



Le rôle de la dette dans le LBO : une revue de la littérature

Ouidad Yousfi

► To cite this version:

| Ouidad Yousfi. Le rôle de la dette dans le LBO : une revue de la littérature. 2007. hal-04139236

HAL Id: hal-04139236

<https://hal.science/hal-04139236>

Preprint submitted on 23 Jun 2023

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



<http://economix.u-paris10.fr/>

Document de Travail

Working Paper

2007-08

Le rôle de la dette dans le LBO : une revue de la littérature

Ouidad YOUSFI



UMR 7166 CNRS

Université Paris X-Nanterre
Maison Max Weber (bâtiments K et G)
200, Avenue de la République
92001 NANTERRE CEDEX

Tél et Fax : 33.(0)1.40.97.59.07
Email : secretariat-economix@u-paris10.fr



Université Paris X Nanterre

Le rôle de la dette dans le LBO : une revue de la littérature.

Ouidad YOUSFI
oyousfi@u-paris10.fr

Résumé :

Après 1985, un tiers des projets LBO n'ont pas pu honorer leur dette, les conséquences furent désastreuses, parmi les cas les plus célèbres les rachats via LBO de *Federated Department Stores* par *Campeau* et de *Gateway* par *Macy's*). Le grand nombre de faillite a remis en question le rôle de la dette LBO : est ce que cette dette est aussi avantageuse ?

Le but de cet article est de répondre à cette question au travers des études théoriques et empiriques qui ont traité d'une façon ou d'une autre la dette buyout. Les théories revisitées se partagent en deux volets : Le premier soutient l'hypothèse selon laquelle la dette LBO est créatrice de valeur (les théories d'agence, des économies d'impôt, de l'asymétrie d'information et des free cash-flows). Le deuxième volet présente cette dette comme un moyen de transférer les gains de richesses d'un agent à un autre (la théorie des transferts).

Mots-clès : *Leverage buy out*, asymétrie d'information, dette, structure de capital, *free cash-flows*.

Abstract :

After 1985, a large number of LBO project were not able to meet their debt. Among these cases, *the Federated Department Stores LBO* repurchased by *Campeau* and *the Gateway LBO* repurchased by *Macy's*. But, the conventional view of LBO transactions is that they are designed

to improve the efficiency of the firm. The question raised in this paper is the following : What makes the buyout debt so advantageous ?

To answer to the question, we provide a survey of the theoretical and empirical literature based on two opposite sides : On the first side, debt is value enhancing (the agency theory, the tax savings theory, the asymmetric information theory, and the free cash flows theory). On the other side, debt creates private value captured by shareholders : The shareholders' gains come from the exploitation of financial market mis-evaluation, from the usage of tax benefits, and from rent expropriation from worker, suppliers and other corporate stakeholders (the transfer theory).

Keywords : *Leverage buy out*, asymmetric information, debt, capital structure, *free cash-flows*.

JEL classification : G 14, G 32, G 34.

1 Introduction

L'histoire du LBO est née au Etats-Unis à la fin des années 70. Les premiers LBO sur le marché français sont apparus au milieu des années 80. Depuis, le nombre de projets LBO a augmenté significativement.

Le LBO^{1, 2} est défini comme le rachat d'une société, dite cible, par

¹Selon l'Association française des investisseurs en capital (Afic) :

”Un leverage buy out peut être défini comme l'achat d'une entreprise, financé partiellement par emprunts, dans le cadre d'un schéma juridique spécifique et fiscalement optimisé où les dirigeants sont associés en partenariat avec des investisseurs professionnels spécialisés ”

Livre Blanc LBO, 2002

²Selon la composition de son actionnariat, on distingue trois types de montages LBO :

* Le LBO (*Leveraged Buy Out*) et LBI (*Leveraged Buy In*) : Dans le premier montage, l'acheteur est issu de la cible (exemple les salariés de la cible), alors que l'acheteur LBI est externe (exemple une société de "private equity").

* Le LMBO (*Leverage Management Buy Out*) où les acheteurs sont les dirigeants de la cible et le LMBI (*Leverage Management Buy-In*) où ils sont des dirigeants externes.

* Le BIMBO (*Buy In Management Buy Out*) : les dirigeants de la cible font le

une autre société, dite holding. La cible est un département d'une entreprise ou une filiale d'un grand groupe dont l'objectif est de se recentrer sur son métier de base ou encore une entreprise familiale qui a des problèmes de succession. Ce rachat est financé par des dettes représentant 70 % du capital (elle peut atteindre 90 %, voir Jensen, 1986, 1989) et 30 % de fonds propres apportés par les dirigeants et le fonds LBO. La plus grande partie des dettes permettant à la holding de racheter la cible est la dette bancaire, dite dette senior. Le prêt senior et les fonds propres sont ensuite complétés par d'autres types de dettes, par exemple la dette mezzanine, la dette obligataire ou subordonnée et le crédit vendeur.

Plusieurs facteurs ont favorisé le développement du LBO : les restructurations industrielles, la baisse des taux et les levées de fonds considérables. Par ailleurs, il existe d'autres facteurs qui sont liés au contexte économique des années 80, à savoir l'abondance des capitaux et la rareté des projets rentables, l'usage excessif des obligations à haut rendement (*junk bonds*)³ et la vague de cessions de filiales entamées par les grands conglomérats. Ces derniers voulaient se recentrer sur leurs métiers de base.

rachat en partenariat avec des dirigeants externes (exemple : les LBO partnerships).

Il existe d'autres formes plus complexes de transmission de capital, exemple le LBU (*Leveraged Build up*). C'est un des montages précédents dont l'objectif est la réalisation d'un projet de croissance externe à partir d'une acquisition initiale. La cible permet de faire de nouvelles acquisitions pour constituer un groupe. C'est donc un achat stratégique pour former un groupe dont la valeur et le poids sur le marché sont plus importants.

³Junk bonds est le surnom donné aux États-Unis aux obligations qui sont classées comme "spéculatives" par les agences de notation, c'est à dire celles dont la notation financière est inférieure à :

- Baa3 pour *Moody's*
- BBB- pour *Standard & Poor's* et *Fitch Ratings*.

Le nom exact de ces obligations est High-yield debt, "obligations à haut rendement". Ce sont des obligations très mal cotées sur le marché et qui sont très risquées. Elles sont apparues en 1977 quand la banque d'investissement *Bear Stearns* a organisé le premier placement public d'une obligation émise par un émetteur de notation inférieure aux notations des agences de rating situées entre AAA et BBB- selon l'échelle de *Standard & Poor's*. Le marché des obligations à haut rendement a connu une grave crise en 1989, à la suite du défaut de plusieurs émetteurs.

La littérature financière ne permet pas de définir avec précision le rôle de l'endettement dans le LBO. Certains pensent que la dette LBO réduit les coûts d'agence issus des divergences d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants (Jensen et Meckling, 1976, De Angelo, De Angelo et Rice, 1984 et Habib, 1997). Elle permet de réduire principalement ceux liés aux flux de trésorerie disponibles⁴ et incite les dirigeants à l'effort et à coopérer avec les actionnaires. L'actionnariat des dirigeants est un bon remède contre l'opportunisme managérial. Par ailleurs, les firmes endettées sont plus performantes que celles qui ne le sont pas. Cette performance est persistante même quelques années après le LBO (Jensen, 1986 a, 1986b, 1989).

