 2016, p. 1015). Il faut se rappeler que l'effet de levier est une manière permettant à l'entreprise de financer ses activités, notamment à partir d'un fort endettement (à côté de l'achat d'actifs longs et de produits dérivés) ; dans ce dernier cas de figure (endettement), il est fait notion d'effet de levier « de la dette » qui est confondu même avec le montant de la dette détenue

par l'entreprise dans son portefeuille de dette et de capital-actions<sup>1</sup>. Même pour ce cas, il y a lieu de préciser que les techniques possibles sont nombreuses : « *les modèles sont nombreux, variés, souvent réducteurs* » (Thibierge & Thomas, 1997, p. 4).

Un élément spécifique intéressant (du moins pour la présente étude) de l'effet de levier réside dans son mécanisme qui se résume en deux propositions, expliqué par Thibierge et Thomas (1997) :

- D'une part, « la rentabilité des fonds propres est accrue par un recours à l'endettement financier si et seulement si la rentabilité des actifs est supérieure au coût des dettes » (p. 5) ; et
- D'autre part, « cette augmentation de rentabilité a pour contrepartie une augmentation du risque financier de l'entreprise, qui croît avec le niveau des dettes de l'entreprise » (ibid.).

En d'autres termes, l'effet de levier est une technique qui consiste à multiplier à la fois les profits potentiels et les pertes potentielles. Le LBO est ainsi une variante spécifique de cette technique. Quiry et Le Fur (2016) décrivent d'une manière simple celui-ci qui est constitué d'une société holding (une *NewCo* ou *HoldCo* ayant donc pour vocation exclusive la détention de titres financiers), cette dernière s'endettant afin d'acquérir une autre société dite « cible ». « *La société holding payera les intérêts de sa dette et remboursera le principal à partir des excédents de trésorerie dégagés par la société rachetée et par le produit de la revente de celle-ci* » (Quiry & Le Fur, 2016, p. 1015). Le holding de reprise supporte les emprunts accordés par les banques, le reste (généralement minoritaire, moins de la moitié, voire très en dessous de 30%) représente les apports des racheteurs qui tentent de mettre la main sur la société cible.

---

<sup>1</sup> Sauf mention contraire explicite, la notion d'effet de levier fait référence à l'effet de levier de la dette dans le présent document.

A noter qu'il existe deux principaux types de LBO auxquels (Gruselin, 2007) il peut être ajouté deux autres types spécifiques complémentaires (Quiry & Le Fur, 2016) :

- Le *Management buy out* ou MBO avec lequel la cible est rachetée par sa propre équipe de direction, voire par les cadres de celle-ci. Il peut s'agir aussi d'un rachat de la société par ses salariés ;
- Le *Management buy in* ou MBI par lequel des dirigeants d'autres sociétés (donc extérieure à la société cible) veulent reprendre la cible avec comme mesure prise de renouveler toute l'équipe du management de cette société. Une combinaison d'un *buy in* et d'un *management buy out* (BIMBO) est aussi possible.
- Le *Build-up* quand un LBO opère à des acquisitions d'autres entreprises appartenant à son secteur en vue de la création d'une synergie industrielle, à condition que c'est la dette qui finance substantiellement ces acquisitions.
- L'*Owner buy out* tout simplement dans le cas du rachat des autres actions (minoritaires) par l'actionnaire principal.

Thibierge et Thomas (1997) offrent l'exemple illustratif (réel) de la comptabilisation du LBO concernant la cession de l'hôtel B&B, en 2016, à PAI pour une valeur de 823 000 euros (*cf.* Figure 1 – Exemple illustratif de la comptabilisation d'un LBO). Cet exemple montre que les actifs exploités restent les mêmes avec l'opération de LBO, c'est seulement la structure financière du groupe (formé de l'hôtel et du holding) qui se voit ainsi modifiée de manière à ce que les capitaux propres consolidés connaissent une diminution substantielle (avec un désengagement d'une grande partie, voire de la totalité, des anciens actionnaires). D'où, il est constaté que « *un LBO est une opération de destruction souvent massive de capitaux propres* » (Quiry & Le Fur, 2016, p. 1016).



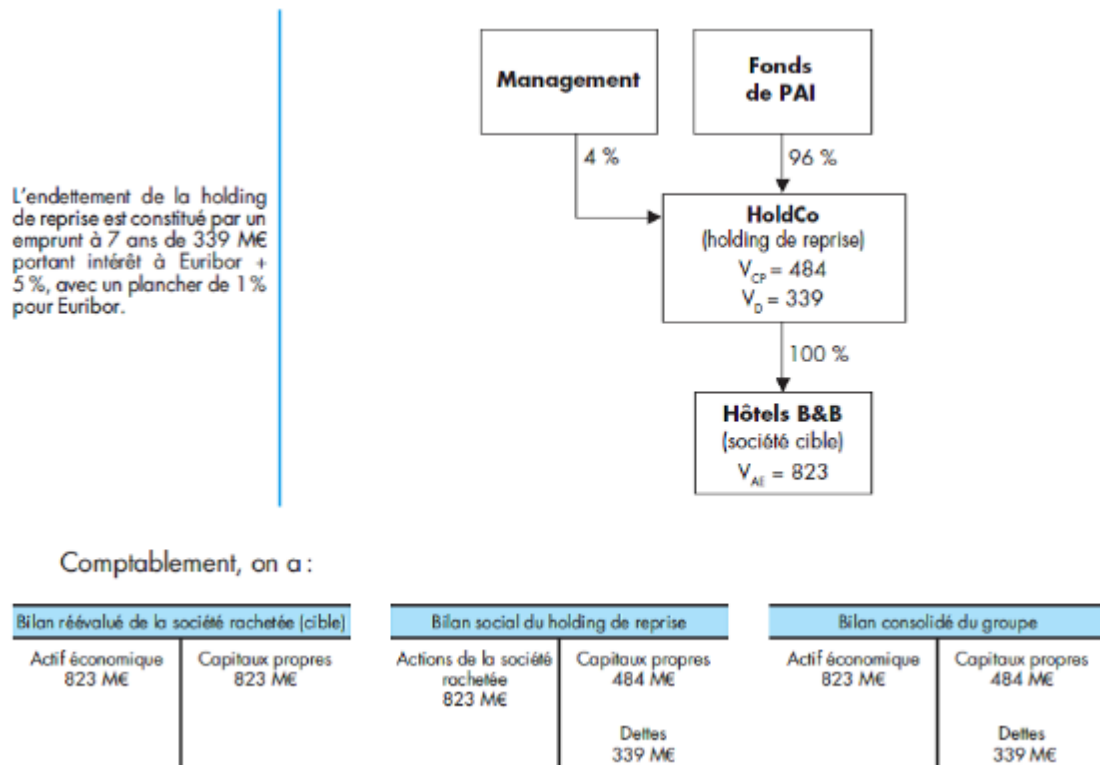


Figure 1 – Exemple illustratif de la comptabilisation d'un LBO

Source : Quiry et Le Fur (2016)

La dette contractée pour le financement du rachat est remboursée progressivement par la société cible sous forme de dividendes qu'elle verse alors à la société holding qui est dûment porteuse de ladite dette. Il faut noter que ces dividendes sont déductibles fiscalement au titre du paiement des intérêts de la dette (Goutard, 2007). Il est possible donc de parler de levier fiscal qui fait partie dorénavant intrinsèque à la structure du LBO. En d'autres mots, une conséquence qu'il convient d'évoquer concernant la mécanique du LBO est que cette dernière permet aussi un second effet de levier : « *le financement par endettement implique que les charges d'intérêts dues aux banques viennent diminuer le résultat avant impôt du groupe formé par l'entité acquise et le holding* » (Gruselin, 2007, p. 1).

En termes de sorties possibles du montage (la finalité du rachat du point de vue des repreneurs), celles-ci sont multiples (Quiry & Le Fur, 2016) :

- La cession (revente) de la cible à un exploitant industriel. Cette société n’a vraisemblablement pas auparavant attiré les industriels, ce qui aurait permis plus facilement à des investisseurs financiers de saisir l’opportunité d’acquérir celle-ci. Après le LBO, la situation devrait être tout autrement pour que ces industriels soient alors intéressés par la cible grâce aux nouvelles conditions du marché et/ou au nouveau profil de la cible-ci. C’est par exemple le cas de la cession de *Sandro Maje Claudie Pierlot* en 2016 au groupe chinois *Shandong Ruyi* par *KKR*.
  
- L’introduction en bourse, ce qui oblige alors de franchir plusieurs étapes (notamment au niveau réglementaire), d’autant plus que cette option de sortie « *ne permet pas d’obtenir une prime de contrôle [puisque] au contraire, elle pâtit de décotes, d’abord d’introduction en Bourse puis de placement* » (Quiry & Le Fur, 2016, p. 1019). Cela réduit donc la motivation pour cette option (*cf.* Figure 2 – Sortie des LBO britanniques depuis 1995). En revanche, l’équipe dirigeante de la société cible pourrait pencher davantage pour une introduction en bourse plutôt que de procéder à une cession à un industriel concurrent. Un exemple pouvant être cité est l’introduction en Bourse de *Maisons du Monde* en 2016 par *Bain Capital*.
  
- La cession de la cible à un autre fonds de LBO qui met donc en œuvre un nouveau montage de LBO. Il s’agit alors d’un LBO dit « secondaire » (puis, éventuellement pour d’autres séries de LBO « tertiaire », « quaternaire », etc.). C’est le cas de l’exemple de *B&B* de l’exemple de la Figure 1 (Exemple illustratif de la comptabilisation d’un LBO).
  
- Le *leverage recap* qui consiste à un « ré-endettement » après quelques années de détention de l’actif cible, ce qui ne représente qu’une sortie « partielle » des capitaux propres investis initialement (le fonds restant actionnaire de la cible), contribuant ainsi à l’accroissement de la performance de l’entreprise via une amélioration de sa productivité. La fermeture du marché de la dette de LBO en 2008 a fait disparaître temporairement ce type de sortie, et il a fallu attendre

l'année 2013 pour le voir réapparaître (en citant l'exemple de *Verallia* en juin 2016).

- La prise de contrôle par les créanciers de l'entreprise cible lorsqu'ils considèrent que les dettes du LBO sont trop élevées malgré que cette société leur apparaisse opérationnellement viable. Ils décident alors de transformer une partie de leurs créances (envers la société) en capitaux propres en se mettant d'accord avec les actionnaires ne voulant pas rembourser (ces derniers en seront donc dilués par cette occasion) pour éviter la faillite. Parmi les exemples pouvant être évoqués, il est possible de citer les cas de *Frans Bonhomme*, *Terreal*, *Solocal*, etc.
- La faillite quand la cible n'arrive plus à verser des dividendes suffisants à la société holding pour que celle-ci puisse honorer les échéances des dettes contractées, dans le cas où les actionnaires et les créanciers de la société cible ne trouvent pas un compromis à propos d'un plan de recapitalisation ainsi que d'une renégociation des modalités des dettes (en termes de durée, de montant, de taux et de covenants). Un exemple emblématique de cette option de sortie est le cas d'*Energy Future TXU*, un des plus gros de l'histoire du LBO, une société faisant faillite en 2014. Néanmoins, le recours à cette option est relativement rare puisque les créanciers sont généralement motivés à trouver un compromis (abandon ou rééchelonnement des créances), ils ne peuvent pas profiter de garanties sur les actifs de la société cible tant que leurs créances sont toujours portées sur le holding.

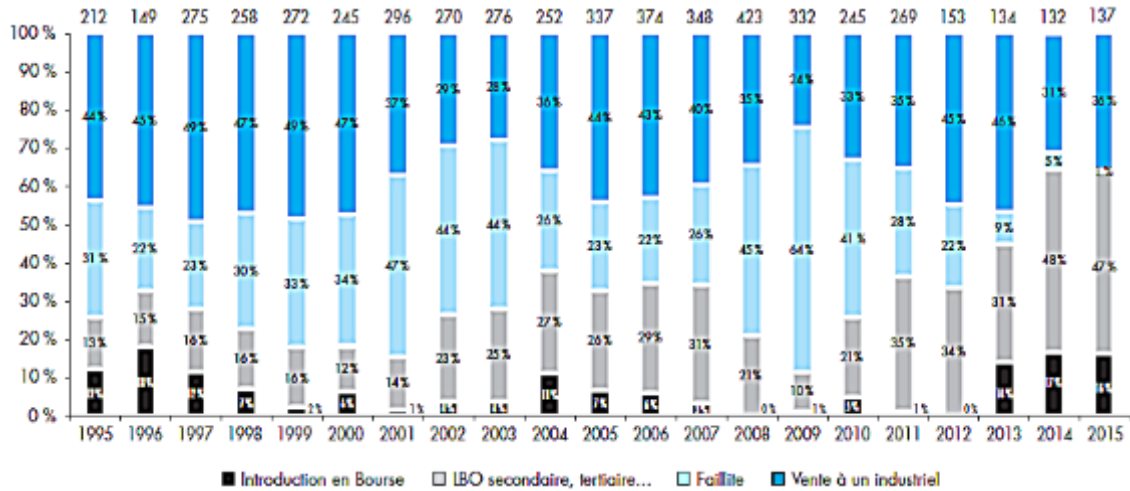


Figure 2 – Sortie des LBO britanniques depuis 1995

Source : Quiry et Le Fur (2016)

Au vu de la finalité de revente dans l'espoir de faire du bénéfice consistant, la durée de remboursement est en fonction de la vitesse à laquelle la performance de la cible est améliorée ainsi que de la capacité du fonds à recéder l'entreprise à d'autres repreneurs. « La plupart du temps, ces emprunts sont remboursés dans les sept ans qui suivent l'acquisition, grâce aux dividendes reversés au holding. Et les titres acquis servent de garants » (Gruselin, 2007, p. 1). En général, le fonds (à travers le holding) espère un retour sur capitaux propres d'environ 20% à 30% annuellement. Tout cela explique la durée de vie limitée du LBO lui-même (Bancel, 2009).

D'autres conséquences tangibles et largement significatives du LBO qui peuvent alors être citées sont :

- D'abord, il y a l'obligation (ou l'auto-obligation) du management à maximiser le plus rapidement possible les profits de l'entreprise cible (maximisation des rentrées et minimisation des coûts). Ainsi, Goutard (2007) raconte l'exemple la première opération de LBO qu'il a réalisée avec *Actaris* (un leader mondial des compteurs de gaz, d'électricité, d'eau, une filiale de *Schlumberger*) qui, auparavant, était assez éloigné du cœur de son business. Cette société, achetée par

*LBO France* pour une valeur de 300 millions d'euros en 2001 (dont les dettes représentaient 200 millions d'euros), a pu rembourser l'ensemble des dettes l'année suivante et a de nouveau été revendue en 2003 pour 370 millions d'euros, soit un gain de 3.7 fois l'investissement (les apports de 100 millions d'euros de *LBO France*).

- « Dès lors, l'investissement est souvent la première victime de ces stratégies » (Gruselin, 2007).
- Sur le plan social, le LBO occasionne nécessairement une rationalisation de l'organisation de la société, ce qui conduit le plus souvent à une réduction des effectifs.

En tout cas, ces conséquences évoquées méritent d'être discutées davantage un peu plus loin (*cf.* 1.3 Les enjeux du LBO). Mais, avant cela, il importe de faire un bref survol des théories financières qui touchent plus ou moins directement le LBO.

## **1.2. LBO dans les théories financières**

Ce qui pourrait être un sujet de préoccupation en étudiant le LBO, c'est le comportement apparemment atypique des investisseurs financiers qui sont prêts à payer nettement plus cher une société cible par rapport à ce qu'un industriel pourrait offrir. En effet, ce dernier devrait être en mesure d'offrir encore mieux si l'on considère les synergies commerciales ou industrielles pouvant être mises en place grâce à l'acquisition de cette société. S'il est démontré que la très grande majorité des opérations de LBO réussit, comment cela s'explique-t-il, et sur quel élément s'appuie la création de valeur ? Ce qui revient à s'interroger sur la raison de l'accroissement de la valeur de l'entreprise (entre la période avant et après l'opération de LBO).

Une première réponse légitimement avancée est la création de valeur à travers l'effet de levier permettant une réduction conséquente de l'impôt payé. Mais, cette explication n'est

pas vraiment satisfaisante : « *certes, les marchés financiers ne sont pas toujours parfaits, mais la valeur actuelle de l'économie d'impôt permise par la nouvelle dette est déjà réduite par la valeur actuelle du coût de la faillite [...]* » (Quiry & Le Fur, 2016, p. 1028). (Opler & Titman, 1993)

Une autre raison proposée se réfère à la mise en place d'une équipe dirigeante relativement plus dynamique (que l'équipe d'auparavant), donc responsable des gains de productivité, ce qui justifie le paiement de la prime (par les investisseurs financiers par rapport à ce que pourrait payer les industriels). Cependant, cette thèse se heurte au fait que, dans la majorité des cas, les managers des fonds de LBO privilégient le maintien de l'équipe dirigeante existante au sein de la cible, et celle-ci arrive bien à créer des valeurs autant (voire mieux) que toute autre. En effet, Goutard (2007) insiste que « *un fonds déteste acheter une entreprise dans laquelle il faut changer l'équipe managériale. D'une part, vous travaillez avec les managers pour avoir un business plan crédible ; enfin, vous voulez compter sur des gens qui s'engagent et donc pratiquement, vous ne pouvez travailler qu'avec l'équipe en place* » (p. 20). (Denis & Serrano, 1996)

Quiry et Le Fur (2016) soutiennent l'idée que « *un endettement important permet aux actionnaires d'exercer un contrôle strict sur les dirigeants qui sont poussés à gérer au mieux l'entreprise dont ils deviennent systématiquement actionnaires directement ou potentiellement via des systèmes d'intéressement* » (p. 1028). Cela dit, une conséquence intéressante du LBO c'est qu'il établit un cadre réduisant considérablement les coûts d'agence, ne pouvant alors que motiver la création de valeur. A rappeler que la théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976) est une représentation permettant d'appréhender le conflit entre les intérêts d'un principal (les actionnaires pour le cas de la présente étude) et de l'agent (les managers) dans un contrat où le premier engage le second pour réaliser un ensemble de tâches impliquant une délégation de décision à l'agent : d'une part, le principal (les actionnaires) veut faire rentabiliser au maximum son capital tandis que l'agent veut tirer profit de son action par l'utilisation de la part du capital. Les travaux de Bancel (2009) appuient aussi que « *les fonds [de LBO] réconcilient dirigeants et actionnaires par le recours à une dette élevée et des systèmes d'incitation adaptés* » (p.

255). Cela concorde avec les propos de Jensen (1989) qui stipulent que ces fonds règlent un problème majeur entre ces deux parties en réalignant leurs intérêts respectifs à travers des mécanismes d'incitation et de contrôle qui devraient avoir comme conséquence (attendue) une meilleure performance (au moins sur le plan théorique) de l'entreprise cible.

*« Les dirigeants, particulièrement motivés puisqu'ils participent à la plus-value, mis sous tension par ailleurs par un endettement très lourd, vont gérer le plus efficacement possible l'entreprise, améliorer les flux et donc la valeur. C'est le bâton et la carotte ! »* (Quiry & Le Fur, 2016, p. 1028). Autrement dit, les managers devraient être motivés (à atteindre les objectifs en termes de performance plus élevée de la société) par un partage de la plus-value de l'entreprise tout en risquant leur place (s'ils ne veulent pas coopérer pour l'atteinte de ces objectifs).

Ces éléments rentrent dorénavant dans ceux constituant des forts enjeux concernant le LBO, ce qui amène à discuter des conséquences de ce dernier pour les différentes parties engagées.

### **1.3. Les enjeux du LBO**

En discutant des conséquences (directes ou non) du LBO, il est question de parler, d'une part, des avantages du LBO et des motivations des acteurs relatifs à cette technique ainsi que, d'autre part, des limites de son utilisation vis-à-vis des risques qu'il engendre incontestablement.

#### **1.3.1. Les avantages/motivations liés au LBO**

Principalement, les avantages relatifs au LBO ainsi que les motivations des acteurs engagés dans son opérationnalisation peuvent être appréhendés à travers le gain de performance attendue de l'entreprise cible et de rentabilité des fonds, notamment en

faisant une analyse comparative avec d'autres opérations connexes d'acquisition d'entreprise.

Mais, tout d'abord, il convient de noter que l'évaluation de la société cible pour apprécier une éventuelle hausse (potentielle) de performance de celle-ci se fait surtout en utilisant l'EBIT (*Earnings before interest and taxes* – bénéfices avant paiement des intérêts et des impôts), ce qui peut correspondre approximativement au résultat d'exploitation. Cela offre une vue sur la capacité de la cible à générer des bénéfices à partir de ses propres activités. Néanmoins, Lie et Lie (2002) ont montré que le multiple de l'EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization* – considérant en plus le montant des amortissements) apparaît plus pertinent dans la détermination de la valeur de la société cible que le multiple de l'EBIT. Pour le cas des firmes présentant des EBITDA négatifs (comme l'emploi des multiples est exclusivement réservé aux valeurs positives), ou encore dans le cas où il est prévu des compensations/avantages spécifiques pour les managers affectant les dépenses d'exploitation (l'EBITDA étant relativement plus sensible à ces ajustements par rapport au chiffre d'affaires), le multiple du chiffre d'affaires se présente comme indicateur nettement plus intéressant. Par ailleurs, les deux auteurs suggèrent une plus grande fiabilité des multiples se basant sur des indicateurs bilanciers plutôt que ceux sur la rentabilité boursière. Enfin, Lie et Lie (2002) précisent que la précision sur la valeur de la cible est plus importante avec des indicateurs s'appuyant sur des estimations futures que ceux basés sur des éléments historiques. Tout cela renforce l'idée que « *la faisabilité d'un LBO est donc déterminée par sa capacité de remboursement des emprunts d'acquisition, grâce aux cash-flows futurs* » (Gruselin, 2007, p. 1).

Il n'est alors pas étonnant qu'une énorme pression se pose sur le management pour qu'il se concentre sur l'essentiel, jusqu'à se débarrasser de tout accessoire qui pourrait ralentir la marche vers plus de productivité. L'exemple du LBO réalisé par LBO France sur *Actaris* est parlant à ce sujet qui, bien qu'ayant déjà enregistré des résultats antérieurement excellents (11%), la focalisation sur le *core business* de la société a permis à cette dernière de réaliser un cash-flow (avec un résultat de 13%) encore plus élevé



« avec moins d'actifs immobilisés, et donc un meilleur rendement » (Goutard, 2007, p. 16).

Aussi, comme expliqué dans la section précédente, le LBO est proposé comme solution pour le problème d'agence entre actionnaires (principal) et management (agent). En effet, la motivation des dirigeants ne se réduit plus à la création de valeur actionnaire à laquelle ils ne participent pas, un objectif auquel ils risquent d'être peu regardants afin de réduire au minimum la contrainte financière en limitant tout recours à l'endettement et tout versement de dividende. Ce comportement des dirigeants s'accompagne généralement d'une tentative d'enracinement à travers un lissage des résultats et/ou une complexification de la gestion de manière à rendre difficile leur remplacement par d'autres. En fait, Jensen et Meckling (1976) ont montré que la création de valeur actionnariale faite par les managers dépend de la part qu'il détient dans le capital de l'entreprise, et le réaligement de leurs intérêts avec ceux des actionnaires (à travers le LBO) résout une bonne part de l'équation. De plus, Bancel (2009) remarque que, de manière générale, les fonds de LBO se portent actionnaires à 100% de la société cible et investissent dans celle-ci un montant substantiel de fonds propres afin de pouvoir mettre en place un système de contrôle et de surveillance efficace. De ce fait, le problème d'asymétrie d'information (au bénéfice des managers) évoqué dans la relation d'agence est sensiblement nuancé par une remontée d'information rapide vers les actionnaires de la cible.

Parmi les études réalisées démontrant une performance meilleure des entreprises sous LBO, la première en date est celle de Kaplan (1989) qui observe une amélioration substantielle du taux de résultat net par rapport au chiffre d'affaires (de 10% à 20%) ainsi qu'une hausse du taux de cash-flow libre par rapport au chiffre d'affaires (40%) sur une 72 LBO réalisés aux Etats-Unis de 1980 à 1986. S'ensuivent ensuite de nombreux autres travaux qui ont quelque peu confirmé l'existence de cette hausse de performance en général (cf. Tableau 1 – Récapitulatif de la revue de la littérature sur les impacts des LBO sur la cible en termes de performance).

Tableau 1 – Récapitulatif de la revue de la littérature sur les impacts des LBO sur la cible en termes de performance

<b>Auteur, année de l'étude</b>	<b>Pays, nature de la transaction</b>	<b>Résultats post-transaction</b>
Kaplan, 1989	Etats-Unis, Publique-privée	Hausse de la marge opérationnelle de 10% à 20%, de la marge de trésorerie d'environ 40%. Baisse du ratio des dépenses d'investissement et des ventes. Fortes hausses des valeurs de l'entreprise.
Boucly <i>et al.</i> , 2008	France, LBO	Hausse de la rentabilité opérationnelle d'environ 6%. Très forte croissance des ventes, des actifs et de l'emploi.
Smith, 1990	Etats-Unis, MBO	Augmentation soutenue et significative des flux de trésorerie d'exploitation par employé et par dollar d'actifs d'exploitation.
Lichtenberger et Siegel, 1990	Etats-Unis, LBO	Fort effet positif sur la productivité totale des facteurs
Davis <i>et al.</i> , 2009	Etats-Unis, LBO	Croissance de la productivité de 2% (après 2 ans) par rapport à d'autres sociétés comparables.
Harris <i>et al.</i> , 2005	Royaume-Uni, MBO	Productivité moindre par rapport à des sociétés comparables avant le rachat, mais augmentation substantielle de la productivité totale des facteurs après le rachat
Bergstrom, 2007	Suède, LBO	Amélioration de la performance opérationnelle en termes de marge d'EBITDA et de croissance des ventes
Cressy, Munari, Malipiero, 2007	Royaume-Uni, LBO	Hausse de la rentabilité opérationnelle des rachats par des fonds privés de 4,5% par rapport à celle des sociétés sans rachat (trois premières années)

Acharya et Kehoe, 2008	Royaume-Uni, Publique-privée	Plus forte rentabilité par salarié (11,6%) que les concurrents cotés (5,9%) en termes de croissance annuelle moyenne. Dans les industries en déclin, les entreprises soutenues par des fonds privés ont obtenu de meilleurs résultats que leurs équivalents publics
Gottschalg, 2007	Europe, LBO	Surperformance comparée à des sociétés cotées comparables en termes de chiffre d'affaires, d'EBITDA et de croissance de la rentabilité (EBITDA / actifs)
Goossens, Manigart, et Meuleman, 2008	Belgique, Buyouts	Croissance et efficacité similaires entre rachats non soutenus par des fonds privés et rachats par des fonds propres privés.
Guo <i>et al</i> , 2008	Etats-Unis, LBO	Gains de performance d'exploitation comparables ou légèrement supérieurs à ceux observés pour des sociétés comparables non liées au rachat
Weir <i>et al</i> , 2007	Royaume-Uni, Publique-privée	Modeste amélioration des marges d'exploitation
<i>Chevalier, 1995</i>	Etats-Unis, LBO	Augmentation des prix de ventes dans les supermarchés
<i>Chevalier, 1995</i>	Etats-Unis, LBO	L'annonce d'un LBO augmente la valeur de marché de ses concurrents locaux Les chaînes de supermarché ont plus tendance à se développer dans un marché local si une grande partie des concurrents locaux sont sous LBO

Source : Strömberg (2009)

Par ailleurs, il faut aussi noter certains impacts du LBO :

- En termes de rentabilité « anormalement négative » du côté des fournisseurs des entreprises sous LBO, surtout pour les fournisseurs clés réalisant des investissements spécifiques (Brown, Fee, & Thomas, 2009). « *Ceci validerait la thèse selon laquelle les entreprises sous LBO accroissent la pression sur les fournisseurs pour obtenir des concessions en matière de prix et ce faisant sont en capacité, au moins sur le court terme, de capter une part plus grande de la valeur* » (Bancel, 2009, p. 247).
  
- Au niveau de la politique de ressources humaines dans le sens où les entreprises sous LBO formeraient davantage leurs employés, ce qui influencerait à la hausse l'effectif et le niveau de salaire (Bancel, 2009). Kaplan et Stromberg (2009) affirment que les firmes sous LBO réaliseraient une gestion relativement plus efficace en matière de ressources humaines.
  
- En matière d'innovation, bien que les entreprises cibles gardent un niveau de dépenses constant à propos des R&D, ces entreprises intensifient leurs efforts dans ce domaine (innovation) et développent davantage des produits nouveaux (Zahra, 1995).

D'ailleurs, en faisant une comparaison avec les opérations de fusions et acquisitions d'entreprises, Mnejja *et al.* (2012) confirme l'idée que « *les acquéreurs financiers payent leurs acquisitions moins chères que les acquéreurs stratégiques* » (p. 94). Ce paiement de prime (d'environ 17%, sur la base du multiple d'EBITDA) serait dû essentiellement au choix relativement plus large que disposent les fonds qui traitent de plus nombreux dossiers que les acquéreurs stratégiques. De plus, une entreprise cible fait souvent face à une enchère qui oppose plusieurs acquéreurs (notamment financiers) faisant alors grimper le prix d'acquisition. Aussi, les fonds de LBO sont surtout motivés par une perspective de revente à un prix plus élevé, ce qui les conduit à opter pour une stratégie de « Buy low, sell high » tandis que les acquéreurs stratégiques adoptent plutôt une position de « Buy and hold ». Autrement dit, si ces derniers veulent absolument réduire

au minimum le prix d'acquisition, les acquéreurs financiers se focalisent sur les bénéfices potentiels du LBO.

En outre, le LBO pourrait apparaître également plus attrayant que les stock-options sur certains points. En fait, l'évolution de ces dernières est relative au comportement très aléatoire du marché boursier, ce qui déconnecte (en quelque sorte) les résultats des opérations aux efforts entrepris en termes de management. De son côté, le LBO est extérieur à la bourse (en tant que *private equity*) : « *il y a alors un lien direct entre la valeur de votre gestion, le résultat et l'incitation que vous retirez de ce résultat* » (Goutard, 2007, p. 19). Enfin, le LBO a un horizon de sortie relativement court avec des conditions aléatoires nettement moins prononcées, les règles du jeu en sont connues d'avance et plus claires.

Tout de même, en tant que technique se basant sur l'effet de levier, le LBO est aussi confronté à un niveau de risque proportionnel notamment au niveau de la dette.

### **1.3.2. Les risques liés au LBO**

La sous-capitalisation structurelle des entreprises en LBO, du fait de substitution des capitaux propres par la dette « *les rend particulièrement sensibles aux retournements de conjoncture ainsi qu'à la hausse des taux d'intérêt* » (Gruselin, 2007, p. 2). Sur ce plan, Goutard (2007) souligne que la récession constitue le premier risque qu'encourt le LBO, ce dernier met en jeu des multiples de dix fois le cash-flow libre, et les intérêts des dettes pourraient donc ne plus être servis. Le risque d'échecs se situerait entre 4% et 5% pour ce genre d'opération. Pour un LBO, ce risque est également proportionnel au prix des offres émanant des acquéreurs potentiels.

Il faut également comprendre que l'industrie des fonds de LBO est cyclique, ayant connu depuis trois décennies jusqu'en 2008-2009 plusieurs grandes crises (fin des années 1980, début des années 90). Le cycle débute par une phase de forte expansion, permettant de vendre à prix élevés les entreprises cibles (en considération des multiples d'EBITDA ou

des résultats d'exploitation élevés). Durant cette période faste, « *les bons et les mauvais projets sont financés du fait du manque de discernement des investisseurs qui ne mettent pas en place des systèmes d'évaluation des risques efficaces* » (Bancel, 2009, p. 249). Cette phase est ensuite suivie d'un retournement de la conjoncture affaiblissant ces entreprises, et réduisant alors leur performance qui n'est plus à la hauteur du remboursement de la dette. Au cours de cette période de récession, l'accès même au financement devient difficile à cause de l'aversion au risque des investisseurs. « *Ce serait ainsi dans les périodes de récession que les fonds seraient en mesure de réaliser les opérations les plus rentables [...], c'est-à-dire dans des périodes où seuls les très bons projets sont finançables et où les fonds ne sélectionnent que les "bons" projets* » (Ibid.).

Pour ce qui concerne plus particulièrement la crise des LBO aux Etats-Unis à la fin des années 1980, Kaplan et Stein (1993) en identifient quelques causes majeures, à savoir : une surévaluation des sociétés cibles, un excessif levier financier relativement à la performance de la cible à générer du cash-flow, des opérations dans des secteurs assez risqués, une aisance dans l'accès au financement (surtout via « junk bonds »), une forte captation des rentes en amont du processus du LBO par les managers des fonds et les conseils.

Il faut aussi parler du risque de constitution d'une bulle sur le marché financier : « *Les sociétés de gestion prennent de plus en plus de risques, on paye de plus en plus cher et cela peut être un facteur de bulle* » (Goutard, 2007, p. 19). De 2005 à 2007, une période pouvant être qualifiée d'expansion, une bulle spéculative s'est formée sur le marché des fusions et acquisitions. Les transactions ont alors été réalisées à des prix extrêmement élevés du fait d'une concurrence intense entre les différents fonds en présence et avec les industriels. Il en résulte alors l'augmentation « mécanique » de la rentabilité attribuée aux projets de LBO, mais également une hausse proportionnelle des risques en contrepartie. Il y a aussi un risque plus grave qui en découle dès lors que la cession de la cible ne suffit plus à satisfaire les créanciers de la dette LBO, ce qui occasionne inévitablement des restructurations (Bancel, 2009).

Une grande partie des responsabilités de cette crise est, d'ailleurs, imputable aux banques qui n'ont pas été assez vigilantes, ces dernières se sont trop concentrées sur les « grosses » commissions d'arrangement qui coulaient sur le marché secondaire de la dette, sans que ces banques (pressées par une forte concurrence entre elles) ne prennent le temps de mettre cette dette dans leurs bilans. « *Fonds et banques ont oublié que le LBO est un outil qui certes peut s'avérer utile pour dynamiser une entreprise mais qui n'a pas vocation à concerner toutes les firmes, à tous les stades de leur développement* » (Bancel, 2009, p. 250).

Avant de conclure, il ne faut pas oublier les critiques à propos du LBO qui est pointé du doigt comme un outil de « financiarisation » des sociétés. Le niveau d'endettement de ces entreprises cibles ne cesse de croître au fil des séries d'opérations de LBO tandis que les taux d'apports en capitaux propres sont en réduction (Goutard, 2007). Certaines craintes ont été émises, d'une part concernant ce que les syndicats désignent comme « court-termisme » des fonds et, d'autre part, ce que les patrons qualifient « d'opérations insensées » (Gruselin, 2007). Par ailleurs, il est fait mention d'un enrichissement colossal des dirigeants et, parallèlement, des opérations de restructurations et de licenciements étouffent le personnel et le syndicat. Cependant, la perspective de revente de la cible post-LBO nuance l'accusation selon laquelle le LBO néglige les investissements, le long terme et la recherche et innovation. En effet, à la sortie du LBO, le fonds a intérêt à mettre sur le marché un produit (l'entreprise cible) attrayant pour les investisseurs, présentant les atouts recherchés par ceux-ci. Goutard (2007) affirme même que, même après une série de rachats, « *les sociétés de LBO sont donc capables de virages stratégiques et peuvent être de réels vecteurs de croissance et d'accompagnement du management* » (p. 17). Pour les syndicats et les salariés, ceux-ci retrouvent vite une toute autre représentation (positivée) du LBO lorsque celui-ci s'accompagne de mesures visant « *une amélioration des salaires et des primes d'encadrement comme de l'ensemble du personnel, résultant d'une meilleure gestion* » (*Ibid.*, p. 18).

En somme, le LBO est un moyen permettant aux investisseurs financiers de mettre la main sur une entreprise en bouleversant tous les éléments de cette dernière afin de hausser sa performance, de sorte à pouvoir, d'une part, rembourser dans le moyen terme la dette d'acquisition et, d'autre part, générer une plus-value significative lors de la revente de la cible. Cela revient à dire que, dans le cadre d'un LBO, c'est la société cible elle-même qui finance sa propre acquisition. Parmi les éléments de réponse des grands acteurs du monde LBO face aux critiques émises à leur encontre figurent la large amélioration de la gestion de l'entreprise cible, la créativité et l'innovation renforcée au sein de cette entreprise, la possibilité pour les dirigeants de devenir propriétaire de la société, la valorisation des actifs qui sont mal exploités auparavant, la résolution des problèmes de transmission des entreprises familiales, etc. *In fine*, le LBO, malgré les risques proportionnellement encourus, offre une opportunité considérable à l'amélioration de la performance de l'entreprise cible. Par ailleurs, une particularité du LBO réside dans sa qualité de private equity, c'est-à-dire que, « *par définition, vous ne pouvez pas avoir d'intervention des gouvernements* » (Goutard, 2007, p. 21). Toutes les opérations reposent essentiellement sur les comportements des divers acteurs (privés) et des structures des dettes composant le financement de ces opérations (ce qui est l'objet du prochain chapitre de cette étude).



## Chapitre 2. Les principaux acteurs et les dettes du LBO

Ce deuxième chapitre s'intéresse essentiellement aux implications des dettes intervenant dans le financement des opérations de LBO. Il s'agit alors d'analyser les effets (directs ou non) de ces dettes sur les opérations, les entreprises cibles, les principaux acteurs du monde LBO, et sur le marché (le prix, la régulation du marché, etc.) du LBO.

### 2.1. Les principaux acteurs

Dans cette section, il convient de distinguer dans un premier temps les acteurs majeurs de la scène LBO, avant de se pencher, par la suite sur les comportements et psychologie de ces acteurs et (les impacts de ces comportements et psychologie) sur les opérations réalisées et plus particulièrement sur la société cible.

#### 2.1.1. Les acteurs

Quiry et Le Fur (2016) distinguent quelques acteurs de taille dans une opération de LBO :

- Les cibles potentielles

Comme exposé dans le chapitre précédent, celles-ci doivent revêtir certaines caractéristiques pour être éligibles en tant que telles. Ainsi, sur le plan théorique, une société cible se doit de dégager des flux de trésorerie stables et suffisants, au moins pour le moyen terme, au moins pour honorer dans de bonnes conditions la dette contractée par le holding. Du coup, l'entreprise cible ne doit pas nécessiter un besoin d'investissement trop élevé, susceptible d'absorber les capitaux propres et les cash-flows de celle-ci.

Dans ce sens, une société cible est imaginée comme déjà atteignant son stade de maturité (bien que les *start-up* trouvent aussi leur place sur le marché des LBO) et évoluant préférentiellement dans un secteur d'activité stable, sans trop de variation au niveau de la conjoncture. Il est important aussi de limiter autant que possible le risque industriel, cela

est nécessaire du fait d'un risque financier important qui pèse déjà sur l'entreprise cible à travers l'effet de levier.

*« Les cibles retenues évoluent donc dans des secteurs où les barrières à l'entrée sont importantes et où les risques de substitution sont faibles. Il s'agit souvent de secteurs de niche dans lesquels la cible dispose d'une part de marché confortable ou de plus grosses entreprises bénéficiant de positions de marché confortables (comme TDF ou Siaci) »* (Quiry & Le Fur, 2016, p. 1020).