En contrepartie, d'autres pensent que malgré le succès des rachats LBOs, ils ne sont qu'une simple transition de capital. Seuls les actionnaires tirent avantage de cette transaction. Le LBO induit des transferts de gains de richesse au détriment des obligataires, des salariés et même du Trésor Public (Kaplan 1989a, 1989b, Lehn et Poulsen 1989, Shleifer et Summers, 1989, Ippolito et James, 1992).

Si certaines théories prédisent que le rachat LBO est très avantageux grâce à sa dette, comment expliquer la faillite d'un grand nombre de projets au cours des années 80 et la crise généralisée en 2002 ? L'endettement LBO est-il un réel avantage pour les entreprises cibles ? S'agit-il réellement d'une forme d'organisation plus efficiente que celles des entreprises cotées ?

Pour tenter de répondre à ces questions, nous exposons les principaux travaux théoriques sur le LBO axés sur le rôle de la dette. Nous

⁴Vernimmen définit les flux de trésorerie disponibles (ou free cash-flows) après impôt par les flux de trésorerie générés par l'actif économique. Ils se calculent ainsi :

Excédent brut d'exploitation - Variation du besoin en fonds de roulement - Impôt normatif sur le résultat d'exploitation (égal au résultat d'exploitation multiplié par le taux de l'impôt sur les sociétés) - Investissements nets des désinvestissements = Flux de trésorerie disponible après impôt.

Ce sont les flux versés sous forme de remboursement de l'endettement et d'intérêts (pour les créanciers), de dividendes et de réduction de capital (pour les actionnaires).

Selon Jensen (1986), c'est les flux qui dépassent les besoins de financement nécessaires à tous les projets à VAN positive actualisée au coût du capital.

revisitons la théorie d'agence, la théorie d'économie d'impôt, la théorie des transferts de richesse et la théorie des cash-flows. Chaque fois, nous exposons les principaux résultats empiriques.

2 La théorie d'agence :

On distingue deux types de conflits d'agence qui peuvent apparaître dans le LBO :

- Les conflits d'agence entre les actionnaires et les dirigeants :

Dans une étude faite sur le marché américain auprès de 500 entreprises, H. Demsetz (1983) rejette l'hypothèse de parfaite corrélation entre les intérêts des dirigeants et des actionnaires. Jensen et Meckling (1976) définissent une relation d'agence comme un contrat par lequel une personne, dite le principal, délègue une partie de ses responsabilités à une tierce personne, dite l'agent, en contrepartie d'une rémunération fixée à l'avance. Jensen et Meckling étudient les conflits d'agence lorsque les dirigeants ne sont pas les seuls propriétaires du projet. L'effort et la compétence des dirigeants contribuent plus que les fonds apportés par les actionnaires dans la création de la richesse. Toutefois, ils ne touchent qu'une partie des bénéfices. Leur valeur est souvent sous estimée par les actionnaires : les dirigeants touchent une rémunération fixe quelque soit le résultat alors que ces bénéfices sont distribués sous forme de dividendes aux actionnaires. En cas de faillite, ils supportent totalement les conséquences jusqu'à la perte de leur emploi. Les dirigeants sont ainsi incités à fournir moins d'effort et à dépenser les flux qui sont sous leur contrôle dans la consommation d'avantages excessifs : par exemple, ils peuvent les dépenser dans la construction de nouveaux locaux luxueux, l'achat de voitures de service, la location d'un avion privé. Ces consommations en nature réduisent les recettes des actionnaires. Elles sont d'autant plus importantes si les dirigeants ne détiennent qu'une faible fraction de capital. De tels comportements peuvent permettre d'augmenter la taille de la firme mais réduisent sa valeur de marché. Ces comportements induisent des coûts d'agence significatifs. Les dirigeants peuvent

"sacrifier" les intérêts du restant des actionnaires pour garder leurs emplois. Dans cet objectif, ils cherchent à investir dans des projets qui augmentent la taille de l'entreprise plutôt que sa valeur de marché. Travailler dans une grande entreprise est perçu positivement sur le marché de l'emploi. Pour ceci, ils investissent dans des projets inutiles et même à VAN négative. Les actionnaires, remarquant le détournement d'une partie de leur profit gaspillée par les dirigeants, engagent des dépenses supplémentaires pour les contrôler et pour réduire leur consommation privée. Ces coûts vont se répercuter sur la valeur des actions baissant leur prix sur le marché. Selon Jensen et Meckling (1976), la structure financière optimale doit permettre de minimiser les coûts d'agence issus des divergences d'intérêt entre les dirigeants, les investisseurs financiers et les institutions purement financières. LBO présente plusieurs mécanismes permettant de réduire les divergences d'intérêt entre les deux partenaires :

(1) L'actionnariat des dirigeants : L'idée du LBO est souvent celle des dirigeants ou des salariés de la cible. Etant contraint financièrement, ils investissent la totalité de leur richesse dans ce rachat. Ils accèdent ainsi à l'actionnariat de la cible tout en gardant leur statut initial. L'actionnariat des dirigeants permet d'aligner leurs intérêts avec le reste des actionnaires. Ils ne peuvent plus se permettre d'adopter des comportements opportunistes parce qu'ils sont les premiers à supporter les conséquences.

(2) L'usage d'un endettement élevé : Jensen (1986, 1989) montre que la dette LBO incite les dirigeants à utiliser les free cash-flows pour rembourser les dettes au lieu de les dépenser de façon discrétionnaire. Selon sa théorie des cash-flows, la dette exerce un double contrôle sur les dirigeants : (a) l'émission de dette les oblige à affecter les flux de trésorerie au remboursement des annuités au lieu de les gaspiller : les dettes se substituent aux dividendes et (b) l'endettement LBO est considérable. En cas de défaut de paiement, les créanciers peuvent décider d'arrêter le projet et de le liquider. Ainsi, ils seront payés en priorité, ensuite les fonds LBO et enfin les dirigeants. Ces derniers sont les plus concernés par le risque de faillite, puisqu'ils risquent de perdre la totalité de ce

qu'ils possèdent⁵. Stulz (1990) rejoint Jensen en deux points. Le premier est lié au choix de financement par dette : l'émission de la dette est avantageuse si le coût marginal de cette émission est égal à son bénéfice marginal. Le deuxième est lié aux problèmes d'agence : l'obligation de maintenir l'échéancier de remboursement est censée réduire l'autonomie des dirigeants par rapport aux actionnaires.

(3) Le rôle actif du fonds LBO : Les fonds LBO sont formés par des financiers et des industriels spécialisés dans le lancement des cibles. Ils sont des investisseurs très actifs : en plus de leur soutien financier, ils participent dans plusieurs tâches (le développement de la stratégie, la gestion de la cible, le recrutement du personnel, l'étude du marché). Ils peuvent profiter au projet par leur carnet d'adresses pour trouver de nouveaux fournisseurs ou cibler une nouvelle clientèle ou encore conclure de nouvelles dettes. Ils exercent un contrôle continu sur les dirigeants. Si les résultats sont mauvais, ils n'hésitent pas à détenir le contrôle et à exercer un monitoring.

- Les conflits d'agence entre les actionnaires et les créanciers :

Ces divergences d'intérêt sont issues des politiques financières, de dividendes et d'investissement (Jensen et Smith, 1985). Si les actionnaires augmentent l'endettement de la cible, le risque de faillite augmente ce qui diminue la valeur des obligations des créanciers. Nous détaillons ce dernier point dans la section (6) sur la théorie des transferts.