Idéalement, ont été prises « traditionnellement » pour cibles les sociétés « vaches à lait ». Mais, progressivement, l'attention des investisseurs financiers se concentre sur des sociétés à forte croissance ainsi que pour les entreprises dont des opportunités de concentration de secteur sont en perspective. Au fil du temps, au même rythme du relâchement de l'aversion au risque de ces investisseurs, des fonds se sont intéressés à des secteurs beaucoup plus risqués dont les entreprises ont des revenus assez volatils ou cycliques, réalisant généralement des investissements très importants dans un marché en mutation très rapide, tels que le secteur de la technologie, les équipementiers automobiles, etc. Néanmoins, la crise des subprimes (et par l'occasion, la disparition momentanée du marché des LBO, jusqu'en 2013) a ramené l'objet d'attention vers des cibles nettement plus rassurantes : des sociétés de taille relativement modeste (généralement en dessous de 3 milliards d'euros) qui génèrent suffisamment de cash-flow et disposant d'une bonne visibilité (Quiry & Le Fur, 2016).

Il faut également parler de grandes entreprises (du fait notamment de la concentration de certains secteurs) pour lesquelles les investisseurs financiers sont les mieux positionnés et ont la capacité pour les acquérir dans leur ensemble. Il y a aussi les opérations de *public-to-private* qui ont pour cible des sociétés cotées, avec une perspective de sortie de la Bourse, et cela concerne surtout des PME (de cours peu liquide et sous-évalués sur le marché) délaissées par les investisseurs.

– Les vendeurs/cédants

D’abord, surtout avant la crise de 2007-2008, la plupart des opérations de LBO débouchent sur d’autres opérations du même type (secondaires, tertiaires, etc.). Aussi, il faut considérer le cas de nombreux PME européennes qui se sont développées fortement depuis les années 1960-1970, sous la pression de leurs actionnaires majoritairement issus de leurs directions. Lorsqu’atteignant l’âge de la retraite, ces dirigeants cherchent des moyens pour céder leurs entreprises, autres que la cession au concurrent direct, l’introduction en Bourse étant également démotivante vue la difficile et lourde procédure à suivre pour cette option (les dirigeants des entreprises familiales sont quelque peu sensibles à la possibilité que celles-ci perdent leurs noms à la suite de la cession). Boudet (2008) en donne quelques informations chiffrées :

« *Les cédants (observation tirée des 650 annonces de vente de la Bourse d’opportunités CRA) invoquent le départ à la retraite comme motif principal de cession (à 70 %), un désir de réorientation professionnelle (à 20 %) » (p. 24). Il faut alors reconnaître que, en tant qu’outil de capital transmission potentielle pour les dirigeants et propriétaires qui décident de « partir », cette technique de LBO permet à un grand nombre de firmes d’être « reprises par une nouvelle équipe et continuer à se développer alors que sans le LBO, cela n’aurait pas été possible du fait de l’absence de repreneurs déclarés ou crédibles » (Bancel, 2009, p. 245).*

– Les fonds de LBO, en tant qu’investisseurs en capitaux propres

Le montage d’un LBO demande un savoir-faire spécifique de la part des investisseurs financiers, ce qui conduit des fonds d’investissements à se spécialiser pour ce genre d’opérations. En fait, ces investisseurs sont des *private equity sponsors*, investissant des capitaux propres dans des sociétés non cotées ou en passe de l’être. Ces fonds d’investissement exigent une rentabilité élevée (en général, de 15% à 20%) du fait du risque important associé à l’effet de levier. D’ailleurs, « *afin de se défaire d’une partie du*

*risque diversifiable, ces investisseurs spécialisés réalisent plusieurs investissements au sein d'un même fonds » (Quiry & Le Fur, 2016, p. 1022).*

A la fin des années 2000, il existerait une centaine de fonds d'investissement opérant activement dans les LBO. Certains d'entre eux sont vraiment des fonds européens (à l'instar d'Ardian BC Partners, Cinven, PAI, Bridgepoint, Eurazéo, Wendel, etc. tandis que d'autres viennent d'Outre-Atlantique tels que Blackstone, Apollo, KKR, Carlyle, TPG, etc. En général, ces fonds se spécialisent géographiquement et ont des caractéristiques spécifiques en termes d'investissement (taille minimum, fonctionnement en consortium ou tout seul, etc.). En fait, il arrive que deux ou plusieurs fonds LBO investissent conjointement (en consortium) de manière à mieux répartir les risques inhérents à leurs activités, à acquérir la capacité pour des plus grosses cibles. Il y a des cas aussi où un fonds s'associe à un industriel qui ne détient qu'une participation minoritaire au sein d'une importante cible, ce qui permet une complémentarité entre les apports en connaissance du secteur par l'industriel et les apports en savoir-faire en ingénierie financière, fiscale et juridique par le fonds.

D'habitude, les fonds LBO apportent entre 30% et 50% de capitaux propres dans le financement des opérations (le reste étant composé de dette). En effet, les apports « trop » minoritaires (en capitaux propres) sont moins fréquents ; il est d'usage de faire en sorte qu'une partie de ces apports prenne la forme d'obligations convertibles subordonnées (dont les intérêts sont fiscalement déductibles), offrant la possibilité d'une conversion effective si jamais la société cible éprouve une difficulté financière.

En pratique, les fonds de LBO prennent la forme de société de gestion (*general partner*), une propriété d'associés décidant des lignes d'investissement à partir de liquidités accordées par des investisseurs institutionnels ou bien de particuliers (*limited partners*) (Bancel, 2009). « *Matériellement, les fonds de LBO appellent auprès des limited partners les fonds que ces derniers se sont engagés à apporter au fur et à mesure de la réalisation des investissements. Lorsqu'un fonds a investi plus de 75% des capitaux propres qui lui ont été confiés, un autre fonds est en général lancé. Chaque fonds est tenu de rendre à*

*ses investisseurs tout le produit des désinvestissements au fur et à mesure qu'ils se produisent, si bien qu'il a vocation à être liquidé au bout d'une dizaine d'années le plus souvent* » (Quiry & Le Fur, 2016, p. 1022). La rémunération de la société de gestion (et des associés du fonds LBO) se fait suivant un pourcentage annuel des fonds ayant été investis (autour de 2%) ainsi qu'un pourcentage sur la plus-value réalisée (*carried interest*, d'environ 20%). Certains des fonds sont des sociétés cotées, à l'exemple de Wendel, 3i, Eurazéo, etc.

– *Les investisseurs en dette*

Si une seule banque suffit pour financer des petites opérations de LBO (inférieures à 10 000 euros, par exemple), il en est tout autrement pour des opérations plus importantes, faisant intervenir des démarches plus complexes et nécessitant la négociation de la dette auprès d'un pool d'institutions financières. En fait, pour ce cas de levier financier important, il est nécessaire de recourir à différents niveaux de financement correspondant à des niveaux croissants de risque (*cf. infra* – 2.2 Sources de financement des LBO).

– *Les managers de la cible*

S'il y a des cas où les fonds mettent en place une nouvelle direction à l'occasion d'une opération de LBO, la plupart du temps, ils optent plutôt pour le *statu quo*, c'est-à-dire les dirigeants historiques des cibles. En tout cas, ces derniers sont tenus d'élaborer un plan d'affaires (*business plan*) rigoureux et en détail en coordination avec le fonds de LBO lors de la prise en main de la cible concernée. Dans ce plan sont alors prévu des améliorations sur le plan opérationnel, les perspectives d'investissements et/ou les plans de cessions en insistant sur la génération de flux de trésorerie positive car c'est surtout sur le cash-flow que sont rivés les yeux des nouveaux propriétaires de l'entreprise cible.

*« Les fonds ont pour habitude de demander aux dirigeants d'investir une partie importante de leur épargne liquide à leurs côtés, voire de s'endetter pour cela, afin d'avoir un alignement strict des intérêts des uns et des autres. Les supports*

*d'investissement peuvent prendre la forme de BSA, d'obligations convertibles, d'actions, afin d'offrir aux dirigeants un second effet de levier qui peut leur permettre, en cas de réussite du plan d'affaires, de multiplier leur investissement par 5, 10, voire plus ; ou de tout perdre dans le cas inverse »* (Quiry & Le Fur, 2016, p. 1027). De ce fait, la plus-value est partagée entre les managers du fonds et ceux de la société cible, les premiers acceptent même de recevoir un rendement plus faible au profit des seconds afin de nourrir la motivation de ces derniers. Dans beaucoup de cas, après une suite de plusieurs LBO réalisée sur une entreprise, les dirigeants de celle-ci en deviennent les actionnaires majoritaires.

En fait, il faut dire que les managers des fonds n'ont pas les compétences (notamment techniques) suffisantes pour gérer les entreprises cibles. Ceux-ci sont juste des financiers qui sont payés, d'une part, par des frais de gestion généralement en fonction de la taille du fonds et, d'autre part, par les *carried interests* (plus-values de cession). Ces actionnaires professionnels ont de lourdes expériences dans des domaines spécifiques, dont de la finance, et ils apportent seulement des conseils aux managers des entreprises cibles (sans mettre la main dans la gestion quotidienne de ces dernières) en les incitant à s'intéresser sur l'essentiel et à prendre les meilleures décisions.

En principe, tout l'effort managérial pour hausser la performance de la cible repose entre les mains de l'équipe de direction de cette entreprise. La plupart des fonds d'investissement prennent la peine d'obtenir l'accord de la direction de l'entreprise cible dans une opération de LBO, de manière à partir sur une base commune dans le projet de rachat. Cela incorpore, en tant que composante essentielle, dans le LBO la relation de confiance entre les deux managements (Bonnet, 2005).

En somme, ces différents acteurs doivent se mettre d'accord sur le marché du LBO pour créer les conditions de réussite des opérations. Ainsi, l'existence d'une parfaite conjonction entre management et actionnaires de la cible conditionne la viabilité du plan d'affaires (même si les managers du fonds font généralement appel à des acteurs externes pour la réalisation d'audit approfondi afin de juger de la situation de la cible ainsi que

pour la réalisation d'études de marché afin d'asseoir la stratégie, de détecter les risques et identifier les opportunités d'un plan d'amélioration de la performance). Les institutions financières s'intéressent aussi à la qualité de cette conjonction. Par ailleurs, il est intéressant d'apprécier les conséquences du LBO sur les comportements et la psychologie de ces différents acteurs.

### **2.1.2. Comportements et psychologie des acteurs dans les étapes de la transmission**

Il faut dire que l'abondance des dettes dans le financement des opérations de LBO n'est pas sans conséquence sur les comportements et psychologie des acteurs sur ce domaine, notamment concernant les managers (du côté de la demande) et des investisseurs (du côté de l'offre).

#### **2.1.2.1. Changement de mentalité des managers de l'entreprise cible : effet-dette**

Il faut admettre que l'essentiel des conséquences du LBO sur la société cible concerne les managers de celle-ci, ce qui fait qu'ils jouent un rôle central dans les opérations de LBO. Il faut alors dire que le LBO change considérablement la mentalité de ces dirigeants de la cible. En effet, autrement (sans le LBO), ils chercheraient prioritairement à augmenter les avantages dans l'exercice de leur fonction, et cela sans vraiment se soucier de créer de la valeur actionnaire à laquelle ils ne participent pas (il n'est pas du tout évident pour les managers d'une société cotée en Bourse d'opérer avec de moins en moins de fonds de roulement et d'actifs immobilisés, alors que c'est effectivement ce qu'opèrent les managers des sociétés sous LBO).

Ce qui préoccuperait ces managers (sans LBO) sont, entre autres, l'extension du champ d'action et/ou d'influence de l'entreprise même si cela exige de grands investissements en défaveur des actionnaires. Les dirigeants tenteraient aussi de s'enraciner dans l'entreprise et se rapprocheraient alors des comportements de tout autre salarié de celle-ci. En d'autres mots, les managers adoptent tout au plus des comportements « réactifs »

(par opposition à « proactifs »), c'est-à-dire répondant seulement aux obligations auxquelles ils sont tenus (Bancel, 2009). Une question se pose alors sur la raison de ce changement de mentalité : en quoi le LBO agirait dans ce sens ? Pourquoi les dirigeants d'une cible ayant déjà réalisé (auparavant) des résultats excellents trouveraient-ils toujours la « force » d'améliorer ces derniers ?

Néanmoins, il y a lieu aussi de parler du « *hubris* » (un mélange d'orgueil, de fierté et d'estime de soi) des managers vis-à-vis de leur société (Roll, 1986). Il est possible alors de considérer cela comme une des sources de motivation pour ceux-ci pour les opérations de LBO, tant qu'ils pourraient (à travers ces opérations) devenir propriétaires de leur entreprise.

Cependant, cette motivation est discutable lorsqu'il est tenu compte que le principal objectif des LBO pour les investisseurs financiers est la revente de la société cible (d'une manière ou d'une autre), d'autant plus que le LBO priorise le moyen (voire le court) terme (Goutard, 2007). Dans ce cas, la psychologie des managers de la cible ne peut se baser que sur la participation de ceux-ci à la plus-value des opérations de LBO. En effet, sans cette participation (et en se basant sur la seule notion de « *hubris* », évoquée précédemment), ces managers auraient plutôt misé sur d'autres moyens nécessairement de long terme qui sont susceptibles de ne pas mettre la pression sur leur personne (les stock-options, par exemple). Devenant des propriétaires potentiels de l'entreprise cible, les managers ne peuvent être que motivés à servir (autant qu'ils le peuvent) les intérêts des actionnaires.

Il n'est pas étonnant que les managers des fonds cherchent prioritairement à obtenir l'adhésion de l'équipe de la direction de la cible lors de la phase de négociation de l'acquisition même. Par-là, les investisseurs financiers visent l'engagement profond de ces dirigeants de la cible, en parfait accord avec les actionnaires et les banquiers : « *il faut que les managers qui le [le business plan] conduisent le réussissent, non pas à contrecœur, mais parce qu'ils se le sont approprié* » (Goutard, 2007, p. 20).



Goutard (2007) explique aussi que le changement de mentalité des managers de la cible est lié à une toute autre fonction de la dette au niveau de l'entreprise, à l'occasion du LBO. En effet, leurs yeux ne restent plus figés sur le cours de la Bourse (les actionnaires le font naturellement), ce dernier étant fortement influencé par les résultats opérationnels de l'entreprise. Or, en dehors du LBO, ces résultats opérationnels seraient lourdement affectés par les intérêts en cas d'endettement : les dirigeants (dans ce cas) auraient une représentation plutôt négative vis-à-vis de la dette qui risque d'impacter à la baisse le cours de la bourse. Mais, avec le LBO, une toute autre vision anime l'équipe dirigeante (lorsqu'ils, il faut le rappeler, participent substantiellement à la plus-value qui en découlera) : plus élevée est la dette du LBO, moins importants sont les impôts à payer, et la plus-value générée à la sortie des opérations de LBO sera proportionnellement plus élevée.

Néanmoins, la dette du LBO vient jouer un rôle disciplinaire pour tous les managers (et tous les salariés) de l'entreprise cible dans le sens où la présence de cette dette limite considérablement la marge de manœuvre de ces managers. Ils sont (à la fois en tant que dirigeants et actionnaires) confrontés à des choix cruciaux visant toujours l'optimum sur toute opportunité d'investissement, c'est-à-dire s'interroger sur les impacts possibles de ce dernier sur les cash-flows espérés. « *Pour dépasser la contrainte de la dette, les dirigeants doivent mettre en œuvre des projets rentables et optimiser la gestion de l'entreprise pour éliminer les gaspillages* » (Bancel, 2009, p. 246).

La dette fait alors en sorte que les managers de l'entreprise sous LBO deviennent des « entrepreneurs responsables », efficace et plus économe, du moment qu'ils se focalisent directement au retour sur fonds propres. Sans LBO, toute opportunité de nouvel investissement ou d'importante dépense pourrait ne pas faire l'objet d'étude approfondie, sans se poser les bonnes questions, ce qui aurait conduit à une validation mécanique de ces projets (d'investissement ou de dépense).

En somme, le positionnement de ces managers dans leur entreprise suit le « centre de gravité » de leurs intérêts. En pratique, ils adoptent largement plus les comportements

d'actionnaire plutôt que d'un simple manager. Il en résulte alors une priorisation davantage de la création de valeur actionnariale, jusqu'à laisser penser qu'il y a tendance à une financiarisation de l'entreprise (mais, une tendance nuancée par la perspective de revente de la société post-LBO). Tout cela explique (du moins en partie) la forte réduction du conflit entre managers et actionnaires, les premiers rejoignant le camp des seconds.

Néanmoins, Goutard (2007) souligne que, trouver des « bons managers » n'est pas une affaire aisée. Cela insinue donc que ce changement de mentalité des dirigeants de la cible, bien que nécessaire, n'est pas une condition suffisante à la réussite du LBO : le savoir-faire et l'expérience importent largement. *« Si les salaires des dirigeants sont si élevés, c'est que la denrée qu'ils représentent est rare et que les risques encourus sont de plus en plus grands : juridiques, sociaux, politiques, sécuritaires dans certains pays, etc. D'autre part, les enjeux de la gestion d'une société sont devenus si complexes, du fait de la technologie ou de la mondialisation, que les gens qui réussissent dans cette complexité sont rares. Tout ceci est accru dans une société de LBO pour laquelle il s'agit de réussir un sprint et qui doit s'assurer de choisir le meilleur coureur. Il n'y en a qu'un petit nombre avec lesquels on puisse se garantir que leurs performances ne tombent jamais en dessous d'un certain plancher »* (Goutard, 2007, p. 19).

#### 2.1.2.2. Volonté de verser des primes significatives par les investisseurs financiers

Comme mentionné plus haut, les investisseurs (financiers) s'intéressent principalement à la revente de la société cible comme option de sortie post-LBO (en recourant parfois au marché boursier). Pour éviter les éventuels écueils avec les autres actionnaires de cette société, les fonds de LBO visent, autant que possible, l'acquisition de la totalité du capital de la cible, d'autant plus que cela leur permet d'intégrer les résultats fiscalement. Dans ce sens, le fonds de LBO est prêt à verser une prime dans l'acquisition de la cible (dans le sens d'un achat plus onéreux de cette dernière par rapport aux prix d'acquisition que les industriels proposent, des prix qui sont pourtant établis à partir de la juste valeur marchande de la société, en principe). Ce qui importe pour les investisseurs, c'est la plus-

value de la future cession de cette entreprise (le montant de la dette contractée pour financer le projet d'acquisition importe secondairement).

En toute logique, il en résulte une sorte de renchérissement « artificiel » des sociétés sous LBO, avec des valeurs nettement au-dessus de leur valeur marchande. Dès lors, il y a lieu de s'interroger sur l'avenir de ces sociétés qui font l'objet d'une suite de (nombreux) LBO : lorsque la capacité de ces entreprises aura atteint son point de saturation, comment se comportent la valeur marchande de celles-ci ?

Par ailleurs, le fonds verse également une prime aux managers de l'entreprise cible à travers les « management packages ». Il s'agit de systèmes d'incitation destinés à ces managers pour que ces derniers choisissent le fonds plutôt que des acquéreurs stratégiques (industriels) ou d'autres fonds concurrents. Les « management packages » ont aussi pour vocation l'engagement des managers au projet sans que le fonds ait besoin de remplacer l'équipe de direction en place. Mais, cela n'est pas non plus sans conséquences (plutôt négatives) sur la société cible.

En effet, la mise en concurrence (par les managers d'une cible) de plusieurs fonds de LBO à propos des « management packages » conduit nécessairement à une inflation au niveau des systèmes de rémunération de ces managers. Dans ce contexte, « *il n'est pas certain que ces pratiques aient été de nature à créer les conditions d'un management dans la plus grande sérénité* » (Bancel, 2009, p. 252). L'un des problèmes générés par cette inflation des « management packages » concerne le nombre des salariés devant bénéficier de cette prime dans l'entreprise. En fait, les dirigeants de la cible veulent réduire ce nombre à un cercle étroit (entre 2 et 3) de bénéficiaires, donc pour seulement les quelques managers importants. Mais, il ne faut pas négliger les autres acteurs clés dont les décisions vont incontestablement impacter substantiellement la mise en œuvre du plan d'affaires, car, il ne faut se rappeler que la dette a un effet contraignant sur l'ensemble des salariés de l'entreprise. Il arrive même que ce nombre soit considérablement étendu pour des entreprises au sein desquelles les décisions sont très décentralisées. Ainsi, il n'est pas toujours facile de trouver le nombre optimal de bénéficiaires :

- D'un côté, « trop peu nombreux » sont les bénéficiaires, cela risque de générer une tension dans les relations sociales au niveau de l'organisation avec des conséquences potentiellement négatives sur la performance de l'entreprise ;
- D'un autre côté, « trop important » est le nombre de bénéficiaires réparti (trop) les points d'appui du projet obligeant les investisseurs à expliquer, à convaincre et à négocier l'investissement personnel de chaque salarié impliqué à propos du projet qui débouchera sur une revente de la société post-LBO.

Il faut admettre que tout ceci résulte d'une relative abondance de financement (les dettes), faisant en sorte que le montant d'investissement requis pour le LBO soit extrêmement élevé. Autrement dit, l'offre de financement (le montant des dettes disponibles, en quelque sorte) surpasse largement la demande de financement, ce qui accroît considérablement le prix d'acquisition des cibles. La rationalité des investisseurs les conduit ensuite à mettre davantage de pression sur les managers pour obtenir une plus-value proportionnellement significative, ce qui implique une valeur potentiellement élevée de la cible à la sortie.

En outre, il y a lieu également de mentionner que les investisseurs financiers sont, *a priori*, attirés par un « bon placement ». Cela dit, l'attraction du LBO dépend du niveau du taux d'intérêt : ils comparent alors les taux obligataires (d'une maturité de 10 ans, par exemple), du rendement moyen en Bourse, et jugent ensuite de l'opportunité d'un projet LBO. Mais, les investisseurs ne sont pas indifférents aux risques inhérents à leurs instruments de placement : par exemple, les *hedge funds* ont certes des rentabilités supérieures à ceux des LBO, mais la volatilité nettement plus élevée de ces premiers déplacent l'attention des investisseurs vers les seconds.

En conclusion, la dette LBO (dont sa disponibilité, son montant dans une opération de LBO) ont des impacts sensiblement importants sur les comportements des managers des cibles et des investisseurs financiers. Il convient alors de se pencher davantage sur les

réalités et la structuration de cette dette qui est à l'origine de l'essentiel du financement des LBO.

## 2.2. Sources de financement des LBO

Lorsque le LBO implique un levier financier important, celui-ci nécessite de structurer la dette en trois étages. D'abord, il y a une (couche de) dette classique, appelée dette « senior », qui bénéficie des garanties spécifiques et qui sera priorisée dans le remboursement. Vient ensuite une dette subordonnée (dit dette « junior ») prenant la forme d'un financement mezzanine ou bien d'une obligation à haut rendement (*high yield*), le remboursement de ce type de dette intervenant lorsque la dette senior est satisfaite. En dernier lieu viennent les capitaux propres. Il est aussi d'usage de compléter ces financements classiques avec un crédit vendeur ainsi qu'à travers la titrisation de certains actifs de l'entreprise cible (Bancel, 2009).

### 2.2.1. Dette senior

En principe, le montant de la dette senior est d'environ 3 à 5 fois l'excédent brut d'exploitation de la société cible. Cette dette elle-même se décompose en plusieurs tranches, en fonction de leurs niveaux de risque respectivement (Quiry & Le Fur, 2016) :

- Il y a la « tranche A » qui fait l'objet d'un remboursement linéaire durant six/sept ans ;
- Ensuite, il y a les « tranches B et C » de maturité plus longue, dont le remboursement se réalise *in fine*, au bout de 7/8 ans (B) et 8/9 ans (C, cette tranche a néanmoins tendance à disparaître).

Chacune de ces tranches correspond à un taux d'intérêt spécifique en fonction de ses caractéristiques. Mais, généralement, ce taux est élevé, de l'ordre de plusieurs centaines de points de base par rapport à l'Euribor.

Ce type de dette est toujours muni de garanties sur les titres de l'entreprise cible, ainsi que de clauses spécifiques. Pour des montants significatifs, plusieurs banques garantissent la dette senior, en gardant en risque une partie de celle-ci et en syndiquant le solde auprès d'autres établissements bancaires. Ce sont notamment les investissements institutionnels (hedge funds, compagnies d'assurance, fonds de pension, etc.) qui se voient proposer des fonds ayant investi seulement dans la dette LBO. Avant la crise de 2007-2008, la plupart de la dette garantie par les institutions bancaires était confiée à des fonds « *collateralized debt/loan obligation* (CDO/CLO) ainsi qu'auprès des investisseurs institutionnels (dont 60% en Europe). Après la crise, à partir de 2013, des fonds de CLO réapparaissent avec des moyens financiers plus limités (Quiry & Le Fur, 2016).

Pour ce qui concerne les LBO de taille modeste, c'est généralement un (petit) groupe de banques familier de la société cible (*club deals*) qui prend en charge l'apport de dette.

### 2.2.2. Dette junior

Celle-ci prend la forme d'un *high yield*, d'habitude cotée, ou bien de dette mezzanine (dette obligataire à bons de souscription) non cotée.

En effet, il est possible de financer les LBO les plus importants (en termes de valeur monétaire) à partir d'émissions de valeurs obligataires cotées à haut rendement. De telles émissions devraient avoir une taille d'au moins 200 000 euros pour pouvoir générer une liquidité suffisante aux investisseurs. Il faut citer comme avantage important (entre autres) de ce financement la possibilité de ne réaliser le remboursement qu'*in fine*, c'est-à-dire au bout de 7 à 10 ans. Par ailleurs, il faut rappeler que la notion de subordination implique que le remboursement de la dette junior n'est assuré que lorsque l'entièreté de la dette senior a bien été remboursée.

Etant donné le risque (relativement élevé) associé aux obligations *high yield*, le financement de LBO par le biais de ce type de dettes permet aux investisseurs de jouir de

taux assez élevés (allant jusqu'à 800 points de base par rapport au taux obligataire des titres d'Etat). En tout cas, le marché des dettes *high yield* est assez fragile et peuvent fermer à tout moment en cas de crise (Quiry & Le Fur, 2016).

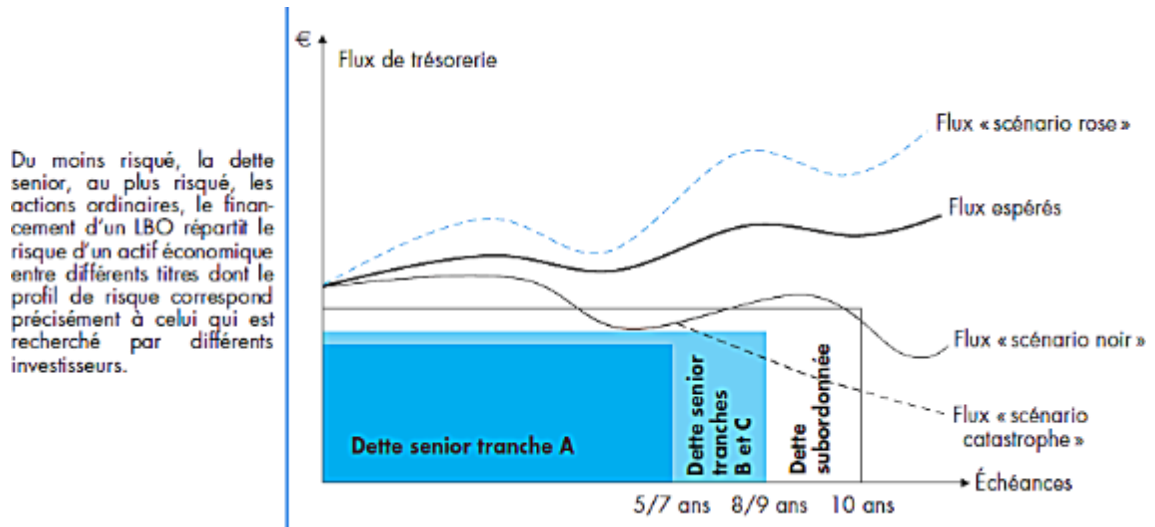


Figure 3 – Scénario de flux de trésorerie avec le financement via une dette subordonnée

Source : Quiry et Le Fur (2016)

Pour sa part, la dette mezzanine, qui est parfois obligataire (non cotée) et souscrite par des fonds spécialisés, fait partie aussi des dettes subordonnées. Certains titres, dont les hybrides (obligations convertibles, bons de souscription d'actions, etc.) peuvent servir de supports pour ce type de financement. Généralement, les investisseurs en dette mezzanine attendent une rentabilité élevée de leurs mises, mais ils exigent également un droit d'informations suffisantes à propos de la gestion de l'entreprise (ils peuvent alors demander à avoir leurs représentants dans le conseil d'administration de celle-ci).

La rentabilité de ce type de dette peut revêtir trois formes, à savoir : un taux d'intérêt plutôt faible payé annuellement en cash (avec près de 5% à 6% de marge), un intérêt capitalisé (de 5% à 8%), et une éventuelle participation à la plus-value. Ainsi, il est possible de dire que le financement mezzanine est en pratique un financement intermédiaire entre celui par capitaux propres et celui par la dette.

En outre, le financement via des dettes subordonnées offre comme avantages (Quiry & Le Fur, 2016) :

- Un effet de levier dépassant les limites de ce que peuvent accepter de prêter les banques ;
- Une durée d'endettement plus longue par rapport aux crédits classiques, avec un taux supérieur dont une composante sous forme de dilution potentielle ;
- Une plus grande souplesse quant à la remontée des cash-flows de l'entreprise cible vers le holding. En fait, le remboursement de ce type de financement (mais éventuellement aussi pour le paiement des intérêts) est déterminé suivant des modalités propres et n'intervenant qu'après le remboursement de la dette senior ;
- La mise en place d'opération qui ne pourrait pas avoir lieu avec uniquement des dettes seniors et des capitaux propres (il est même envisageable de substituer la dette senior avec la dette mezzanine, appelée *unirate*).

### 2.2.3. Titrisation

La titrisation peut aussi être utilisée pour le financement du LBO. A rappeler que la titrisation est une technique qui consiste, pour une entreprise, à céder de créances à une société appelée *Special Purpose Vehicle* (SPV) qui, en contrepartie, émet des titres adossés à ces créances vendues à des investisseurs. Dans le financement du LBO, la titrisation porte sur les créances de la société cible.

En fait, il existe des montages qui s'appuient sur la titrisation classique de créances commerciales, mais cherchant à titriser l'ensemble des flux d'exploitation de l'entreprise cible. Néanmoins, la crise de 2008 a considérablement accru la méfiance des investisseurs vis-à-vis de la titrisation qui est classée parmi les instruments financiers très structurés ayant nourri la bulle à l'origine de cette crise (Quiry & Le Fur, 2016).



#### 2.2.4. Autres financements

Il convient de citer aussi d'autres modes de financement, dont la dette uni-tranche qui peut être montée à la place de la dette senior et la dette subordonnée, plus particulièrement pour les LBO de taille plus modeste. Il s'agit alors d'une dette *in fine*, souscrite par le fonds et dont le coût (de l'ordre de 11% à 13%) se trouve en intermédiaire entre une dette subordonnée et une dette senior. Aussi, de manière générale, les financements de la société holding sont complétés par des financements au sein de la cible tels que : une facilité de crédit *revolving* permettant de satisfaire à d'éventuel besoin en fonds de roulement saisonnier, un prêt bancaire pour les investisseurs ou bien pour les futures acquisitions (Quiry & Le Fur, 2016).

En conclusion, le développement du marché du LBO jusqu'en 2007 a fait considérablement hausser les investissements au niveau des fonds (dont certains ont été évalués à une dizaine de milliards de dollars. Cela a également encouragé la souscription de dettes LBO recédées (directement ou non) à travers des CDO/CLO, ce qui amplifie le rôle de monteur-(re)distributeur des banques de LBO (*cf.* Tableau 2 – Evolution du montage type de LBO).

Tableau 2 – Evolution du montage type de LBO

1995-2005	2005-2008	2010-2015
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capitaux propres : 35%</li> <li>• Dette mezzanine : 10%</li> <li>• Dette senior : 55%                             <ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Tranche A, 5 ans, amortissable</li> <li>▫ Tranche B, 8 ans, in fine</li> </ul> </li> </ul> <p>Auxquels se rajoutait une ligne revolver destinée à financer les besoins courants de l'entreprise</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capitaux propres : 20%</li> <li>• PIK ou dette mezzanine : 5%</li> <li>• Emprunt <i>high yield</i> : 15%</li> <li>• Second lien : 5%</li> <li>• Dette senior : 55%                             <ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Tranche A, 7 ans, amortissable</li> <li>▫ Tranche B, 8 ans, in fine</li> <li>▫ Tranche C, 9 ans, in fine</li> </ul> </li> </ul> <p>Auxquels se rajoutaient une ligne revolver ou une titrisation et une ligne de financement d'investissements</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capitaux propres 40 à 60%</li> <li>• Dette mezzanine 0 à 10%</li> <li>• Dette senior 40 à 50%                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Tranche A, 6/7 ans amortissable</li> <li>Tranche B, 7/8 ans, in fine</li> </ul> </li> </ul> <p>Auxquels se rajoutent une ligne revolver et éventuellement une ligne de financement des investissements</p>

Source : *Quiry et Le Fur (2016)*

## 2.1. Le marché de LBO

L'industrie du LBO serait née de la période après-guerre aux Etats-Unis, mais le concept s'exporte en Europe à compter des années 1980. Au regard de la cyclicité du marché, celui de l'Europe (au sens de l'Union Européenne) a connu trois périodes de hausse majeure, à savoir : les années 1980 dans le tout développement du LBO sur le continent, puis dans les années 1990, et enfin de 2004 à 2007 (à la veille de la crise des subprimes). La première opération de LBO européen d'un montant de plus de 3 milliards d'euros (rachat de *MEPC* par *Leconport*) a été réalisée au début des années 2000, et en 2005, l'Europe a déjà enregistré près de 20 000 opérations (Ménard, 2013).

En se référant aux statistiques de la fin des années 2000, sur le marché européen du LBO se positionne le Royaume-Uni en tant que leader qui détient 19% de part de marché (un

montant estimé à 140 milliards d'euros) (Bancel, 2009). En fait, sur les 738 opérations européennes dans ce domaine en 1996 et les 797 huit ans plus tard, 88% ont été réalisées au Royaume-Uni (de valorisées à, respectivement 12,6 milliards et 30 milliards d'euros). Mais, ces chiffres montrent aussi que la croissance du marché du LBO européen a surtout été propulsée par une explosion des valeurs de ces opérations (plutôt que par la multiplication de leur nombre).

Après la crise des subprimes et un arrêt temporaire, la croissance est de nouveau retrouvée sur le marché du LBO au milieu de la deuxième décennie du XXIème siècle, mais de moindre mesure. Dans le monde, selon un rapport annuel (publié en février 2016) de Bain & Company sur le private equity, « *le volume total des rachats de sociétés avec effet de levier (LBO) a atteint un nouveau pic, à 282 milliards de dollars (256 milliards d'euros), sans renouer toutefois avec les près de 700 milliards de dollars d'avant la crise financière, en 2006 et 2007 [...]. Le total des opérations supérieures à un milliard de dollars atteint également un niveau inégalé depuis 2008. L'année a été marquée par les méga-fusions Heinz-Kraft Foods et Dell-EMC, les stratégies de build-up (croissance externe) ayant représenté la moitié des LBO* » (Laurin, 2016)

En parallèle à la redistribution des composantes du financement du LBO au cours des décennies (cf. section précédente), il a été constaté que le prix d'acquisition des cibles au fil du temps (et donc le montant des dettes composant ce prix) augmente sensiblement en fonction du montant de l'excédent brut d'exploitation (EBE) de celles-ci. Ce qui fait que, par exemple, la société *B&B* a été acquise 11.3 fois de son EBE, la dette représentant 4.6 fois l'EBE. Tout particulièrement, la situation enregistrée en 2015-2016 a retenu l'attention de la Banque centrale européenne (BCE) qui a alors émis des recommandations à l'endroit des banques en ce qui concerne les opérations faisant accroître l'endettement d'un emprunteur à au moins 4 fois l'EBITDA ainsi que les financements d'entreprises entre les mains des fonds LBO. Le BCE veut ainsi que les transactions relatives à un levier au-delà de 6 fois l'EBITDA soient « exceptionnelles » : « *Pour la plupart des industries, un niveau de levier excédant 6 fois l'Ebitda soulève des inquiétudes [...] L'emprunteur doit pouvoir rembourser au moins la moitié de sa dette à*

un horizon de 5 à 7 ans » (Garabedian, 2016). Une même explication est donnée pour cet engouement : l'abondance de l'offre de financement de la part des prêteurs, ainsi que, le faible apport dans les capitaux propres de la part des fonds LBO.

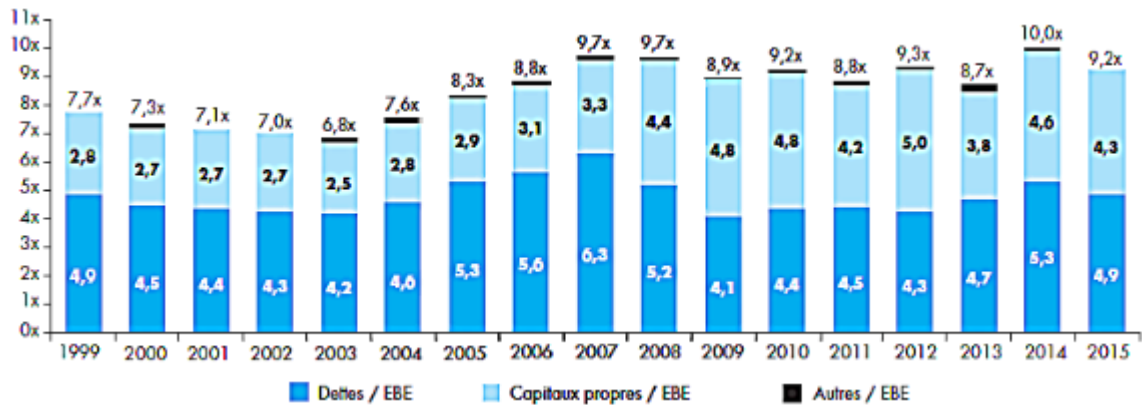


Figure 4 – Prix d'acquisition des LBO et financement par rapport à l'EBE en Europe  
 Source : Standard & Poor's (Quiry & Le Fur, 2016)

L'appétence pour le risque du côté des investisseurs a donc suscité l'inquiétude des régulateurs qui craignent la constitution d'une bulle sur le marché financier en tenant compte des qualités des opérations LBO. En effet, selon la BCE, « La détérioration des standards de souscription est évidente, vu la proportion croissante d'émetteurs très endettés, de ratios de couverture des intérêts sous la moyenne, et du segment covenant-lite [...]. Dans les quatre premiers mois de 2015, près de la moitié des émetteurs européens de leveraged loans avaient un ratio de dette/Ebitda supérieur à 5, contre une moyenne d'un tiers des émetteurs ces 18 dernières années » (Garabedian, 2015). Il faut noter que la régulation récemment faite en Europe est tout simplement un fruit de l'exemple américain réalisé trois ans auparavant.