Les actionnaires peuvent décider d'investir dans des projets plus risqués que prévu. Dans le cadre d'une représentation optionnelle des droits et des obligations de l'entreprise, Merton (1974) réécrit la valeur de marché de la dette et montre que la valeur des droits des créanciers est une fonction décroissante du risque de l'activité de l'entreprise. Investir dans des projets risqués en s'endettant de plus en plus augmente le risque de faillite. Sur le marché, la valeur des obligations baisse

⁵L'effet de contrôle de la dette est significatif pour les entreprises ayant peu de projets rentables (un environnement économique stable) et un potentiel élevé à générer des cash-flows.

lésant les intérêts des créanciers. Les actionnaires adoptent une politique d'investissement sous optimale : ils peuvent renoncer à des investissements dont le profit reviendrait aux créanciers. Meyers (1977) confirme ce constat. Il montre qu'en présence de dettes, les actionnaires n'accepteront un projet que si sa valeur de marché est supérieure à la valeur de marché de la dette.

Le LBO permet de réduire ces conflits en choisissant :

(1) La hiérarchisation des dettes (ou la convention de subordination des dettes) : Elle permet d'organiser l'endettement de la cible en fixant le rang de priorité des prêteurs. Diamond (1993) développe un modèle montrant que la dette de court terme (crédit client, dette fournisseur, crédit d'exploitation) doit être remboursée en premier pour alléger l'endettement de la cible. Les dettes opérationnelles sont remboursées en premier (leur maturité varie de 6 mois à 7 ans), ensuite les dettes seniors (la maturité varie de 7 à 8 ans) et enfin la dette mezzanine (maturité de 8 à 10 ans). Pour réduire les comportements opportunistes des actionnaires, les créanciers détiennent souvent des obligations convertibles et des obligations avec des bons de souscription d'actions.

(2) Le *strip financing* : chaque investisseur dans le projet qui détient un titre financier, détient une proportion standard de la dette senior, des obligations convertibles et des actions préférentielles et ordinaires. Le *strip financing* permet aux actionnaires d'être aussi des créanciers et inversement. Ainsi, chaque partenaire est contraint de ne pas prendre des décisions qui ne maximisent pas la valeur de marché de la firme (voir Galais et Masulis, 1976).

Cette technique réduit considérablement les conflits d'intérêts entre les différents partenaires et permet de limiter les coûts de détresse financière. En cas de difficultés financières, ils optent souvent pour une réorganisation qui se fait rapidement, efficacement et à moindre coût (Jensen, 1986 et Stulz, 1990). Un résultat plus fort, avancé par Opler (1993) montre que l'utilisation du *strip financing* réduit la probabilité et les coûts de faillite.

(3) Les covenants : la dette senior comprend certains engagements selon lesquels les dirigeants LBO ne peuvent pas prendre des décisions

sans l'accord préalable des banques ou du moins sans qu'elles en aient été préalablement informées.

Ces clauses sont classées en cinq catégories :

- Des clauses relatives à la politique d'investissement et de production : elles organisent et limitent les investissements, les désinvestissements, les fusions et l'utilisation des différents actifs et de la dette.

- Des clauses relatives à la politique de dividendes.

- Des clauses relatives à l'endettement limitant le risque de sa dilution si les actionnaires décident de conclure une nouvelle dette de priorité de remboursement identique ou supérieure. Pour réduire ce risque, la banque préfère être l'unique créancier en offrant la totalité des dettes du groupe.

- Des clauses relatives au mode de rémunération des créanciers tels que le recours aux obligations convertibles et l'introduction des clauses de remboursement anticipées.

- Des clauses relatives au dédouanement de la firme pour obtenir le maximum d'informations financières et comptables fiables et transparentes sur l'activité de l'entreprise.

2.1 Quelques résultats empiriques

Empiriquement, nombreuses sont les études qui ont essayé d'infirmer ou de confirmer le rôle de la dette dans la résolution des coûts d'agence.

Dans ce sens, Jensen (1989a) montre que les coûts d'agence ont atteint leur maximum au cours des années 60 : faute d'opportunités d'investissements rentables, les dirigeants ont eu du mal à placer les cash-flows cumulés des projets passés, ils les ont investi dans des conglomérats non productifs. Au cours des années 80, les fonds LBO investissent dans leur métier de base. Ce résultat a été confirmé par Easterwood et Seth (1993) qui ont considéré des projets de grande taille au cours de cette même période.

Jensen souligne l'importance du rôle joué par les fonds LBO, par exemple, le contrôle des dirigeants, leurs poids dans le conseil d'administration. Ils sont souvent majoritaires dans le capital (ils détiennent en moyenne 60 % du capital), ce qui renforce leur position dans la firme.

Cotter et Peck (2001) soulignent l'importance du rôle disciplinant de la dette mais aussi du monitoring exercé par le fonds LBO. L'intensité du monitoring dépend du type du fonds LBO : spécialiste LBO (tel que KKR : Kholberg, Kravis, Roberts & Co.), dirigeant de la cible ou un investisseur externe : ESOP (*Employee Stock ownership Plans*)⁶, société fiduciaire, compagnie d'assurance, société diverse⁷ ou encore une société individuelle à responsabilités limitées).

Les motivations pour réussir le LBO sont variées :

Si les dirigeants de la cible sont majoritaires dans le capital, ils sont incités à bien travailler pour rentabiliser leurs fonds et éviter de faire faillite. La motivation dépend aussi du type d'investisseurs LBO. La cible rachetée devient une filiale et les dettes LBO conclues se font en son nom. Les incitations des dirigeants de la firme mère sont nettement moins importantes que celles des dirigeants ou des spécialistes LBO pour deux raisons. La première est qu'ils ne sont pas des actionnaires dans le capital de la firme rachetée. La deuxième est que la performance de la cible n'influencera qu'indirectement et marginalement les compensations qui leur sont versées, puisque la cible ne constitue qu'une proportion dans le portefeuille de l'entreprise acheteuse.

Etant aussi des actionnaires, les spécialistes LBO ont le même objectif que les dirigeants : maximiser la valeur de marché de la cible. Ils veulent réussir le projet pour réaliser le maximum de bénéfices et sortir le plus vite possible du projet.

L'étude de DeAngelos, DeAngelos et Rice (1984), sur un échantillon de 64 LBOs conclus entre 1984 et 1989, révèle un résultat fort intéressant sur la structure de la dette LBO : pour augmenter la performance de la cible, ce n'est pas nécessaire d'augmenter le montant de la dette senior. En terme de performance, ce résultat suggère que le monitoring exercé par les financiers LBO (s'ils sont majoritaires) compense la différence au niveau de l'endettement.

⁶ESOP, c'est le Plan d'épargne entreprise (PEE) qui permet aux salariés d'investir dans leur propre entreprise en rachetant des actions et favorise l'actionnariat des salariés.

⁷Campeau Corp., Lowes Corp. et Hallmak Cards.

Habib (1997) montre qu'au cours des premières années du LBO, les fonds LBO sont majoritaires dans le capital. Cette structure est ajustée continuellement jusqu'à ce que le projet touche à sa fin et que le fonds LBO cède sa part : si les résultats des dirigeants sont mauvais, leur part de capital est révisée à la baisse via la conversion des obligations des fonds LBO. Si leurs résultats sont bons, cette part peut augmenter jusqu'à 100 % à la sortie du fonds LBO

Bruton, Keels et Sciffers (2002) étudient le lien entre la performance et l'actionnariat des dirigeants. La hausse de la performance incite les dirigeants à acheter des actions. L'actionnariat des dirigeants réduit les coûts d'agence ce qui augmente la performance.