Pour conclure cette première partie, la prédisposition au financement a largement influencé le marché du LBO ; autrement dit, l'abondance de la dette pouvant financer ce type d'opération a eu des effets multiplicateurs essentiellement sur les prix des cibles (mais aussi sur les systèmes d'incitation des managers de celles-ci). Ainsi, le LBO suppose en quelque sorte une clause d'exclusivité, bien qu'une telle clause n'existe pas

toujours en pratique (en principe, les appels d'offres se réalisent de façon confidentielle, s'agissant d'une enchère). En effet, comme l'explique Gruselin (2007), « *Lorsqu'un fonds plonge sur une société, pas question donc de faire jouer la concurrence pour mieux cerner la valeur de revente : "Plutôt que d'attendre une hypothétique victoire dans un appel d'offres, les fonds tablent désormais sur une nouvelle tactique pour décrocher la timbale : mettre sur la table une offre tellement alléchante que le propriétaire – même non désireux de vendre – ne peut refuser* » (p. 1).

## **Partie 2. Partie empirique**

Cette seconde partie tente de répondre de manière empirique à la problématique de la présente étude. Pour ce faire, il convient, dans un premier temps de définir la méthodologie à suivre, notamment pour formuler les hypothèses de recherche dont la vérification devrait permettre de répondre à cette problématique. Puis, il y a lieu d'analyser les informations recueillies de manière à vérifier ces hypothèses. Enfin, un dernier chapitre est consacré à la synthèse et la discussion des résultats de telle analyse.

### **Chapitre 3. Méthodologie**

Dans ce chapitre méthodologique, il s'agit plus précisément de présenter le cadre dans lequel se déroule l'étude empirique, de sorte à vouloir répondre à la question centrale du présent travail de recherche. Plus exhaustivement alors, il y a lieu de :

- D'une part, présenter le contexte de l'étude empirique en relation avec les éléments conceptuels développés dans la partie théorique, puis de rappeler cette question centrale afin de formuler les hypothèses de recherche associées dont la vérification devrait répondre à cette problématique ;
- D'autre part, décrire le cadre méthodologique pour ce faire, c'est-à-dire de définir les éléments méthodologiques pour recueillir les informations nécessaires, le traitement préalable de ces dernières, et la manière dont celles-ci ont été exploitées, de façon à permettre la vérification des hypothèses ainsi formulées.

#### **3.1. Contexte de l'étude empirique, rappel de la problématique, et hypothèses de recherche**

La présente étude se limite au contexte du marché européen du LBO c'est-à-dire l'ensemble des pays de l'Europe occidentale plus particulièrement, dans lesquels le

volume des transactions sur ce marché est relativement conséquent. Comme tout marché du LBO, comme déjà expliqué dans la partie précédente de cette étude, ce marché européen est également cyclique. Aussi, il s'agit d'un environnement extrêmement sensible aux crises, ce qui a provoqué un arrêt assez brutal des transactions lors de la crise de 2007-2008 jusqu'au redémarrage constaté quelques années après. Il est attendu ainsi que ce redémarrage coïncide au commencement d'un nouveau cycle dans le sens ascendant du marché du LBO européen.

Dans ce contexte particulier d'un nouveau cycle, deux questionnements apparaissent d'actualité :

- Peut-on parler d'une ère nouvelle caractérisée par des comportements spécifiques des acteurs de ce marché (par rapport aux autres cycles précédents) ? Ce questionnement est en effet motivé par l'importance des « leçons » devant être apprises par la survenance d'une crise, non seulement du côté des acteurs de régulation mais aussi (et surtout) des acteurs « privés » qui interviennent directement sur le marché (à considérer, par exemple, les changements substantiels de pratiques sur le secteur bancaire et celui de l'assurance après les crises des subprimes). En parlant de comportements, l'on s'interroge ainsi sur l'appétence (et l'aversion) au risque des investisseurs en matière de prêt/d'emprunt : d'un côté, les investisseurs financiers qui s'endettent pour réaliser le LBO et, de l'autre côté, les différents prêteurs.
- Quels éléments extrinsèques aux investisseurs (en dehors de leur appétence/aversion au risque) influencent les comportements de ces derniers en matière d'endettement pour le LBO européen ?

Ces deux questionnements insistent sur l'importance des différents facteurs qui influeraient sur la structuration des dettes LBO. A rappeler alors l'énoncé de la problématique à traiter dans ce travail de recherche : « Comment se structurent les dettes dans les LBO européens et quelles en sont les principales conséquences ? »

Cette étude empirique cherche alors à construire des modèles devant aider à expliquer ces comportements (des investisseurs), et donc de la structuration des dettes LBO à partir de quelques variables objectivement pertinentes dans ce sens.

Les éléments conceptuels de la partie théorie offrent des points de vue propositionnels pour répondre hypothétiquement à ces questionnements, ce qui donne lieu à la formulation de deux hypothèses de recherche (dont la vérification devrait permettre de répondre directement à la problématique de l'étude) :

**Hypothèse H1 : La prime de risque ou spread du LBO européen**, en étant une expression du risque associé à l'endettement (le spread est théoriquement élevé si le prêteur considère qu'il prend considérablement de risque dans l'investissement de son argent), peut s'expliquer par un ensemble de variables relatives à l'entreprise cible, ainsi que par le contexte macroéconomique. Il est à rappeler que le spread, dans le contexte du LBO, est le nombre de points de base que les fonds paient au-dessus d'un taux de référence. On obtient le spread ainsi :

$$\text{Spread} = \text{Taux d'intérêt des dettes LBO } (t) - \text{Taux Euribor } (i)$$

Cette hypothèse peut alors être décomposée en quelques sous-hypothèses (SH) dont il convient de vérifier aussi bien ensemble que distinctement :

- **Sous-hypothèse SH1.1** : le spread des dettes du LBO européen est une fonction **négative** de la **rentabilité** économique de l'entreprise. Ainsi, plus les prêteurs estiment élevée la probabilité que l'entreprise cible atteigne ses objectifs pour le LBO en jugeant à travers la rentabilité de celle-ci (c'est-à-dire que le risque de non-atteinte de ces objectifs est faible), moins ces prêteurs fixent un taux d'intérêt élevé pour le financement de ces opérations<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Il est alors ici question d'un type spécifique de risque (et non de l'ensemble des risques auxquels l'entreprise cible fait face) : celui de non-atteinte des objectifs pour le LBO.



- **Sous-hypothèse SH1.2** : le spread des dettes LBO est aussi une fonction **positive** de la part des dettes dans le financement de ce LBO (**levier d'endettement**). Les prêteurs considèrent le risque (cette fois) associé au niveau d'endettement pour la réalisation des opérations de LBO, c'est-à-dire que, plus la part des dettes est important dans le financement de ces opérations, plus le risque de non-atteinte des objectifs du LBO est élevé (et donc d'insolvabilité des emprunteurs), et par conséquent, la prime de risque associée à ces dettes est relativement plus élevée.
  
- **Sous-hypothèse SH1.3** : la **structure des dettes** LBO influence aussi le niveau du spread des dettes LBO car, plus des **composantes subordonnées** (junior et obligations) constituent ces dettes, plus les prêteurs (de ces composantes qui s'exposent davantage au risque de non-remboursement par rapport aux investisseurs des tranches seniors) « pénalisent » les opérations avec des taux d'intérêt **plus élevés** (que les dettes seniors) (Quiry & Le Fur, 2016).
  
- **Sous-hypothèse SH1.4** : le spread est d'autant **moins élevé** que le prêteur est **bancaire**, c'est-à-dire qu'avec un screening et un monitoring plus important, le risque associé à l'emprunt est relativement moindre, réduisant alors les intérêts à payer.
  
- **Sous-hypothèse SH1.5** : un **taux d'intérêt directeur** sur le secteur bancaire européen qui est **inversement proportionnel** au spread des dettes LBO. En effet, il est d'usage de déterminer/fixer les taux d'intérêt des différentes tranches de ces dettes par la « somme » de l'Euribor et d'un certain nombre de points de base (donc, ces taux sont toujours au-dessus de ce taux de référence). mais également, les entreprises sous LBO sont « *particulièrement sensibles [...] à la hausse des taux d'intérêts* » (Gruselin, 2007, p. 2), d'autant plus que les investisseurs financiers (les emprunteurs) cherchent avant tout un placement à la fois rentable

(donc de meilleur rendement) et à moindre coût (en termes de taux d'intérêt et de risque sur l'investissement)<sup>3</sup> (Goutard, 2007).

- **Sous-hypothèse SH1.6** : le spread des dettes LBO dépend **négativement de l'existence de « covenants »** (ou clauses restrictives) dans la contraction de celles-ci. En fait, les covenants jouent un rôle de garantie, réduisant la marge de manœuvre de l'emprunteur, et donc protégeant les créanciers. L'on suppose alors que l'existence de covenants rend plus « cléments » les prêteurs en termes de taux d'intérêt : ils deviennent moins averses au risque lié au projet de LBO en question, une sorte de « transfert du risque », de l'emprunteur vers les créanciers.

Cette hypothèse donne lieu alors à la construction d'un modèle explicatif de la prime de risque moyenne  $p$  des dettes du LBO européen à partir de quatre variables exogènes, à savoir :

---

<sup>3</sup> Ces investisseurs financiers arbitrent notamment alors entre, d'une part, les « obligations d'Etat » qui sont, du moins en théorie, réputées être moins risquées (« actifs sûrs ») mais de faible rendement et, d'autre part, le placement en LBO de rendement sensiblement élevé mais de risque également proportionnel.

Tableau 3 - Sous-hypothèses relatives au modèle explicatif du spread des dettes LBO

Facteurs explicatifs	Variable explicative retenue	Formule	Sens de la relation	Hypothèse
<i>Rentabilité de l'entreprise cible</i>	Marge d'EBITDA ou taux de marge $r$	$r = \frac{EBITDA}{Revenu}$	Négatif	<b>SH1.1</b>
<i>Levier d'endettement</i>	Part $l$ de la composante dettes dans le financement direct du LBO	$l = \frac{Dettes}{VE}$	Positif	<b>SH1.2</b>
<i>Structure des dettes</i>	Part $s$ des composantes subordonnées dans les dettes du LBO	$s = \frac{Junior}{Dettes}$	Positif	<b>SH1.3</b>
<i>Caractère bancaire des dettes</i>	Variable catégorielle $b$ (existence ou non de composante bancaire)	$b = \begin{cases} 1 & \text{si Senior} > 0 \\ 0 & \text{sinon} \end{cases}$	Négatif	<b>SH1.4</b>
<i>Taux directeur</i>	Taux d'intérêt directeur via la moyenne $i$ de l'Euribor	$i$	Négatif	<b>SH1.5</b>
<i>Covenants</i>	Variable catégorielle $c$ (existence ou non de covenants)	$c = \begin{cases} 1 & \text{si Covenants} \\ 0 & \text{sinon} \end{cases}$	Négatif	<b>SH1.6</b>

**Hypothèse H2** : Le nombre de tranches dans les dettes LBO est également une variable endogène qui ne dépend pas seulement des stratégies des fonds LBO mais également de l'appréciation des prêteurs. Cela dit, ce nombre de tranches peut être expliqué par **les mêmes variables explicatives susceptibles d'expliquer le spread** :

- **Sous-hypothèse SH2.1** : le nombre de tranche des dettes LBO européen est une fonction **négative** de la **rentabilité** économique de l'entreprise car, plus le prêteur estime que le projet (de LBO) est viable (avec une certaine performance

économique), plus il accepte d'accorder davantage de crédit sans que l'emprunteur (les fonds) soit obligé de recourir à plusieurs créanciers.

- **Sous-hypothèse SH2.2** : le nombre de tranche des dettes LBO est aussi une fonction **positive** du levier d'endettement, toujours dans la perspective d'assurance contre le risque lié au projet ; en effet, plus les opérations de LBO sont risquées car dépendant largement de l'endettement par rapport aux actifs propres de l'entreprise, moins le prêteur est enclin à consentir un montant élevé de crédit, obligeant alors les fonds à répartir les dettes sur plusieurs investisseurs.
- **Sous-hypothèse SH2.3** : la **structure des dettes** LBO influence aussi, de façon logique, le nombre de tranches des dettes LBO car, plus celles-ci comportent des **composantes subordonnées**, plus le nombre de ces tranches augmente.
- **Sous-hypothèse SH2.4** : le nombre de tranches des dettes LBO dépend positivement du **caractère bancaire** (ou non) du financement, de l'existence de composante(s) bancaire(s) dans le financement plus précisément. Cette hypothèse suggère que c'est seulement lorsque les fonds ont recours au financement bancaire que le nombre de tranches est appelé à être élargi (par souci d'optimisation des coûts des dettes par exemple) et non pas pour le financement exclusivement non-bancaire : les investisseurs non-bancaires sont supposés avoir plus d'appétence au risque, et accepte alors de consentir largement plus de crédit jusqu'à supporter l'ensemble des dettes LBO (une option qu'une institution bancaire n'aurait pas faite).
- **Sous-hypothèse SH2.5** : le nombre de tranches des dettes LBO dépend également **positivement** du taux directeur (d'un taux de référence : ici l'**Euribor**). En effet, lorsque ce taux connaît une hausse, il y a renchérissement des dettes (étant donné que le taux d'intérêt de ces dettes LBO est fixé par un certain nombre de points de base au-dessus de ce taux de référence), ce qui accroît le risque lié au projet :

les fonds vont donc devoir trouver plusieurs financeurs car les prêteurs limitent la marge de crédit qu'ils consentent pour le projet.

- **Sous-hypothèse SH2.6** : le nombre de tranches des dettes LBO est une fonction négative de **l'existence de covenants** dans le contrat entre les fonds et les créanciers. En effet, les covenants rendent le financement moins risqué pour les prêteurs, ce qui les amène à consentir une marge de crédit plus importante (jusqu'à supporter l'ensemble des dettes, sans que les fonds doivent les répartir entre plusieurs financeurs).

Cette hypothèse donne lieu alors à la construction d'un modèle explicatif du nombre moyen  $n$  de tranche des dettes du LBO européen à partir de cinq variables exogènes, à savoir :

Tableau 4 - Sous-hypothèses relatives au modèle explicatif du nombre de tranches des dettes LBO

<b>Facteurs explicatifs</b>	<b>Sens de la relation</b>	<b>Hypothèse</b>
<i>Rentabilité de l'entreprise cible</i>	Négatif	SH2.1
<i>Levier d'endettement</i>	Positif	SH2.2
<i>Structure des dettes</i>	Positif	SH2.3
<i>Caractère bancaire des dettes</i>	Positif	SH2.4
<i>Taux directeur</i>	Positif	SH2.5
<i>Existence de covenants</i>	Négatif	SH2.6

Pour les deux hypothèses, on se propose aussi de considérer quelques autres variables de contrôle :

- La **taille de la cible**, en termes de **valeur de l'entreprise** : La taille de l'entreprise peut également être considérée comme variable explicative, mais ses effets sur le spread et/ou sur le nombre de tranches des dettes sont encore incertains. En effet, les prêteurs pourraient juger que les entreprises de plus grande taille ont une capacité de remboursement plus importante (que les plus petites entreprises) (Omri & Bellouma, 2008), d'autant plus que les revenus et la rentabilité de celles-ci (ayant de plus grands pouvoirs de négociation : des « *market makers* ») sont censés être plus stables dans le temps (Lafrance, 2012; 2013). Néanmoins, dans le passé, il existe de grosses opérations de LBO (avec un volume de dettes considérable) qui ont échoué, causant la perte de milliards d'euros d'investissement. Ainsi, le sens véritable de cet effet « taille de l'entreprise » est encore à discuter. On se propose alors de mettre cette variable comme une variable de contrôle
  
- Le **temps** : il est difficile de juger son implication dans le spread et dans la structuration des dettes LBO. En fait, en s'écartant de la crise financière de 2008, l'on peut penser que les investisseurs deviennent moins averses aux risques. Mais, cela reste à vérifier, surtout que les autorités financières se montrent très attentives aux comportements des acteurs sur les marchés financiers, et agissent en conséquence pour réduire autant que possible les risques.
  
- Les **pays** : de même, la culture du risque diffère d'un pays à un autre (les anglo-saxons pourraient par exemple être moins averses au risque que les autres pays) ; mais, cette culture est à nuancer en considérant le contexte de régionalisation de l'Europe : l'on peut aussi s'attendre à une convergence de pratiques avec l'influence importante des organes communautaires sur les affaires financières des pays membres de l'Union Européenne, en l'occurrence. L'on peut aussi penser que cette « culture du risque » peut différer suivant le développement du marché du LBO.

- Les **industries** : il est supposé que les performances économiques peuvent différer d’une industrie à une autre, d’un secteur d’activité à un autre (sans pouvoir encore préciser le sens de ces performances).
- Le poids de la **tranche amortissable** : une telle tranche donne lieu à un remboursement périodique jusqu’à la période de maturité. C’est-à-dire que le risque de non-remboursement est relativement moindre par rapport aux tranches associées à un remboursement *in fine*. Les effets de la part de cette tranche sur le spread et sur le nombre de tranches ne sont pas non plus déterminables *a priori*, du moins jusqu’ici. Généralement, c’est la tranche A des dettes seniors qui est amortissable (la tranche B étant remboursable à maturité).

Tableau 5 - Variables supplémentaires susceptibles d'expliquer le spread et le nombre de tranche des dettes LBO

<b>Facteurs explicatifs</b>	<b>Variable explicative retenue</b>	<b>Notation</b>
<i>La valeur de l'entreprise cible</i>	Valeur de l’entreprise ( <b>VE</b> ) lors des opérations de LBO	<i>VE</i>
<i>Le temps</i>	L’année ( <b>Ann</b> ) (allant de 2011 à 2015) et le trimestre ( <b>Trim</b> ) en tant que variables catégorielles	<i>Ann et Trim</i>
<i>Les pays</i>	Pays dont le nombre d’opérations de LBO est significatif (> 10) pour la période considérée, en tant que variable catégorielle	<i>P</i>
<i>Industries</i>	Branches d’industrie ( <b>I</b> ) et secteurs d’activité ( <b>S</b> ), en tant que variables catégorielles	<i>I et S</i>
<i>Tranche amortissable</i>	La part A de la tranche A sur l’ensemble des dettes	<i>A</i>

## 3.2. Cadre méthodologique

Sur le plan opérationnel, pour vérifier ces différentes hypothèses de recherche, une étude quantitative s'impose. En effet, les différentes variables (explicatives et expliquées) à étudier sont connues et il suffit de vérifier les relations entre elles établies dans ces hypothèses.

Les informations empiriques nécessaires ont été extraites de la banque de données disponible sur le site *LCDcomps* : il s'agit des transactions de LBO réalisées en Europe ces cinq dernières années (une période susceptible être de croissance du marché européen de LBO). Les données à analyser concernent alors 713 transactions de LBO européens, réalisées entre le 1<sup>er</sup> janvier 2011 et le 31 décembre 2015. Il y a lieu de remarquer que, afin de compléter les données relatives à certaines observations, d'autres sites (*mergermarket*, *debtwire*, *capitalIQ*, ainsi que dans la presse) ont fourni les informations complémentaires. Une entreprise sous LBO étant, sauf exception, privée il est difficile de trouver une information complète sur une transaction. Cet échantillon de 713 transactions a donc ensuite été réduit à 128 transactions (125 entreprises) dont toutes les informations suivantes étaient publiques : date de la transaction ; pays de la cible ; industrie de la cible ; montant, échéance et prix des tranches de dette ; revenus de la cible ; EBITDA et Valeur d'Entreprise de la cible. Ceci implique donc un biais de sélection vers les LBO les plus grands en termes de Valeur d'Entreprise. En effet on considère qu'un LBO d'une certaine taille sera plus médiatisé et donc plus d'informations publiques seront disponibles. Par ailleurs ayant accès à plus de presses spécialisées françaises il a été plus facile de trouver les compléter les informations manquantes pour les transactions françaises que pour les autres transactions européennes. Ceci s'illustre par ailleurs par le nombre de 39 transactions identifiées en France sur un échantillon de 128 au sein de l'Union Européenne.