Travlos et Cornett (1993) considèrent que le LBO est une phase transitoire permettant à l'entreprise de se consolider et de résoudre ses problèmes d'agence avant de pouvoir retourner en bourse.

Une étude plus récente, faite sur le marché européen confirme l'avantage de la dette dans la réduction des coûts d'agence, particulièrement quand le monitoring des actionnaires est faible et que ces futures cibles présentent un excès de cash significatif (Andres, Betzer et Hoffmann, 2005).

Les résultats de Demstet et Lehn (1985), quant au lien entre le financement par effet de levier et la performance de la cible, révèlent que ces firmes peuvent être aussi performantes tout en étant cotées.

3 L'effet de levier fiscal dans le LBO

L'avantage fiscal de la dette se traduit par la déduction des intérêts à payer des impôts sur le bénéfice. Cet avantage existe bien avant l'apparition du LBO. Toutefois, il est significativement plus élevé dans le LBO. Les financiers considèrent qu'il est la principale source de valeur dans ces projets. Les intérêts de la dette sont déductibles au niveau de la holding, une partie de cette dette pèse ainsi indirectement sur le Trésor Public. Il existe deux régimes d'imposition. La holding doit choisir le régime le plus avantageux :

1. Le régime "mère fille" : la cible doit payer l'impôt sur les sociétés (IS). Les dividendes remontés à la holding ne sont plus imposables

(articles 145, 146 et 216 du Code Général des Impôts).

2. Le régime d'intégration fiscale : le groupe (la cible et la holding) paient l'impôt sur le bénéfice des deux. Les intérêts de la dette pèsent sur le montage, ils sont déduits de son assiette fiscale. En France, la holding doit détenir au moins 95 % des actions de la cible, contre seulement 75 % au Royaume-Uni.

Les premiers à avoir modélisé l'avantage fiscal de la dette sont Modigliani et Miller (1963) montrant que la dette a son impact sur la valeur de la firme. Dans un marché parfait⁸, ils montrent dans un premier papier (1958) que les décisions de financement et les décisions d'investissement sont indépendantes. En d'autres termes, ils séparent la sphère de l'économie réelle de celle de l'économie financière. Toutefois, s'il y a un facteur avantageant un moyen financier par rapport à un autre, tel que la fiscalité, l'usage de la dette ne peut pas être sans impact sur la valeur de la firme.

A partir des années 80, suite à la faillite de certains montages, ce rôle a été remis en question. Les études empiriques se sont alors multipliées.

Les résultats sont divers : si certains papiers confirment l'avantage fiscal de la dette (Kaplan, 1989a, Lehn et Poulsen 1988 et 1989), d'autres montrent que la dette n'est pas l'unique source d'économies d'impôt.

Si Jarrel, Brickley et Netter (1988) doutent que l'avantage fiscal de la dette est une des principales causes des opérations de fusions et des acquisitions, Lowenstein (1985) affirme que le choix de la dette dans le financement LBO est principalement conçu pour profiter des économies d'impôts. La holding utilise la cible pour réduire ses impôts.

⁸Le raisonnement de Modigliani et Miller repose sur les hypothèses très restrictives suivantes :

- Pas de coûts de transaction.
- Les marchés sont compétitifs : les individus et les entreprises sont preneurs de prix.
- Les individus et les entreprises empruntent sans limite et au même taux.
- Il n'y a pas d'asymétrie d'information entre les agents.
- Pas de taxes.
- Pas de coûts de faillite.

Kaplan (1989a) examine un échantillon de 76 LMBO arrivant à terme entre 1980 et 1986. Durant cette période, il constate que la valeur médiane des gains fiscaux varie de 21 % à 142.6 % des primes versées aux actionnaires pre-LBO. Pour examiner les sources d'économie d'impôt, Kaplan montre que les gains d'impôt sont issus principalement :

1- De la déduction des intérêts à payer : Elle dépend du montant de la dette. Les déductions d'intérêt dont bénéficient les LMBO sont compensées sous forme de produits d'intérêt payés aux prêteurs. Si ces derniers sont imposables (l'impôt sur les personnes physiques), ces revenus seront assujettis à l'impôt tout comme les gains de capital et les dividendes versés aux actionnaires non-LBO. Dans ce cas extrême, étudié par Miller (1977), l'avantage fiscal dû à la déduction des intérêts sera compensé par l'impôt sur les sociétés. En présence d'impôt sur le revenu des personnes physiques, Miller montre que la création de valeur dans le LBO est indépendante de l'effet de levier, il l'explique plutôt par la compétence des dirigeants et le choix des opportunités d'investissement.

2- De l'augmentation de la base d'amortissement des différents actifs à l'annonce du rachat LBO (*asset step-up*)⁹. Plus la base d'impôt est large, plus les déductions seront élevées. Entre 1982 et 1986, le régime fiscal, aux Etats-Unis, permettait aux entreprises candidates à un LBO d'augmenter la base d'amortissement des différents actifs. Cette base est déterminée en fonction de la valeur de marché de ses actifs au moment de la transaction. Les déductions de dépréciations dépendent du mode d'amortissement retenu par l'entreprise. Elle a donc intérêt à augmenter ses amortissements pour réduire ses impôts. Cet avantage était particulièrement élevé avant la réforme fiscale de 1986 (*Tax Reform Act*, 1986).

A titre d'exemple, 33 des LMBO retenus dans l'étude de Kaplan (1989a) ont augmenté la base d'amortissement de leurs actifs. Les dé-

⁹La section 179 du code des recettes aux Etats-Unis (§ 179 de 26 U.S.C.) permet à certains entrepreneurs de déduire immédiatement le coût de certains actifs de leurs impôts sur le revenu. Cette déduction est applicable pour les propriétés personnelles réelles tels que l'équipement et les véhicules. Les bâtiments ne sont pas assujettis aux déductions de la section 179.

ductions fiscales dues à cette mesure sont estimées à 30,4 % des primes perçues par les actionnaires sortants.

3- Une troisième source potentielle d'avantage fiscal dans un montage LMBO est le recours au financement ESOP. Il est souvent impliqué dans les fusions et les LBOs comme un moyen de financement pour les LBO et comme un dispositif anti-OPA¹⁰. C'est une entreprise créant un fonds d'investissement qui peut emprunter pour acquérir les actions et les distribuer aux salariés soit directement, soit par le biais d'un régime agréé de participation aux bénéfices (*Profit Sharing Scheme*). Ce système est principalement utilisé pour transmettre une fraction du capital de la société aux employés.

Les cotisations de l'entreprise ESOP sont déductibles fiscalement. Par ailleurs, les cotisations touchées par les salariés ne sont pas imposables. Donc, ce financement peut contribuer aux économies d'impôts en diminuant les dettes fiscales. Par conséquent, la rentabilité après impôts et donc les dividendes versés aux actionnaires sont plus élevés. Pour la cible financée par des fonds ESOP, c'est le principal à payer et les intérêts qui sont déduits des impôts. Par ailleurs, la réforme fiscale de 1984 permet aux prêteurs de déduire 50 % de ces intérêts de leur revenu imposable. Cette mesure encourage les banques à appliquer une marge d'intérêt plus faible pour les ESOPs que pour les non-ESOPs. Ces avantages fiscaux ne sont accordés qu'aux plans ESOPs dans lesquels les actions sont distribuées aux salariés avant la fin d'une période maximum de sept ans après leur acquisition¹¹.