Des outils statistiques (analyse des données, analyse des corrélations, analyse de la variance, tests statistiques, etc.) ont alors utilisés pour détecter et identifier la nature des éventuelles relations existant entre ces différentes variables dans la perspective de vérifier



les hypothèses de recherche. Le logiciel STATA a permis une exploitation plus simple et plus rapide des données à travers ces outils statistiques.

## Chapitre 4. Présentation et analyse des résultats

Ce quatrième chapitre se focalise ainsi sur la description des données et des variables étudiées, puis sur l'analyse des deux modèles devant expliquer le spread des dettes LBO et le nombre de tranches de ces dettes.

### 4.1. Description de l'échantillon

Dans un premier temps, il convient de faire une analyse descriptive des caractéristiques des variables pouvant être associées plus ou moins directement aux entreprises cibles. Il y a lieu, par la suite, d'appréhender également le marché européen des dettes LBO.

#### 4.1.1. Caractéristiques des opérations de LBO européen et des entreprises cibles

Du point de vue géographique, en tenant compte de la période d'échantillonnage (les opérations réalisées entre 2011 et 2015), l'on peut constater que ce sont surtout dans les pays pouvant être considérés comme le cœur de l'Union Européenne<sup>4</sup> que se développe le plus le marché du LBO (*cf.* Figure 5) : cinq pays regroupent les 73% des transactions réalisées sur cette période considérée. La France est largement en tête (avec 39 opérations), suivie par l'Allemagne (29), et de loin par le Pays-Bas (15) et l'Italie (11).

Par ailleurs, la Figure 6 montre une croissance annuelle de ce marché à partir de 2012. La croissance est apparemment due nécessairement au nombre des transactions, plutôt qu'à leurs montants étant donné que la plupart des opérations de LBO européen sont réalisées sur des entreprises de taille quelque peu modeste (*cf.* plus bas). Il importe aussi de considérer les évolutions trimestrielles car les activités du marché semblent intégrer une certaine saisonnalité. Par exemple, la Figure 7 montre des évolutions conjointes avec une

---

<sup>4</sup> Les quatre pays concernés font partie des pays fondateurs de « l'Europe », ayant signé en 1957 le traité de Rome.

certaine saisonnalité entre la valeur moyenne des entreprises ciblées (par les transactions réalisées pour chaque trimestre considéré), le montant total des transactions (la somme des valeurs des entreprises ciblées pour chaque trimestre), et le montant des dettes seniors associées à ces transactions. Cette saisonnalité, une cyclicité annuelle, est caractérisée par un début de cycle que l'on peut situer approximativement en début de l'année civile avec une croissance durant le premier semestre suivie d'un mouvement inverse au second semestre. Néanmoins, l'on est contraint de travailler sur ces mêmes données (ainsi « brutes », sans recourir à une dessaisonnalisation) car certaines variables manipulées, à l'instar des taux Euribor de maturité 3 mois ou le cycle périodique des activités des entreprises elles-mêmes, peuvent être impliquées dans cette trimestrialité constatée.

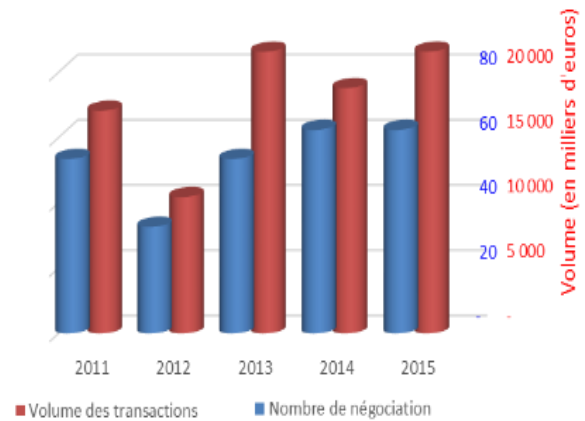
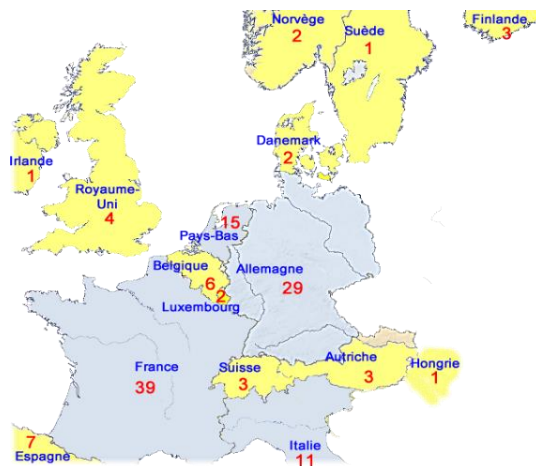


Figure 5 – Répartition géographique des opérations de LBO européen de l'échantillon considéré (128 transactions)

Figure 6 – Evolution annuelle du nombre et du volume de toutes les transactions européennes de LBO 2011 à 2015 (128 transactions)

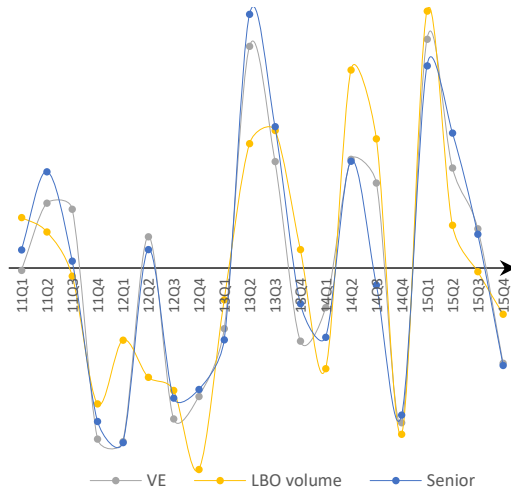


Figure 7 – Evolutions trimestrielles de la valeur moyenne des entreprises ciblées, du volume total de transactions et du montant moyen des dettes seniors relatives à ces transactions sur le marché européen du LBO (\*) (128 transactions)

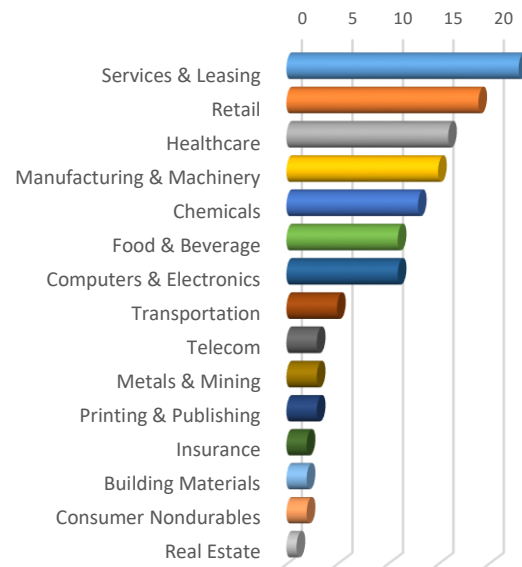


Figure 8 – Nombre des entreprises cibles par industrie sur le marché du LBO européen (125 entreprises)

(\*) Pour permettre la représentation simultanée (sur ce même graphe – Figure 7), on a utilisé des variables centrées (sur leur moyenne respective) réduites (par leur écart-type respectif) ; soit pour une variable  $x$  de moyenne  $m(x)$  et d'écart-type  $\sigma(x)$  :  $\frac{x-m(x)}{\sigma(x)}$

Au niveau sectoriel, l'on constate que pratiquement toutes les branches d'activité sont représentées dans l'échantillon (cf. Figure 8). Les trois premiers rangs sont occupés par des entreprises de services, suivis ensuite de trois entreprises industrielles. Néanmoins, il ne semble pas y avoir de différences significatives au niveau des principales caractéristiques (Chiffre d'affaires, l'EBITDA, valeur de l'entreprise) des entreprises de ces différentes industries ; sauf, concernant les marges d'EBITDA<sup>5</sup> où les firmes du secteur tertiaire (notamment Informatique & électronique, Services & leasing, et services

<sup>5</sup> Les résultats de l'analyse de la variance (ANOVA) indiquent que l'industrie et le secteur d'activité (avec respectivement une  $p$ -value de 0.0056 et de 0.0003) discriminent ces entreprises au niveau de la marge d'EBITDA

de soin) sont relativement plus performantes que les entreprises industrielles : bien que cela ne semble pas constituer un critère prioritaire de choix des cibles, cela pourrait en être un quant à l'appréciation du risque de remboursement des dettes LBO.

Tableau 6 – Variables caractéristiques des entreprises cibles du LBO européen

<b>Variable (*)</b>	<b>Moyenne</b>	<b>Ecart-type</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>Médiane</b>	<b>Coefficient d'asymétrie</b>
<b><i>EBITDA</i></b>	94.1	92.6	11.4	600	60.4	2.627
<b><i>Revenu</i></b>	620.4	762.4	57.7	4285.7	350	2.666
<b><i>Marge d'EBITDA</i></b>	20.14%	10.16%	4.24%	58.17%	18.33%	0.903
<b><i>VE</i></b>	857.94	861.31	105	6 000	550	2.702
<b><i>Rentabilité r</i></b>	20.14%	10.16%	4.33%	58.17%	18.33%	0.904

(\*) En millier d'euros, sauf pour la marge et la rentabilité (en %). Total de 128 transactions

Comme déjà mentionné plus haut, la plupart des entreprises de l'échantillon est relativement de taille modeste (en s'intéressant au revenu et à l'EBITDA) : comparées aux valeurs maximales (Max), les valeurs médianes et moyennes sont assez moindres, avec des coefficients d'asymétrie sensiblement positifs (distribution étalée vers la gauche, vers les petites valeurs : plus de 71% des entreprises de l'échantillon ont un EBITDA et un revenu inférieur à leur valeur moyenne respective). De même, environ 25% seulement de ces entreprises ont une valeur supérieure ou égale à 1 000 (en milliers d'euros) ; 70% ont une valeur inférieure à la moyenne de l'échantillon.

Certes, les revenus (ici, au sens du chiffre d'affaires) sont quelque peu corrélés avec l'EBITDA (avec un coefficient de corrélation  $R = 0.77$ ), étant donné que l'EBITDA est une combinaison linéaire des revenus et d'autres charges (achat et charges externes, charges de personnel, autres) : il est possible de construire un modèle linéaire où ces revenus sont expliqués par l'EBITDA avec un  $R$  ajusté de 0.75 (modèle sans terme

constant). Néanmoins, le taux de marge brute (le ratio de ces deux variables) n'apparaît pas ainsi corrélé avec ces deux autres variables (éliminant ainsi le risque de multicollinéarité du modèle à construire) : les coefficients de corrélation linéaire de ce taux avec les revenus et l'EBITDA sont respectivement de 0.16 et de -0.50.

La rentabilité «  $r$  » considérée dans la présente étude est celle au sens des dirigeants de l'entreprise cible, c'est-à-dire le rendement de l'entreprise en faisant abstraction des endettements dans le passif de celle-ci (donc, la rentabilité économique) pour se focaliser sur l'efficacité des activités de la cible, la capacité de cette dernière à atteindre les objectifs des éventuelles opérations de LBO. Pour cela, cette rentabilité peut être estimée par le taux de marge brute, qui peut être approché ainsi :

$$\begin{aligned} \text{Taux de marge brute} &= \frac{\text{Résultat d'exploitation avant amortissement et provision}}{\text{Chiffre d'affaires} + \text{Autres produits hors subsides}} \\ &\approx \frac{\text{EBITDA}}{\text{Revenu}} = \text{Marge d'EBITDA} \end{aligned}$$

#### 4.1.2. Marché des dettes LBO

Il est à rappeler que l'Euribor (de maturité 3 mois) est, dans la présente étude empirique, pris comme taux de référence pour les taux d'intérêt des dettes LBO<sup>6</sup>. C'est le cas notamment sur le marché des contrats à termes et le marché des swaps – les marchés directeurs des taux d'intérêt respectivement à court terme et à long terme de la zone euro.

---

<sup>6</sup> A rappeler que l'Euribor est un taux moyen calculé sur un échantillon d'une cinquantaine de grandes banques établies en Europe.

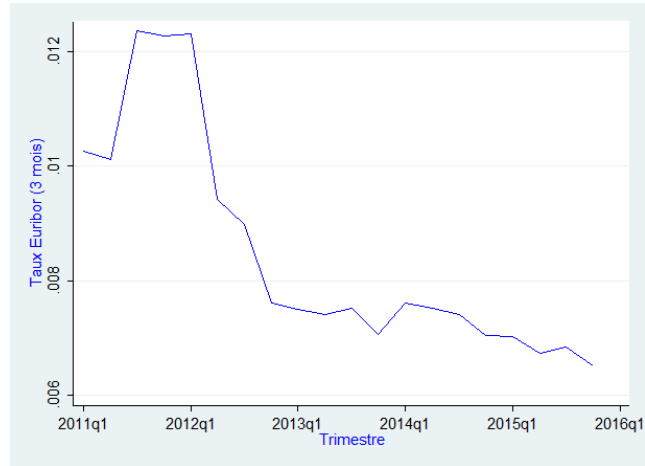


Figure 9 – Evolution des taux Euribor trimestriels

Dans la période considérée (2011-2015), l'on constate une baisse tendancielle de l'Euribor (*cf.* Figure 9 – Evolution des taux Euribor trimestriels), surtout à partir de l'année 2012. L'on peut s'attendre alors à une baisse conséquente des coûts de la dette, dont celles du LBO sur cette période. Cette tendance est peut-être à la source de la croissance constatée du marché du LBO européen dans la période considérée (*cf.* Figure 6 – Evolution annuelle du nombre et du volume de toutes les transactions européennes de LBO 2011 à 2015).

Par ailleurs, le levier d'endettement est théoriquement la part des dettes explicitement contractées par les fonds LBO pour financer les opérations de rachat. Soit :

$$l = [\text{Somme totale des différentes tranches de dette}] / [\text{Valeur de l'entreprise en rachat}]$$

En moyenne (l'on remarque que les moyennes des leviers d'endettement sont sensiblement égales aux médianes, les distributions étant assez symétriques<sup>7</sup>), l'endettement auprès des institutions bancaires (Tranches A et B) reste prédominant (113 entreprises sur les 128 de l'échantillon), et les tranches seniors occupent la moitié du

<sup>7</sup> Le test de Shapiro-Wilk ne permet pas de rejeter l'hypothèse nulle selon laquelle la distribution du levier d'endettement en général suit une loi normale  $N(0.527 ; 0.108)$  avec les statistiques du test :  $W = 0.9896$  ;  $V = 1.055$  ;  $z = 0.120$  et  $\text{Pr} > z = 0.452$

financement total (à entendre par-là l'ensemble des dettes et des apports en capitaux propres) du rachat (cf. Tableau 7 – Levier d'endettement pour les LBO européens). Les « obligations » ou *Bond* (de type *high yield*) suivent de près cette tendance pour les opérations intégrant ce type de dettes – 24 cas). Les dettes amortissables et les mezzanines (juniors) restent minoritaires. A première vue donc, il n'y a pas de raison pour conclure que le levier d'endettement soit lié au risque associé aux tranches des dettes.

Tableau 7 – Levier d'endettement pour les LBO européens

Tranche(s)	Risque ↓	Moyenne	Ecart-type	Min	Médiane	Max	Nb obs.
<i>A</i>		0.178	0.094	0.051	0.163	0.583	69
<i>B</i>		0.376	0.117	0.115	0.363	0.639	109
<i>Senior</i>		0.471	0.096	0.222	0.478	0.696	113
<i>Junior</i>		0.134	0.047	0.027	0.135	0.25	24
<i>Bond</i>		0.458	0.208	0.178	0.505	0.75	24
<i>Ensemble</i>		0.527	0.108	0.222	0.525	0.75	128

Quant à la prime de risque (différentiel entre les taux d'intérêt des dettes LBO et les taux Euribor), on peut avoir un aperçu d'ensemble à travers le Tableau 8.



Tableau 8 – Spread  $p$  des différentes tranches des dettes LBO (en bps, sauf nombre des entreprises)

Tranche(s)		Spread moyen	Ecart-type	Min	Max	Nombre des entreprises
<i>A</i>	Risque ↓	418.655	49,9	350	550	69
<i>B</i>		432.946	72.93	300	625	109
<i>Senior</i>		430.750	68.47	300	625	113
<i>Junior</i>		788.905	104.24	550	1150	24
<i>Bond</i>		746.322	133.13	425	1100	24
<i>Ensemble</i>		512.891	166.75	300	1150	128

(Le spread moyen est exprimé en points de base, c'est-à-dire 100 bps = 1%)

Visiblement, les spreads moyens diffèrent d'une tranche à une autre : les tranches les plus risquées semblent être associées à des marges (écarts entre les taux d'intérêts des dettes LBO et les taux Euribor) sensiblement plus élevées (en moyenne). Même si cela reste un constat visuel jusqu'ici (la volatilité des spreads a tendance à croître avec le risque : l'écart-type est plus élevé pour les tranches plus risquées), les bornes inférieures et supérieures des spreads confirment aussi cette tendance).

Enfin, concernant le nombre de tranche par opération de LBO de l'échantillon considéré, l'on constate que les tranches bancaires (seniors) prédominent, malgré l'existence de quelques opérations qui choisissent la désintermédiation bancaire (le type de configuration de dette nommé ici « *allBond* ») pour le financement de ces dernières.

Tableau 9 - Configurations types des dettes quant aux tranches qui leur composent

Type	B	A	Junior	Bond	Commentaires	<i>n</i>	%
<i>allB</i>	100				Tranche B exclusivement	20	15.6
<i>allSeniorAB</i>	100				Seniors classiques avec tranche amortissable	60	46.9
<i>allBond</i>				100	<i>High yield</i> (obligations non-bancaires)	15	11.7
<i>SenBond</i>	> 60			< 40	Classiques complétées par <i>High yield</i>	9	7.0
<i>allLoan</i>	> 50	< 50			Classiques complétées par Mezzanine	24	18.8

Les nombres *n* et le pourcentage (%) sont relatifs à l'échantillon pris en compte

## 4.2. Estimation du modèle

Successivement, l'on tentera alors de construire un modèle de la prime de risque des dettes LBO, puis un modèle expliquant le nombre des tranches de ces dettes. Pour toute la suite, les différents tests statistiques effectués (et les intervalles de confiance éventuellement définis) sont réalisés en fixant une marge d'erreur de 5%, c'est-à-dire avec un niveau de significativité de 95%.

### 4.2.1. La prime de risque

Une première estimation du modèle du spread des dettes LBO révèle la significativité de trois variables explicatives (*cf.* Tableau 10) : la rentabilité *r*, l'effet de levier *l*, et la structuration des dettes *s* (les trois autres variables – caractère bancaire, le taux Euribor et l'existence de Covenant – sont respectivement associées à des *p*-values de 0.82, 0.40 et 0.63, donc très au-dessus d'une marge d'erreur de 0.05). L'on remarque que le *t* de Student de cette dernière (25.63) est particulièrement élevé, suggérant que la part des composantes subordonnées dans les dettes LBO pèse largement sur la prime de risque, bien plus que la rentabilité et l'effet de levier.