Comme peu de propriétaires sont disposés à transmettre leurs entreprises à leurs salariés et que les critères d'homologation exigés par l'administration fiscale sont très stricts, il existe peu de plans ESOP.

L'avantage fiscal de la dette laisse supposer que l'Etat contribue au remboursement des dettes de la cible. Toutefois, Jensen (1989a) dénom-

¹⁰L'Offre Publique d'Achat (OPA) est une annonce faite par une entreprise ou des personnes physiques aux actionnaires d'une autre entreprise, leur indiquant leur intention d'acquérir les titres de la société cible à un prix donné.

¹¹Le recours à l'ESOP a aussi des inconvénients : si l'emprunt est conclu pour fuir une OPA, les actionnaires risquent de toucher une prime de rachat nettement réduite puisque le prix des actions peut baisser.

bre d'autres sources d'imposition mais qui compensant l'effet de la déduction des intérêts. Il définit cinq sources d'imposition : (1) les impôts à payer par les actionnaires prè-LBO sur les gains en capitaux générés par le LBO; (2) les impôts sur le revenu des obligataires pour les intérêts qui leur sont payés par la cible (3) l'augmentation de l'impôt sur les sociétés, associée à toute hausse des profits opérationnels; (4) les impôts payés lors de la vente des actifs de la société cible; et (5) les impôts générés par la meilleure utilisation des capitaux de l'entreprise. Les trois premiers types ont été aussi signalés par Lehn (1990)

L'ensemble de ces impôts remet en question l'hypothèse de transferts de richesse au détriment du Trésor Public qui stipule que l'avantage fiscal de la dette libère la cible de la charge des impôts.

4 Le LBO et l'asymétrie d'information

En présence d'asymétrie d'information, le projet peut être sous-évalué car la valeur des actifs est difficile à estimer. En cas de besoin de financement, toute demande de financement peut être rejetée même si la VAN du projet est positive. Dès lors, il est nécessaire de signaler au marché la qualité du projet.

Dans ce sens, plusieurs travaux ont souligné le rôle de la dette pour signaler la qualité du projet. Ross (1977) considère que seule une firme rentable, tenue par de bons dirigeants peut se permettre de se financer par autant de dettes. Leland et Pyle (1977) établissent un modèle où la part d'actions détenue par les dirigeants sert à signaler au marché la qualité de leur projet. Si le projet est de bonne qualité, les dirigeants sont les premiers à en supporter les conséquences. Ils vont investir le peu de fonds qu'ils ont dans le projet. Si le projet est de mauvaise qualité, ils ne seront pas intéressés par un tel investissement et se contenteront de leur salaire de dirigeants.

Myers et Majluf (1984) partent d'une idée de Donaldson (1961) selon laquelle la firme doit se financer en priorité par ses propres moyens (l'autofinancement). S'ils ne sont pas suffisants, elle doit se financer par des dettes peu risquées. En dernier recours, la firme peut émettre des actions nouvelles. Si les dirigeants sont mieux informés que les in-

vestisseurs externes, Myers et Majluf estiment que l'émission d'actions n'est pas un moyen de financement privilégié. L'écart informationnel entre les deux parties se traduira par une sous-évaluation des projets et des futures opportunités d'investissement. Si l'entreprise cherche son financement sur le marché, les investisseurs externes réticents vont certainement le refuser même si le projet est rentable.

Les études empiriques montrent que l'annonce d'un rachat LBO s'accompagne souvent par une augmentation brusque des cours d'actions. Une des explications possibles est la baisse de l'asymétrie d'information, suite à la révélation des informations privées retenues par les dirigeants de la cible (voir De Angelo, De Angelo et Rice, 1984, Kaplan, 1989a).

En étudiant des projets MBO où l'écart informationnel entre les dirigeants-actionnaires et le restant des actionnaires est censé être le plus significatif (les premiers connaissent souvent très bien la cible alors qu'il faut du temps à ces derniers pour révéler ces informations), Long et Ravenscraft (1993) s'accordent sur la non-existence de différences de performance avec les autres types de LBO. Cela peut signifier que les dirigeants ne disposent pas d'informations privées significatives par rapport à leurs partenaires.

5 La théorie des cash-flows

Jensen (1986, 1989) centre son analyse théorique sur les LBOs. Comme nous l'avons déjà signalé, le principal apport de cette théorie est l'effet de double contrôle de la dette LBO :

1. Les flux de trésorerie excédentaires sont destinés en priorité au remboursement de la dette, il y aura moins de dépenses discrétionnaires et moins de dividendes à distribuer aux actionnaires. Elle permet ainsi de résoudre les conflits d'agence liés aux free cash-flows.
2. En cas de faillite, les dirigeants risquent de perdre la totalité de leurs apports financiers contrairement aux fonds LBO qui diversifient leurs investissements pour se prémunir contre le risque.

Cet effet n'est pas avantageux pour les entreprises : celles ayant plusieurs projets rentables et peu de cash-flows doivent s'adresser plutôt au marché financier qui est capable d'évaluer la firme, son personnel et ses investissements futurs. Les banquiers et les analystes financiers ont plus de moyens pour vérifier l'information qui leur est révélée par leurs dirigeants.

Par ailleurs, la théorie des cash-flows a signalé d'autres avantages dans le LBO. Dans ce sens, elle montre que :

- Le LBO réduit le risque de *free riding*¹² infligé par les actionnaires aux dirigeants : étant aussi des actionnaires, les dirigeants LBO touchent des dividendes. Leur rémunération est alignée aux résultats du projet.
- La dette LBO est un mécanisme incitatif : pour augmenter leur part de bénéfices, les dirigeants sont incités à fournir plus d'effort et peuvent ainsi augmenter leur part d'actions dans le capital.
- En terme de gestion et d'organisation, la dette LBO est un facteur de changement radical. Elle permet de contourner les problèmes de décisions d'investissement non optimales : les décisions risquées et coûteuses. Les cibles LBO sont meilleures que les entreprises sur le même marché. Elles sont plus performantes et moins exposées au risque de faillite que les entreprises non endettées. En effet, le double statut des dirigeants fait que ces derniers gèrent mieux les problèmes d'insolvabilité et peuvent à chaque fois réorganiser / restructurer leur endettement rapidement.
- Le nombre de partenaires LBO est réduit, les actionnaires sont plus actifs et peuvent contrôler plus facilement les décisions des dirigeants.

En cas de défaut de paiement, Jensen (1989a) montre que la valeur de liquidation d'une firme très endettée est supérieure à celle d'une firme peu endettée.

¹²Le problème de *free riding* se pose quand un agent profite des biens ou des services d'un autre agent sans payer les coûts. Il peut même en tirer des avantages.

5.1 Quelques résultats empiriques

La théorie des cash-flows a été revisitée à plusieurs reprises. Si certains papiers ont permis de la valider, d'autres retiennent quelques éléments et en rejettent d'autres alors que certains ont tout remis en question.

Parmi les travaux qui ont permis de valider la théorie de Jensen, on peut noter ceux de Lehn et Poulsen (1989) faits sur un échantillon de 263 LBOs, réalisés entre 1980 et 1987 et issus principalement d'entreprises cotées (elle est, par exemple, une filiale d'une grande entreprise ou d'un groupe). Leurs résultats montrent que :

1- Les entreprises quittant le marché boursier ont des free cash-flows non distribués plus élevés et un potentiel de croissance plus faible que celles restant cotées. Le ratio des cash-flows sur la valeur des actions a été significativement élevé entre 1984 et 1987, une période marquée par un nombre croissant d'OPAs hostiles.

2- Les free cash-flows non distribués sont à l'origine des primes élevées, distribuées aux actionnaires lors de la conclusion du LBO.

Ce papier avance un résultat intéressant sur les conditions de retrait des "futurs LBO" : c'est la menace de prise de contrôle. Face aux nombreuses menaces d'OPA hostiles, très répandues entre 1984 et 1987, les dirigeants des entreprises ciblées ont distribué l'excès de cash ou se sont retirés en LMBO.

Si Lehn et Poulsen se sont intéressés aux primes touchées par les actionnaires, Brush, Bromiley et Hendricks (2000) ont choisi de suivre l'évolution de la performance lors de l'annonce d'un retrait. Ils ont examiné trois variables : la croissance des ventes, le niveau des free cash-flows et le gouvernement d'entreprise sur un échantillon qui ne présentait pas nécessairement les "symptômes" d'un futur LBO et ont conclu que la transition LBO a permis de relancer ces variables.

Si la théorie des cash-flows estime que le LBO permet à la cible de se recentrer sur son métier de base, les résultats empiriques montrent que les cibles continuent de diversifier leurs choix d'investissement.

Kim et Lyn (1991) montrent que les firmes se retirant de la bourse sont souvent sous-évaluées ayant des difficultés de financement et une

grande marge d'endettement.

Parmi les travaux qui ont remis en question la théorie des cash-flows ceux d'Opler et Titman (1993) qui mettent en avant le rôle incitatif de la dette comparativement à son rôle de réduction des coûts d'agence. Même en présence d'un endettement aussi élevé, leurs résultats montrent que les dirigeants de la cible peuvent se lancer dans des projets à VAN négative. Le problème de free cash-flows n'est pas complètement résolu car il y aura toujours des flux disponibles à la portée des dirigeants et sous leur contrôle.

Phan et Hill (1995) examinent un échantillon de 214 cibles ayant entrepris un LBO entre 1986 et 1989. L'étude révèle que la performance augmente immédiatement après l'annonce du rachat LBO mais s'estompe sur le long terme. S'ils ne rejettent pas la théorie d'agence et la théorie des cash-flows, ils reprochent à Jensen (1986a, 1986b, et 1988) d'être très focalisé sur la dette comme principal facteur dans l'élimination des coûts d'agence issus des flux excédentaires. En plus de l'effet de levier très élevé, Phan et Hill rappellent que l'actionnariat des dirigeants est un concept caractéristique du LBO qui joue un rôle aussi important que celui de la dette. Ils vont encore plus loin en mettant en avant le rôle de la hausse des parts de capital -détenus par les dirigeants dans l'amélioration de l'efficacité de la firme- comparativement à celui de la dette.

Pour tester l'hypothèse selon la quelle le LBO réduit les risques de surinvestissement, Servaes (1994) retient un échantillon de 700 d'entreprises entre 1972 et 1987. Son échantillon est diversifié : il comprend des entreprises rachetées via une OPA et d'autres qui se sont retirées du marché boursier. Il examine les dépenses d'investissement dans les deux types d'entreprises. Plus exactement, il cherche à savoir si ces cibles ont souffert d'un problème de surinvestissement durant les quatre années précédant leur rachat.

Les résultats sèment plus de doutes quant à la validité de la théorie des cash-flows et particulièrement sur le rôle de la dette dans la résolution des problèmes de surinvestissement. Servaes montre que même les cibles OPA n'ont pas de dépenses d'investissement excédentaires. Ce résultat

reste valable pour des sous-échantillons tels que les OPA hostiles, les entreprises se retirant de la bourse, les rachats des années 80 et les entreprises individuelles. Ce constat n'est, cependant, pas validé dans le secteur du gaz et du pétrole et dans les entreprises de grande taille. Les OPA hostiles ou les entreprises devenues privées ont enregistré des dépenses élevées comparées à leurs semblables.

D'autres papiers ont souligné la hausse de la performance post-LBO, une hausse de court terme. Dans ce sens, Kaplan (1989b) étudie un échantillon de 76 LMBO conclus entre 1979 et 1985 et arrivant à terme entre 1980 et 1986. Durant les trois premières années suivant le LBO, les résultats révèlent : une hausse des revenus opérationnels (avant dépréciation) et des cash-flows nets et une baisse des dépenses d'investissements. Kaplan explique cette performance par l'efficacité des incitations instaurées par la dette.

La forte croissance du LBO des fins des années 80 a été suivie par une période d'essoufflement. Le volume des projets LBO a atteint 1 milliard (Md) € en 1980 pour croître rapidement jusqu'à 60 Mds € en 1988. En 1990, le volume des projets LBO s'est effondré jusqu'à 4 Mds €. Pour expliquer ce constat, Kaplan et Stein (1993) ont examiné un échantillon de 124 LMBO de grande taille arrivant à terme entre 1980 et 1989. Ils constatent que les projets de fin de période ont réalisé des résultats nettement inférieurs à ceux du début des années 80. Ils soutiennent une nouvelle hypothèse à part celle des free cash-flows, c'est celle de "surchauffe du marché de LBO" signalé aussi par Jensen (1991). Ils se sont basés sur trois types de données :

- Les données liées à l'évaluation des entreprises optant pour une procédure de privatisation : ils ont remarqué que ces entreprises ont été surévaluées.

- Les données relatives à la structure financière de capital : même si le problème de surévaluation était écarté, ils ont relevé un certain nombre de faiblesses tel que l'usage excessif des obligations à haut rendement. La disponibilité des capitaux et l'accès facile et sans limites à l'endettement ont augmenté le risque et le coût de faillite. Ce dernier est passé de 2 % entre 1980 et 1984 à 27 % après.

· Ils se sont aussi penchés sur les incitations des différents partenaires et particulièrement l'impact de l'actionnariat des dirigeants sur la performance du LBO : les primes payées aux actionnaires à la fin des années 80, ont atteint des sommets, le marché du LBO est ainsi entré en bulle spéculative.

Ce papier apporte des résultats fort intéressants : si les prix de rachat LBO ont augmenté, cette hausse n'était pas particulièrement élevée comparée au restant du marché. Ces prix sont très élevés dans les seuls projets financés par des obligations à haut rendement. Par conséquent, les investisseurs optent pour des projets très risqués avec un endettement élevé.

6 Les transferts de richesse dans le LBO

Si certaines théories considèrent le LBO comme un accélérateur de l'efficience ou une source de larges économies d'impôt (Jensen 1986, Kaplan, 1989a, Lehn et Poulsen, 1989), de nouvelles théories sur les transferts de richesse au détriment des salariés, des obligataires et du Trésor Public (Shleifer et Summers, 1988, Ippolito et James, 1992, Andres, Betzer et Hoffman, 2005) regagnent plus d'intérêt.