Tableau 10 – Estimation du modèle général du spread des dettes LBO  
(Seules les variables explicatives significatives sont représentées sur le tableau)

	Coefficients	t (Student)	p-value (P> t )
<i>Rentabilité</i>	-217.556	- 5.81	0.000
<i>Levier d'endettement</i>	182.950	4.45	0.000
<i>Subordination des dettes</i>	330.117	8.78	0.000
<i>Existence de tranche bancaire</i>	8.324	0.23	0.822
<i>Taux Euribor</i>	1908.221	0.84	0.403
<i>Existence de covenant</i>	6.902	0.49	0.625
<i>Constante</i>	357.023	7.41	0.000

F(6 ; 121) = 155.68 ; Prob > F = 0.000 ; R<sup>2</sup> = 0.89 ;  $\bar{R}^2$  = 0.88 ; n = 128

Les cellules grisées représentent des tests non concluants (p-value >0.05).

Equation: spread = -217.556\*r + 182.950\*l + 330.117\*s + 8.324\*t + 1908.221\*e + 6.902\*c + 357.023

Où r = rentabilité, l = levier d'endettement, s = subordination des dettes, e = existence de tranche bancaire, e = Taux euribor, c = existence de covenant

On peut dire que l'existence de tranches subordonnées dans les dettes LBO est une importante source de risque pour le prêt. En effet, ces tranches seront associées à des taux d'intérêt élevés puisque les créanciers correspondants ne seront honorés qu'en dernier ressort, d'autant plus que le remboursement est majoritairement in fine, même pour les dettes seniors. L'on peut dire alors que, *a priori*, le poids de ces tranches subordonnées dans les dettes LBO détermine en premier lieu les coûts de l'emprunt pour les fonds LBO (Quiry & Le Fur, 2016). Il importe de noter que le modèle univarié (expliquant le spread des dettes par cette variable « structuration des dettes ») révèle que cette variable endogène explique à 83% la prime de risque des dettes LBO.

En fait, les résultats du test de comparaison des moyennes des spreads des différentes tranches des dettes concluent que les primes de risque moyennes des tranches seniors sont significativement plus élevées que celles des dettes mezzanines et des obligations (*cf.* Tableau 11). De plus, les spreads des tranches seniors sont moins volatiles que ceux des

autres tranches (les tranches juniors et les obligations ne sont pas significativement différentes sur ce point). L'on peut alors dire que l'essentiel des variations du spread des dettes repose sur les tranches subordonnées (plus coûteuses et plus volatiles par rapport aux tranches seniors).

Tableau 11 – Tests de comparaison des variances et des moyennes des spreads des différentes tranches des dettes LBO

Comparaison des tranches	f	Test des variances	t	Test des moyennes	Moyenne (en bps)	Ecart-type (en bps)	df
Tranche A (A)	0.552	$V(A) < V(B)$	-4.80	$m(A) < m(B)$	$m(A) = 425.36$	$\sqrt{V(A)} = 68$	42.77
Tranche B (B)		$Pr(F < f) = 0.005$		$Pr(T < t) = 0.000$	$m(B) = 461.58$	$\sqrt{V(B)} = 108$	57.53
Seniors (S)	0.165	$V(S) < V(J)$	-11.95	$m(S) < m(J)$	$m(S) = 450.77$	$\sqrt{V(S)} = 112$	54.83
Junior (J)		$Pr(F < f) = 0.000$		$Pr(T < t) = 0.000$	$m(J) = 785.38$	$\sqrt{V(J)} = 23$	134.82
Junior (J)	0.797	$V(J) < V(Bd)$	0.22	$m(J) < m(Bd)$	$m(J) = 785.38$	$\sqrt{V(J)} = 23$	134.82
Obligation (Bd)		$Pr(F < f) = 0.296$		$Pr(T < t) = 0.588$	$m(Bd) = 776.13$	$\sqrt{V(Bd)} = 23$	150.97
Seniors (S)	0.132	$V(S) < V(Bd)$	-10.41	$m(S) < m(Bd)$	$m(S) = 450.77$	$\sqrt{V(S)} = 112$	54.83
Obligation (Bd)		$Pr(F < f) = 0.000$		$Pr(T < t) = 0.000$	$m(Bd) = 776.13$	$\sqrt{V(Bd)} = 23$	150.97

Avec f : statistique calculée de Fisher ; t : statistique calculée de Student ; df : degré de liberté. Les cellules grisées représentent des tests non concluants ( $p\text{-value} > 0.05$ ).

Mais, il y a lieu de souligner que les impacts de l'effet de levier et de la rentabilité sur le risque lié à l'endettement pour le financement du LBO sont également non négligeables. En effet, l'effet de levier ne reflète en quelque sorte le « manque à gagner » dans le capital de l'entreprise cible, à travers le capital du fonds LBO : plus cet écart entre la valeur de l'entreprise et le montant des actifs réellement détenus par la cible est élevé, plus il peut être plus difficile pour celle-ci de combler ce « trou financier ». Mais, il faut reconnaître que cela constitue l'essence même, voire la raison d'être du LBO : on ne peut jamais parler de LBO sans prise de risque. C'est là qu'intervient aussi la variable « rentabilité »

économique de la cible qui est censée réduire ce risque (le sens « négatif » du coefficient associé à la rentabilité confirme la sous-hypothèse correspondante).

Pour le taux Euribor, qui n'apparaît pas *a priori* significatif dans le modèle explicatif du spread, il faut tenir compte d'une variable supplémentaire qui influence substantiellement sur ce taux : le temps. En effet, le taux Euribor pris comme référence pour le modèle est calculé périodiquement (3 mois). Ainsi, en tenant compte de cette variation temporelle des taux Euribor, l'on peut constater la significativité de cette variable explicative du modèle (cf. Tableau 12). L'Euribor peut même expliquer 83% du modèle univarié du spread lorsque sont prises en compte les variations trimestrielles « *Trim* », le poids du taux de référence *i* dans l'explication de la prime de risque dépassant même celui de la « structuration des dettes » *s*).

Tableau 12 – Prise en compte des variations trimestrielles dans le modèle explicatif du spread

	<b>Coefficients</b>	<b>t (Student)</b>	<b>p-value (P&gt; t )</b>
<i>Rentabilité</i>	- 216.363	- 17.44	0.000
<i>Levier d'endettement</i>	254.284	18.03	0.000
<i>Subordination des dettes</i>	146.286	10.44	0.000
<i>Existence de tranche bancaire</i>	-19.850	- 1.55	0.123
<i>Taux Euribor</i>	125825.5	30.21	0.000
<i>Existence de covenant</i>	-5.765	- 1.24	0.218
<i>Effet temps (trimestre)</i>		62.53	0.000
<i>Constante</i>	-647.886	- 16.69	0.000

$F(6 ; 102) = 1\ 616.33$  ; Prob > F = 0.000 ;  $R^2 = 0.99$  ;  $\bar{R}^2 = 0.989$  ; n = 128

Equation: spread = -216.363\*r + 254.284\*l + 146.286\*s - 19.850\*t + 125825.5\*e - 5.765\*c - 647.886

Où r = rentabilité, l = levier d'endettement, s = subordination des dettes, e = existence de tranche bancaire, e = Taux euribor, c = existence de covenant

Une analyse de ce modèle par tranche donne quasiment les mêmes résultats, c'est-à-dire que ces différentes variables expliquent significativement le spread des dettes pour chacune des tranches composant les emprunts pour financer les opérations de LBO.

Dès lors, la qualité du modèle est nettement améliorée avec l'intégration du taux Euribor et de ces variations trimestrielles (avec un R ajusté de 0.99). Il faut noter que la prise en compte des variations annuelles *Ann* est associée à une qualité du modèle sensiblement différente, soit un R ajusté de 0.90.

Cette prise en compte des variations annuelles rend également significatif la variable « valeur de l'entreprise » dans l'explication de la prime de risque des dettes LBO : dans le modèle, cette variable est associée à une *p*-value (significativité individuelle) de 0.034 (inférieure à la marge d'erreur de 0.05) et un *t* de Student de  $-2.14$  (effet négatif sur la prime de risque des dettes). En fait, cette significativité n'apparaît pas en tenant compte des variations trimestrielles (au lieu des variations annuelles), probablement à cause de la cyclicité apparemment annuelle du marché de LBO et des activités des entreprises (*cf. supra* – Figure 7). Autrement dit, il est plus optimal de prendre ces variations annuelles pour l'intégration de la variable « valeur de l'entreprise » dans le modèle (en travaillant uniquement sur le glissement annuel), tandis que les variations trimestrielles sont plus en phase avec l'intégration de la variable « Euribor » (en mettant en évidence les effets de la volatilité des taux d'intérêt sur les décisions des investisseurs sur le marché des dettes) : cela montre combien l'explication du spread des dettes LBO (par ces variables temporelles, conjoncturelles et de l'entreprise) est complexe.

Aussi, cette significativité de la variable explicative « valeur de l'entreprise » n'apparaît pas non plus sans l'intégration d'au moins les variables « effet de levier » et « structuration des dettes » dans le modèle du spread des dettes LBO. Cela suggère que la valeur de l'entreprise peut affecter négativement le spread des dettes, lorsque deux conditions sont satisfaites :

- D'un côté, il faut que le montant des dettes soit relativement élevé, c'est-à-dire par rapport aux apports en capital dans le financement du LBO. Dès lors, la variation de la valeur de l'entreprise fait également évoluer significativement le montant « absolu » des dettes (« l'effet taille de l'entreprise » implique alors « l'effet taille des dettes »).
- De l'autre côté, il faut également que les coûts des dettes soient relativement élevés, alors que le fonds est obligé de répartir celles-ci en plusieurs tranches à cause de la leurs tailles importantes (voir première condition).

Cette fois, l'analyse par tranche du modèle montre la non significativité de la variable « valeur de l'entreprise », c'est-à-dire que cette variable n'affecte pas significativement la prime de risque des dettes LBO en tenant compte de chaque tranche prise individuellement.

Enfin, les deux autres variables catégorielles de contrôle, « pays » et « industrie », n'ont pas d'effets significatifs sur le modèle du spread des dettes. « L'effet pays » et « l'effet industrie » n'apparaissent pas dans le modèle, probablement à cause de la forte mobilité des capitaux et des facteurs de production entre les différents pays européens considérés et les branches d'activités concernées, dans l'échantillon étudié. L'environnement des affaires (notamment au niveau politique et légal) ne diffère pas sensiblement d'un pays à un autre.

#### **4.2.2. Le nombre de tranches**

Une première estimation du modèle explicatif du nombre de tranches des dettes LBO indique quatre variables explicatives significatives : la présence de composante bancaire (*b*), le poids des tranches subordonnées (*s*), l'existence de covenant dans le financement (*c*), ainsi que le taux Euribor (*i*) de référence.

Tableau 13 – Premier modèle explicatif du nombre de tranches des dettes LBO  
(Modèle à faible qualité en termes de R<sup>2</sup>)

	Coefficients	t (Student)	p-value (P> t )
<i>Rentabilité</i>	-0.409	-1.16	0.247
<i>Levier d'endettement</i>	0.110	0.29	0.775
<i>Subordination des dettes</i>	2.147	6.09	0.000
<i>Existence de tranche bancaire</i>	2.912	8.42	0.000
<i>Taux Euribor</i>	83.044	3.89	0.000
<i>Existence de covenant</i>	0.381	2.89	0.005
<i>Constante</i>	-2.192	-4.85	0.000

F(6 ; 121) = 22.67 ; Prob > F = 0.000 ; R<sup>2</sup> = 0.53 ;  $\bar{R}^2$  = 0.51 ; n = 128

Equation: tranches de dette = -0.409\*r + 0.110\*l + 2.147\*s + 2.912\*t + 83.044\*e - 0.381\*c - 2.192

Où r = rentabilité, l = levier d'endettement, s = subordination des dettes, e = existence de tranche bancaire, e = Taux euribor, c = existence de covenant

Cette estimation confirme le sens (positif) de la relation supposée entre l'existence de composante bancaire et le nombre de tranches des dettes LBO. Il est possible de dire que c'est cette variable qui explique le plus le choix du nombre des tranches des dettes LBO (avec un modèle univarié, *b* explique ce nombre avec un R<sup>2</sup> de 0.24, contre un R<sup>2</sup> de 0.52 pour l'ensemble des quatre variables dans le modèle multivarié). Plus précisément alors, plus les fonds LBO choisissent la voie de la désintermédiation bancaire dans le financement des opérations, plus cela leur permet de réduire le nombre des tranches de dettes.

En effet, dans l'échantillon pris en compte, il n'y a pas eu d'opération exclusivement non bancaire dont les dettes sont réparties entre plusieurs tranches. L'on parle alors de dettes « unitranches », caractérisées par un financement uniquement par émission d'obligations (PEMagazine, 2012).



La significativité de la variable  $s$  est une logique : seule la subordination des dettes accroît le nombre de tranches de celles-ci. Par ailleurs, le taux Euribor est aussi significatif même pris individuellement (modèle univarié) pour expliquer le nombre de tranches de dettes LBO. Cela suggère alors que ce taux de référence constitue un élément de première décision à propos de la subordination des tranches des dettes, car source de variation des risques liés au financement : plus ce taux est élevé, plus imminente est la répartition de ces risques (alors élevés) à plusieurs investisseurs (et donc en plusieurs tranches).

L'existence ou non de covenant intervient positivement, contrairement à la sous-hypothèse formulée à ce propos : la présence de covenant dans le contrat de financement ne semble pas alors réduire l'aversion aux risques des prêteurs. L'on peut même dire que la présence de ces clauses restrictives est un indicateur de risque élevé concernant le remboursement des dettes. D'ailleurs, cette intervention se place en « deuxième niveau » car conditionnée par l'intégration des variables  $b$  (supervision bancaire ou non) et  $s$  (poids des tranches subordonnées dans les dettes) dans le modèle. En fait, ce sont en principe les banques qui se protègent via les covenants (essentiellement sous forme de « *financing out* », permettant aux banques d'exiger le remboursement anticipé sous certaines conditions). Dans l'échantillon étudié ici, il apparaît que la décision de recourir au « covenant-light » (également appelé « zéro covenant ») est généralement prise en cas de subordination du financement : probablement, cette subordination réduit le risque pris par les banques dans les tranches seniors (une partie des risques étant transférée vers les tranches subordonnées), amenant alors ces banques à être plus souples dans les conditions de financement. C'est donc la réduction des risques de remboursement des dettes qui conduit ici à l'application de la covenant-light, sans qu'il soit question d'aversion au risque des prêteurs bancaires.

Ce premier modèle suggère que l'optimisation du nombre de tranches des dettes semble faire appel à un ordre de décisions, à une hiérarchie de paramètres à prendre en compte, bien que ceux-ci soient significativement importants dans son ensemble. En tout cas, la qualité de ce modèle est assez insatisfaisante (avec seulement un  $R^2 = 0.52$ ).

La substitution des variables  $i$  (taux Euribor) et  $c$  (présence de covenant) par la variable  $A$  (existence de tranche amortissable dans le financement) améliore substantiellement la qualité du modèle (cf. Tableau 14).

Tableau 14 – Deuxième modèle explicatif du nombre de tranches des dettes LBO  
(Modèle à qualité élevée en termes de  $R^2$ )

	Coefficients	$t$ (Student)	$p$ -value ( $P >  t $ )
<i>Rentabilité</i>	0.222	1.02	0.309
<i>Levier d'endettement</i>	0.352	1.50	0.137
<i>Subordination des dettes</i>	3.024	13.56	0.000
<i>Existence de tranche bancaire</i>	3.158	14.97	0.000
<i>Taux Euribor</i>	17.816	1.30	0.198
<i>Existence de covenant</i>	0.024	0.29	0.770
<i>Existence de tranche amortissable</i>	0.864	14.39	0.000
<i>Constante</i>	-2.446	-8.88	0.000

$F(7 ; 120) = 82.08$  ; Prob > F = 0.000 ;  $R^2 = 0.83$  ;  $\bar{R}^2 = 0.82$  ;  $n = 128$

Equation: tranches de dette =  $0.222*r + 0.352*l + 3.024*s + 3.158*t + 17.816*e - 0.024*c + 0.864*a - 2.192$

Où  $r$  = rentabilité,  $l$  = levier d'endettement,  $s$  = subordination des dettes,  $e$  = existence de tranche bancaire,  $e$  = Taux euribor,  $a$  = existence de tranche amortissable,  $c$  = existence de covenant

L'on peut ainsi penser que cette variable joue un double rôle dans l'explication du nombre de tranches des dettes LBO :

- D'une part, c'est un indicateur du niveau élevé de risque de remboursement des dettes : le prêteur cherche à se protéger en exigeant des remboursements progressifs (et non *in fine*). Sur ce point, la présence ou non d'une tranche amortissable se substitue au taux de référence Euribor (en tant qu'indicateur de risque).

- D'autre part, l'existence d'une tranche amortissable est censée réduire ce risque : en fait, cette tranche supporte généralement une partie minoritaire des dettes (de 20% à 50%, en général), l'essentiel se concentrant dans la tranche B (remboursable *in fine*).

La constitution d'une tranche amortissable est aussi une manière de répartir, et donc de réduire le risque de remboursement (constaté comme élevé).

## Chapitre 5. Synthèse et discussion

Dans ce dernier chapitre, il est question de faire la synthèse des analyses faites dans le chapitre précédent. Il s'agit de revenir sur les hypothèses et sous-hypothèses associées aux deux modèles élaborés et étudiés. Puis, il y a lieu de discuter des résultats ainsi obtenus.

### 5.1. Synthèse

Le modèle du spread des dettes LBO est explicité dans le Tableau 15 ci-dessous, résumant également la vérification de l'hypothèse, et donc des sous-hypothèses validées sous-jacentes.

Tableau 15 – Modèle du Spread des dettes LBO

	<b>Coefficient</b>	<b>t (Student)</b>	<b><i>Sous-Hypothèse validées</i></b>
<i>Rentabilité</i>	-201.9	-5.91	SH1.1
<i>Levier d'endettement</i>	195.9	5.54	SH1.2
<i>Subordination des dettes</i>	303.5	23.38	SH1.3
<i>Taux Euribor</i>	17771.1	4.22	SH1.5
<i>Valeur de l'entreprise</i>	-0.008	-2.16	Supplémentaires
<i>Effet-temps (année) Ann<sub>2011</sub></i>	-47.4	-2.81	
<i>Effet-temps (année) Ann<sub>2013</sub></i>	28.8	2.93	
<i>Effet-temps (année) Ann<sub>2015</sub></i>	45.5	4.44	
<i>Constante</i>	235.8	6.03	

$F(8 ; 119) = 155.68$  ;  $\text{Prob} > F = 0.000$  ;  $R^2 = 0.91$  ;  $\bar{R}^2 = 0.90$  ;  $n = 128$

NB : La variable temporelle *Ann* contient 5 catégories dont seules trois sont significatives pour le modèle : les années 2011, 2013 et 2015 (c'est-à-dire, alternée de manière biennale). On aurait pu utiliser la variable trimestrielle *Trim* (au lieu de *Ann*), mais cela est trop coûteux sur les données car nécessitant d'intégrer 19 variables temporelles (au lieu de seulement 3 pour la variable *Ann*), bien que le  $R^2$  atteigne 0.99.

Concernant les autres variables :

- L'existence ou non de composante bancaire dans les dettes LBO n'influe pas sur le spread de ces dettes : en fait, si au début, on a fait l'hypothèse que l'existence d'un contrôle et d'une supervision bancaire réduit le risque sur l'emprunt, cela pourrait tout de même avoir des effets contraires car incitant le débiteur à être opportuniste sur les composantes non-bancaires des dettes.
- De manière analogue, un prêt assorti de garanti (clauses restrictives du Covenant) pourrait faire augmenter le risque (de tricherie, par exemple, où le débiteur peut être amené à augmenter sa perte en cas de défaut), nécessitant alors davantage de prudence de la part du prêteur.
- Par ailleurs, la présence ou non de tranche amortissable dans le financement peut provenir d'une initiative du fonds (l'emprunteur) ou des prêteurs : dans le premier cas, cela peut par exemple inhérent à l'aversion au risque du fonds qui veut éviter le « mur de la dette » (l'accumulation des dettes à rembourser *in fine*), et cela est donc susceptible de réduire le risque, et donc le spread des dettes LBO ; dans le second cas, cela peut relever de la méfiance du prêteur qui veut se couvrir contre un risque élevé perçu, donc avec un spread élevé. Devant ces effets possibles contradictoires, l'on peut simplifier que ceux-ci sont finalement non-significatifs (en s'annulant, par exemple).

*In fine*, les sous-hypothèses SH1.4 (caractère bancaire des dettes) et SH1.6 (existence ou non de covenant) n'ont pas été validées.

Quant à l'explication du nombre de tranches des dettes LBO, c'est le deuxième modèle qui apparaît nettement plus robuste : le Tableau 16 ci-dessous explicite ce modèle, avec les sous-hypothèses validées correspondantes.

Tableau 16 – Meilleur modèle expliquant le nombre de tranches des dettes LBO

	<b>Coefficients</b>	<b>t (Student)</b>	<b>Sous-hypothèses validées</b>
<i>Subordination des dettes</i>	3.1799	16.41	SH2.3
<i>Existence de tranche bancaire</i>	3.2661	18.03	SH2.4
<i>Existence de tranche amortissable</i>	0.8778	16.94	Supplémentaire
<i>Constante</i>	-2.1799	-10.70	

$F(3 ; 124) = 186.80$  ; Prob > F = 0.000 ;  $R^2 = 0.82$  ;  $\bar{R}^2 = 0.81$  ; n = 128

Equation: tranches de dette =  $3.1799*s + 3.2661*t + 0.8778*a - 2.1799$

Où, s = subordination des dettes, t = existence de tranche bancaire, t = existence de tranche amortissable

Les autres variables (la rentabilité de la cible, le levier d'endettement, la valeur de l'entreprise, les variables temporelles, le pays, et l'industrie) n'ont pas d'effets significatifs dans ce modèle explicatif du nombre de tranches des dettes LBO. Dès lors, il semble que la quasi-totalité des décisions finales prises dans la structuration de ces dettes appartiennent aux prêteurs et non pas tellement au fonds LBO.

Cela dit, les sous-hypothèses SH2.1 et SH2.2 ne sont pas confirmées, ainsi que la SH2.6 au niveau du signe de la relation (devant être positif au lieu du supposé négatif). Même si l'on peut considérer que les sous-hypothèses SH2.5 et SH2.6 (en faisant abstraction de la question du signe de la relation) sont quelque peu confirmées, la qualité insatisfaisante du premier modèle intégrant les variables concernées par ces sous-hypothèses (le taux Euribor et l'existence ou non de covenant) amène à abandonner celui-ci.

## 5.2. Discussion

Quelques points méritent d'être revisités à propos de ces deux modèles proposés pour expliquer les structures des dettes LBO, mais également touchant à des éléments connexes.

D'abord, il importe de parler de la concentration des tranches, c'est-à-dire des tendances des pratiques dans le choix de répartition des dettes entre les différentes tranches qui les composent. Ainsi, comme déjà montré au début de l'analyse (cf. Tableau 9) l'on constate alors qu'en général, en dehors de la configuration nommée ici « *allBond* » qui ne représente qu'un peu plus de 10% de l'échantillon, les tranches seniors regroupent la majorité des dettes LBO.

C'est probablement à cause de cela que le test sur la variable *b* (existence de composante bancaire dans les dettes LBO) n'a pas été concluant sur le modèle de la prime de risque (*t*-test invalidant la significativité de cette variable pour expliquer le spread des dettes) : une large majorité des dettes LBO est encore soumise à la supervision bancaire, au moins en partie. Néanmoins, ces derniers temps, il est constaté la montée des financements hors circuit bancaire, essentiellement à travers une émission d'obligations *high yield* qui s'apparente aux financements mezzanines mais les dettes sont uniquement composées d'une seule tranche « privée » (non-bancaire). Ce type de configuration se rapproche sensiblement alors des fameuses dettes « unitranche » d'Outre-Atlantique qui y sont très majoritaire (finançant près de 70% des LBO nord-américains).

En effet, bien que les unitranche évoluent assez timidement en Europe<sup>8</sup>, la tendance est plutôt exceptionnelle en France : 9 sur les 15 cas d'unitranche relevés dans l'échantillon considéré ont été réalisés sur le marché français. En tout cas, cette quinzaine de cas est localisée dans les pays « noyaux » de l'Europe occidentale (parmi les pays fondateurs de l'Union Européenne), membres actuels de la zone Euro. Cela questionne alors sur le rôle de la construction européenne sur le développement du marché du LBO sur le continent : il s'agit là d'une piste de recherche intéressante. Par ailleurs, ces dernières années, la concurrence entre le financement bancaire et les unitranche devient de plus en plus frontale en Europe. En effet, même plus cher qu'une configuration classique composée uniquement de dettes seniors, le financement unitranche serait moins cher qu'un financement subordonné car l'absence de subordination réduit le risque lié au

---

<sup>8</sup> Toutefois, l'on peut bien parler d'évolution positive car tous ces cas d'unitranche n'émergent qu'à partir de 2013, la grande majorité étant située dans la période 2014-2015.

remboursement. De plus, la réduction du nombre d'investisseurs différents intégrés sur un même financement de LBO facilite la prise de décision. Enfin, les marges des dettes bancaires ont connu une augmentation significative ces quelques années, l'écart avec le financement désintermédié n'apparaît plus substantiel (Letayf, 2012).

Cela dit, « l'effet pays » pourrait bien exister mais n'agissant encore que sur une partie moindre du marché du LBO européen, en attendant que le marché évolue sur une situation plus significative.

Il faut aussi parler de l'importance accordée à l'Euribor comme référence dans la fixation du taux d'intérêt des dettes LBO (et donc du spread correspondant). L'article de Pinter et Boissel (2016) remet en question la capacité de l'Euribor à refléter le contexte macroéconomique sur les marchés des dettes, en l'occurrence. Certes, les conditions de financement des banques étaient relativement homogènes avant la crise de 2008 (ces institutions financières étaient peu porteuses de risque) ce qui rapproche les taux auxquels les banques sont censées emprunter sans risque avec l'Euribor. Mais, la crise a complètement bouleversé le secteur, faisant en sorte que seules quelques banques de référence de l'Euribor sont véritablement « sans risque » (Taboga, 2014). L'Euribor ne reflète plus alors que très imparfaitement les conditions de financement dans le secteur bancaire de la Zone Euro.

De plus, au lendemain de la crise, les multiples interventions des pouvoirs européens sur ce secteur viennent davantage brouiller cet indicateur. Il faut par exemple citer la politique monétaire d'accommodation (appelée *Quantitative Easing*) de la Banque Centrale Européenne (BCE) qui a pour but de contrer le resserrement de crédit et les risques déflationnistes entraînés par le contexte post crise : il s'agit d'une politique non-conventionnelle avec laquelle la BCE rachète massivement les actifs (essentiellement composés de créances de mauvaise qualité en termes de solvabilité des débiteurs) des différents pays de la zone Euro (et injecte des liquidités par cette occasion), tout en abaissant ses taux d'intérêt. Cela ne peut que déconstruire et façonner « artificiellement » les indicateurs habituellement utilisés du secteur bancaire européen, dont celui de



l'Euribor qui connaît des taux négatifs. Le problème ne vient donc pas initialement de l'Euribor en tant que tel, qui devrait constituer une référence « positive » pour la fixation des taux d'intérêt des dettes LBO : celles-ci sont habituellement déterminées sur l'Euribor sur lequel est ajouté un certain nombre de points de base. Archer (2016) en conclut que *« les taux d'intérêt négatifs sont bel et bien une anomalie et révèlent que la crise financière est encore vivace »*.

Quant à « l'effet-taille » des dettes, la réalité est encore plus complexe avec des impacts potentiels contradictoires qui agissent sur le risque de remboursement et la structuration des dettes LBO. Certes, d'une part, la taille d'une firme peut constituer une sorte de garantie contre ce risque pour le prêteur, en termes de capacité de remboursement et de stabilité dans les revenus et les rentabilités (Omri & Bellouma, 2008; Lafrance, 2012; 2013). Cependant, d'autre part, le risque associé à une opération de LBO peut être relativement plus complexe par rapport à d'autres opérations sous-jacentes à l'endettement : en fait, selon Goutard (2007), *« l'on trouve de moins en moins de bonnes sociétés à acquérir »* (p. 17), ce qui amène les investisseurs à s'intéresser majoritairement à des cibles moins performantes, voire en difficulté apparente (mais présentant pour les investisseurs un certain potentiel de croissance) ; en d'autres termes, les prêteurs peuvent considérer surtout le financement d'une telle opération comme un risque à prendre qui sera nécessairement proportionnel au montant des dettes, et donc à la taille de l'entreprise cible elle-même.

Aussi, il ne faut pas oublier que la grande majorité des entreprises cibles sont de taille relativement modeste, ce qui réduit fortement cet « effet-taille » sur les dettes LBO.

Enfin, il faut reconnaître la perfectibilité de ces modèles qui devraient intégrer d'autres variables non prises en compte, à défaut de données. L'on peut, en effet considérer des variables relatives au management (stratégique et opérationnel) de l'entreprise (comme le positionnement concurrentiel, la gestion des actifs et des passifs, etc.), à l'actionnariat (le LBO ayant de forts enjeux non seulement sur le management mais également, et surtout sur la propriété de l'entreprise), au macro-environnement et microenvironnement

de la cible, etc. Une autre piste de recherche se dessine alors, par exemple, en se focalisant sur un marché géographiquement plus réduit (que celui étudié dans la présente recherche), de manière à effectuer des analyses comparatives.

En tout cas, les résultats de ce travail de recherche constituent un point de départ solide sur l'explication du spread (et les taux d'intérêt) des dettes LBO et la structuration de celles-ci.

## Conclusion

Le *leverage buy-out* (LBO) est une technique de placement assez complexe, mais se présentant très rentable pour les investisseurs. Il faut, dans cette perspective, admettre que ce type de placement comporte beaucoup de risque, notamment celui relatif au retournement de conjoncture, étant donné que le LBO est fortement dépendant de la performance de l'entreprise sous-jacente (la cible). Parmi les avantages souvent cités du LBO figurent la potentialité de cette technique à résoudre le problème d'agence existant entre les actionnaires (le principal) et le management (l'agent). De temps en temps également, l'achat avec effet de levier est loué par les investisseurs financiers comme étant un moteur rehaussant la performance de la société cible. Néanmoins, cette technique est aussi critiquée comme favorisant la financiarisation de l'entreprise et de l'économie, délaissant les véritables intérêts pour l'entreprise et pour ses salariés. Mais, la perspective de revente de l'entreprise cible est toujours avancée comme une des motivations de préserver ces intérêts (de l'entreprise notamment, donc ne délaissant pas les innovations en l'occurrence) pour présenter un « produit » attractif aux yeux des repreneurs potentiels.

Par ailleurs, il faut dire que le LBO a de forts enjeux vis-à-vis des principaux acteurs de ce marché. D'abord, les impacts pour l'entreprise cible des opérations de LBO sont théoriquement élevés, surtout au niveau de sa performance. Aussi, les managers adoptent un tout autre point de vue, notamment à l'égard de la dette : en effet, étant des actionnaires en devenir, ils trouvent dans celle-ci une ressource majeure de profit personnel. Il y a également les fonds qui n'hésitent pas à contracter massivement des emprunts pour financer les opérations de LBO et en attendent des plus-values positives et substantiellement élevées.

A travers l'élaboration de deux modèles explicatifs de la prime de risque des dettes LBO et de la structuration de celles-ci, l'on constate que les décisions relatives au financement des opérations de LBO sont complexes à prendre. De nombreuses variables entrent directement dans ces explications directement, tandis que d'autres sont considérées en fonction d'autres paramètres. Ainsi, si la subordination des tranches des dettes, le levier

d'endettement et la rentabilité économique de la cible influencent « au premier niveau » le spread des dettes, les impacts du taux Euribor et de la valeur de l'entreprise (en termes d'effet-taille) sur le modèle explicatif du spread dépendent entre autres des variations temporelles (trimestrielles et/ou annuelles – la période biennale apparaît un choix optimal) des paramètres considérés. De manière analogue, tandis que la présence de composante bancaire dans les dettes, la subordination des tranches, et l'existence d'une tranche amortissable dans le financement du LBO expliquent suffisamment le nombre de ces tranches (au « premier niveau »), d'autres variables comme la rentabilité de la cible et le taux Euribor peuvent avoir aussi des influences importantes, mais de moindre mesure.

En outre, la convergence des pratiques de financement, notamment dans un environnement devenant de plus en plus concurrentiel sur le marché des dettes, devrait peut-être modifier ces influences. Serait-on par exemple en train de se rapprocher des pratiques d'Outre-Atlantique où la grande majorité des opérations de LBO sont financées de manière désintermédiée ? Toutefois, les souvenirs de la grande crise financière de 2008 restent encore bien vivants en Europe, de sorte que la prudence est davantage la règle, aussi bien du côté des investisseurs qu'imposée par les autorités financières. Il faut alors reconnaître que les variables explicatives à prendre en compte recouvrent des champs encore plus vastes que celui de la présente étude, qui reste d'ailleurs un point de départ important pour des recherches approfondies en matière de financement du LBO européen.

## Bibliographie

- Archer, J.-Y. (2016, mars 10). *Les taux d'intérêt négatifs pour les nuls*. Consulté le octobre 30, 2017, sur Le Figaro: <http://www.lefigaro.fr/vox/economie/2016/03/10/31007-20160310ARTFIG00181-les-taux-d-interet-negatifs-pour-les-nuls.php>
- Bancel, F. (2009). Efficacité et légitimité du modèle LBO. Le conflit actionnairestakeholder revisité. *Revue française de gestion*(198-199), 241-257. Récupéré sur <http://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2009-8-page-241.htm>
- Bonnet, C. (2005). Confiance et liens sociaux entre capital-investisseurs et dirigeants d'entreprise : conséquences comportementales et influence sur la performance financière. *Finance Contrôle Stratégie*, 8(2), 99 – 132. Récupéré sur <http://leg.u-bourgogne.fr/rev/082132.pdf>
- Boudet, D. (2008). On ne devient pas chef d'entreprise par hasard, lorsqu'on est issu du salariat, cela demande du temps. De même, céder son entreprise nécessite plusieurs années de préparation. *Humanisme et Entreprise*(287), 21-35. doi:10.3917/hume.287.0021
- Brown, D., Fee, C., & Thomas, S. (2009). Financial leverage and bargaining power with suppliers: Evidence from leveraged buyouts. *Journal of Corporate Finance*, 15(2), 196-211.
- Garabedian, A. (2015, mai 29). *Les acteurs du financement d'acquisition se soumettent à l'examen de la BCE*. Récupéré sur L'AGEFI Quotidien: <http://www.agefi.fr/financements-marches/actualites/quotidien/20160126/acteurs-financement-d-acquisition-se-soumettent-a-166643>
- Garabedian, A. (2016, novembre 24). *La BCE pose ses limites au marché des prêts LBO*. Récupéré sur L'AGEFI Quotidien:

<http://www.agefi.fr/regulation/actualites/quotidien/20161124/bce-pose-limités-marche-prets-lbo-204740>

- Goutard, N. (2007). LBO : le management par la tyrannie du cash. *Le journal de l'école de Paris du management*(66), 15-21. doi:10.3917/jepam.066.0015
- Gruselin, A. (2007, février). *La mécanique des LBO (leverage buy out)*. Consulté le 2017, sur 6com.be: <http://www.6com.be/donnees/dossiers/fonds/fonds4.pdf>
- Jensen, M. C. (1989). Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), 61-74.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976, octobre). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of financial economics*, 24(2), 217-254.
- Kaplan, S. N., & Stein, J. C. (1993). The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s. *Quarterly Journal of Economics*, 108(2), 313-358.
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.
- Lafrance, A. (2012). *Dynamique des entreprises : Variation de la rentabilité d'entreprises canadiennes de différentes tailles, de 2000 à 2009*. Ottawa, Ontario: Ministère de l'Industrie - Division de l'analyse économique.
- Lafrance, A. (2013). *La taille des entreprises et le compromis entre le risque et le rendement*. Ottawa, Ontario: Ministère de l'Industrie - Division de l'analyse économique.
- Laurin, A. (2016, février 24). *Le marché du LBO atteint un niveau inégalé depuis la crise*. Consulté le 2017, sur L'AGEFI Quotidien: <http://www.agefi.fr/financements-marches/actualites/quotidien/20160224/marche-lbo-atteint-niveau-inegale-crise-174882>

- Letayf, M. (2012, mars 15). *La dette unitranche, nouveau produit de financement d'acquisition*. Consulté le décembre 2017, sur magazine-decideurs.com: <http://www.magazine-decideurs.com/news/la-dette-unitranche-nouveau-produit-de-financement-d'acquisition>
- Lie, E., & Lie, H. J. (2002). Multiples Used to Estimate Corporate Value. *Financial Analysts Journal*, 58, 44-54.
- Ménard, N. (2013). *La pratique du LBO dans l'Union européenne. Master 2 professionnel - Opérations et fiscalité internationales des sociétés*. Paris: Université Panthéon - Sorbonne - Paris I.
- Mnejja, A., Sahut, J.-M., & Teulon, F. (2012). Entreprises non cotées et différence d'évaluation entre LBO et M&A. *Gestion*, 29, 93-106. doi:10.3917/g2000.296.0093
- Omri, A., & Bellouma, M. (2008). L'impact de la qualité de la Relation Banque-Entreprise sur la prime de risque exigée des entreprises tunisiennes. *La Revue des Sciences de Gestion*(229), 95-102. doi:10.3917/rsg.229.0095
- PEMagazine. (2012, juin 27). *La mezzanine se branche sur le courant alternatif*. Consulté le décembre 2017, sur Private equity magazine: <http://www.pemagazine.fr/MjUwOA/la-mezzanine-se-branche-sur-le-courant-alternatif>
- Pinter, J., & Boissel, C. (2016, novembre). The Eurozone deposit rates' puzzle: choosing the right benchmark. *Economics Letters*, 148, 33-36. doi:10.1016/j.econlet.2016.09.005
- Quiry, P., & Le Fur, Y. (2016). Chapitre 50 - Les LBO. Dans P. Quiry, & Y. Le Fur, *Le Vernimmen* (pp. 1015-1032). Le Vernimmen.
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, 59(2 - Part 1), 197-216. Récupéré sur [http://www1.american.edu/academic.depts/ksb/finance\\_realestate/rhauswald/fin673/673mat/Roll%20\(1986\),%20Hubris%20Hypothesis,%20JB.pdf](http://www1.american.edu/academic.depts/ksb/finance_realestate/rhauswald/fin673/673mat/Roll%20(1986),%20Hubris%20Hypothesis,%20JB.pdf)

- Strömberg, P. (2009). *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings*. Stockholm: Institute for Financial Research (SIFR).
- Taboga, M. (2014). What is a prime bank? A Euribor-OIS spread perspective. *International Finance*, 17, 51-75.
- Thibierge, C., & Thomas, P. (1997). L'effet de levier. Une relecture opérationnelle à destination des décideurs financiers d'entreprise. *Cahier de recherche ESCP*(97-135), 1-32.
- Zahra, S. A. (1995). Corporate entrepreneurship and financial performance: The case of management leveraged buyouts. *Journal of Business Venturing*, 107, 225-24.