Le retrait de la cotation boursière est caractérisé par :

- de larges primes versées aux actionnaires qui varient en moyenne entre 30 et 40 % (De Angelo, De Angelo et Rice, 1984, Kaplan, 1989a et Lehn et Poulsen, 1989).
- des décisions de retrait qui se font suite à des rumeurs ou des propositions d'OPA hostiles et donc pour fuir un changement de contrôle (Lehn et Poulsen, 1989).

Pour expliquer les larges primes dans le LBO, Shleifer et Summers (1988) considèrent que la source des primes élevées versées aux actionnaires sont les transferts de richesse au détriment des obligataires, des salariés et des nouveaux actionnaires. Ils ne voient pas de véritables différences entre ces deux formes de contrôle puisque le LBO et l'OPA conduisent à des expropriations de richesse pour réussir le projet.

Leur raisonnement repose sur les contrats implicites : une firme est d'autant plus efficiente si elle respecte les contrats implicites avec ses

salariés. Par exemple, quand elle décide de recruter des salariés c'est dans l'optique de les embaucher une longue durée, la compensation de retraite est indexée par le salaire touchée à l'âge de retraite. Ces engagements ne sont pas contractuels, les firmes peuvent licencier ses salariés pour les remplacer par une main d'œuvre moins coûteuse, ou pour réduire les compensations de retraite (qui seront indexées par le salaire au moment du licenciement). De telles décisions induisent des transferts de richesse en faveur des actionnaires mais au détriment des salariés. Par ailleurs, les actionnaires auront une mauvaise réputation sur le marché de l'emploi. Une réputation qui peut se répercuter négativement sur la valeur des obligations de l'entreprise. Cet impact peut annuler les gains de transferts.

Pour veiller sur la bonne application de ces contrats, Shleifer et Summers avancent une solution peu réaliste : investir dans la formation des dirigeants "de confiance", des dirigeants gendarmes. Toutefois, les primes très élevées¹³ versées aux actionnaires LBO sont très "attirantes": les dirigeants gendarmes finissent souvent par céder et tirer profit des multiples failles des contrats implicites.

Ippolito et James (1992) avancent d'autres explications, liées à l'environnement dans lequel le LBO est apparu : durant les années 80, le financement de l'innovation a été globalement marqué par une large vague d'obligations à haut rendement et les capitaux étaient très abondants : c'est le phénomène de surchauffe du LBO, la traduction littérale de "*Overheating phenomenon*", (voir Kaplan, 1989b). Après les années 80, les dirigeants LBO ont choisi de participer à ces LBO et de devenir des actionnaires pour pouvoir profiter de ces transferts.

Ippolito et James (1992) testent la validité des théories de l'efficience et des transferts de richesse, dans le buyout. Ils examinent l'échantillon de Lehn et Poulsen (1989). Leurs résultats confirment l'existence de ces transferts dans le LBO mais ne permettent pas de supporter la théorie d'efficience.

Kaplan (1989a) étudie une autre piste : si les résultats du LBO sont

¹³La hausse des primes LBO est souvent la résultante des anticipations faites par le marché concernant ces transferts.

très élevés, ceci n'est pas dû à un véritable essor de la performance mais plutôt à la politique de recentrage, adoptée par la cible. Pour réduire ses dépenses d'investissement, les actionnaires vendent souvent une partie de leurs anciens équipements, ceux qui sont inutiles. Ils peuvent aussi licencier ou réaffecter la main d'œuvre selon les besoins de la cible. Certains parlent même de licenciements massifs. La baisse des dépenses d'investissement augmente la performance

Dans un autre papier, Kaplan (1989b) montre que les emplois augmentent de 4,9 % après le retrait de la cible du marché boursier. Ce dernier résultat rejette l'hypothèse de transferts au détriment des salariés. Toutefois, dans cette étude Kaplan n'examine ni le nombre d'employés prè-LBO ni l'évolution des salaires entre les deux stades avant et après le LBO. Il ne considère pas l'hypothèse de remplacement des salariés prè-LBO (les salariés peuvent être licenciés dans l'objectif d'embaucher une main d'œuvre moins coûteuse).

Lehn et Poulsen (1988) ont signalé un autre type de transfert au détriment des obligataires. Ils montrent l'existence d'un lien entre le montant des dettes et les gains des actionnaires. Quand les actionnaires augmentent l'endettement, le risque de faillite augmente. Cette prise de risque induit une baisse de la valeur des obligations sur le marché.

Warga et Welch (1993) trouvent que les annonces de rachat via LBO conclus entre Janvier 1985 et Avril 1989 ont été marqués par un rendement négatif et significatif des obligations non convertibles variant entre -7.3 % et - 6.5 %. Ces résultats dépendent étroitement du marché et des données prises en compte. S'ils excluent de ces données celles relatives à *R.J.R. Nabisco*¹⁴, ces pertes ne sont plus significatives.

¹⁴*RJR Nabisco Inc.* (producteur de confiseries, de biscuits, des aliments pour faire des casse-croûtes et des épices) est un grand conglomérat américain formé en 1985 par la fusion des sociétés *Nabisco* et *R.J. Reynolds Industries* (producteurs de cigarettes et de produits alimentaires). En 1988, il a été repris, via LBO, par le fonds d'investissement *KKR* (*Kohlberg, Kravis, Roberts & Co Ltd*) pour environ 25 milliards de dollars. Cette reprise n'était pas un succès à cause de l'évolution de la législation anti-tabac aux Etats-Unis. Le groupe a décidé de se séparer de ces activités « à risque » suite à la hausse des coûts de production. La fabrication et la distribution de cigarettes ont donc été regroupées au sein de la société *R.J Reynolds*,

Toutefois, ce transfert est loin d'être confirmé car, même s'il existe, il n'est pas la principale source de gains des actionnaires. Dans ce sens, Asquith et Wizman (1990) se basent sur un échantillon de 149 obligations publiques issues de 47 LBOs, arrivant à terme entre 1980 et 1988. Ils révèlent des pertes significatives des obligataires estimées à 2,1 % mais qui ne représentent que 3 % des 42 % des gains encaissés par les actionnaires prè-LBO. Par ailleurs, ils montrent que seuls les créanciers dont les obligations ne sont pas protégées par des covenants sont concernés par ses pertes. Au contraire les obligations protégées par des covenants augmentent de valeur quand les actionnaires décident d'augmenter l'endettement de la cible (Marais, Shipper et Smith, 1989)

7 Conclusion

L'objectif de ce papier est de présenter les principaux travaux théoriques et empiriques qui ont étudié l'endettement LBO. Tous ces travaux concluent à l'importance du rôle de l'endettement.

Les théories d'agence, de cash-flows et de l'effet de levier fiscal mettent en avant le rôle de la dette dans la diminution des conflits d'agence entre d'une part les dirigeants et les actionnaires et d'autre part les actionnaires et les créanciers. Elle dissuade les dirigeants d'adopter des comportements opportunistes et des stratégies d'enracinement et donc de contourner les décisions d'investissements non optimales grâce à l'actionnariat des dirigeants et l'effet de double contrôle de Jensen. En présence d'asymétrie d'information, elle sert de signal de qualité sur le marché et protège la cible contre le risque d'être sous-estimée par le marché financier. Côté gestion et organisation, les cibles LBO sont meilleures que les entreprises opérant sur le même marché et qui sont cotées en bourse. Elles bénéficient d'un avantage fiscal considérable. A

qui par le biais d'une cession (*spin-off*) se retrouvera à nouveau côté et indépendante en 1999. La même année, *Japan Tobacco* racheta les activités non américaines du cigarettier (*RJR International*) afin de former le leader mondial du tabac *JTI*. Une fois séparée de tous ses liens avec l'industrie de la cigarette, *RJR Nabisco, Inc.* se renomma *Nabisco Group Holdings* concentra le reste de ses activités sur le secteur agroalimentaire.

la sortie, elles sont les plus performantes sur leur marché.

En contrepartie, la théorie des transferts de richesse montre que le LBO n'est qu'une simple transition de capital des anciens actionnaires vers les dirigeants-repreneurs et les nouveaux actionnaires.

Les actionnaires touchent des primes très élevées en réduisant les dépenses d'investissements (licenciements massifs des salariés, embauche d'une main d'œuvre moins coûteuse, vente des équipements inutiles hérités par la cible de son groupe) et en investissant dans des projets plus risqués et augmentant le montant de la dette pour profiter au maximum de l'avantage fiscal de la dette. La hausse de la dette se traduit sur le marché par la baisse de la valeur des obligations (transferts au détriment des créanciers) et libère la cible de sa charge d'impôts (transferts au détriment du Trésor Public).

Les résultats empiriques sont très divergents (parfois contradictoires) et ne permettent pas de se prononcer avec précision sur le rôle de la dette LBO.

Malgré le grand nombre de ces travaux et particulièrement les études empiriques, plusieurs aspects du LBO restent très peu abordés.

Par exemple, si le lien entre le montant / type de la dette et le monitoring exercé par le fonds LBO a été prouvé empiriquement par DeAngelos, DeAngelos et Rice (1984), les déterminants de ces liens ne sont pas définis. Le choix des contrats financiers est aussi loin d'être complètement exploré :

Comment sont définis les contrats financiers optimaux dans le LBO ? Comment résolvent-ils le problème de choix d'investissements, les problèmes d'asymétrie d'information complexes (par exemple le double hasard moral) et les problèmes d'incitation ? Comment permettent-ils d'éviter la fusion des dirigeants-repreneurs et du fonds LBO au détriment des créanciers ?

Quelle est l'allocation optimale des droits cash-flows et des droits de contrôle ? Est-ce qu'elle correspond à celle pratiquée dans les projets LBO ?

La rareté des travaux théoriques dans ce sens laisse entrevoir des pistes de recherche et des hypothèses qui ne sont pas encore testées.

References

- [1] Andres C., Betzer A. et Hoffman M., (2005), "Going private via LBO -Shareholders gains in the european markets", disponible sur le site www.ssrn.com.
- [2] Bruton G., Keels J. et Scifres E., (2002), "Corporate restructuring and performance: An agency perspective on the complete buyout cycle", *Journal of Business Research*, Vol. 55, pp. 709-724.
- [3] Brush T., Bromiley P. et Hendrickx M., (1998), "The Free Cash Flow hypothesis for sales growth and firm performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 21, N° 4, pp. 455-472.
- [4] Casamatta C., (2002), "Financing and Advising : Optimal Financial Contracts with Venture Capitalists", *CEPR Discussion Paper No. 3475*.
- [5] Cornett M. et Travlos N., (1993), "Going Private Buyouts and determinants of shareholders' Returns", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, pp. 1-30.
- [6] Diamond D., (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, Vol. 51, pp. 393-414.
- [7] Diamond D., (1993), "Seniority and maturity of debt contract", *Journal of Financial Economics*, n° 33, pp. 341-368.
- [8] De Angelo H., De Angelo L. et Rice E., (1984a), "Going private : Minority Freezeouts and stockholder wealth", *Journal of Law and Economics*, Vol. 27, Octobre, pp. 35-43.
- [9] Demsetz H., (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *The Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 134-139.
- [10] Demsetz H., et Lehn K., (1985), "The Structure of Corporate Ownership", *Journal of Political Economy*, Vol. 93, pp. 1155-77.
- [11] Easterwood J. et Seth A., (1993), "Strategic Restructuring in large Management Buyouts", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 6, N° 1, pp. 25-37
- [12] Habib M., (1997), "Monitoring, implicit contracting, and the lack of performance of leveraged buyouts", *European Finance Review*,

N° 1, pp. 139-163.

- [13] Ippolito R. et James W., (1992), "LBOs, reversions and implicit contracts", *The Journal of Finance*, Vol. 47, N° 1, pp. 139-167.
- [14] Jarrell A., Brickley A. et Netter M., (1988), "The market for corporate control: The empirical evidence since 1980", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, 49-68.
- [15] Jensen M. et Meckling W., (1976), " Theory of the firm: Management Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, N° 4, pp. 305-360.
- [16] Jensen M., (1986), "Agency costs of free cash-flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, N° 2, pp. 323-329.
- [17] Jensen M., (1989a), "Active investors , LBOs, and privatizations of bankruptcy", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 2, N° 1, pp. 25-44.
- [18] Jensen M., (1989b), "Eclipse of the public corporation", *Harvard Business review*, Septembre et Octobre.
- [19] Kaplan S., (1989a), "Management buyouts: Evidence on taxes as a source of value", *The Journal of Finance*, Vol. 44, N° 3, pp. 611-632.
- [20] Kaplan S., (1989b), "The effects of management buyouts on operating performance and value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 217-254.
- [21] Kaplan S., (1991), " The staying power of leveraged buyouts", *Journal of Financial Economics*, Vol. 29, pp. 287-313.
- [22] Kaplan S., (1997), "The Evolution of U.S. Corporate Governance: We are All Henry Kravis Now", *Journal of Private Equity*, Vol. 1, N° 1, pp. 7-14.
- [23] Kaplan S. et Stein J., (1993), "The evolution of buyout pricing and financial structure en the 1980s", *The Quarterly Journal of Economics*, Mai, pp. 313-357.
- [24] Kim S. et Lyn O., (1991), "Going private: Corporate restructuring under information asymmetry and agency problems", *Journal of business finance & accounting*, Vol. 18, pp. 637-648.
- [25] Leland E. et Pyle H., (1977), "Informational asymmetries, Financial

- structure, and the Financial Intermediation", *Journal of Finance*, N° 32, pp. 371-387.
- [26] Lehn K. et Poulsen A., (1989), "Free cash flow and stockholder gains in going private transactions", *The Journal of Finance*, Vol. 44, N° 3, pp.771-787.
 - [27] Lewellen W. et Roden D., (2000), "After the buyout, the long view", *Advances in Financial Economics*, Vol. 5, pp. 185-206.
 - [28] Lichtenberg F. et Siegel D., (1990), "The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp.165-194.
 - [29] Long W. et Ravenscraft D. J., (1993), "The financial performance of whole company LBOs", *Center for Economic Studies of Washington*, CES 93-16, www.sss.com.
 - [30] Miller, M., (1977), "Debt and Taxes", *The Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 261-275.
 - [31] Modigliani F. et Miller M., (1958), "The costs of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, Vol. 48, N° 3, pp. 261-297.
 - [32] Modigliani F. et Miller M., (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: A correction", *The American Economic review*, Vol. 53, N° 3, pp. 433-443.
 - [33] Muscarella C. et Vetsuypens M., (1990), "Efficiency and organizational structure: Study of reverse LBOs", *The Journal of Finance*, Vol. 45, N° 5, pp. 1389-1413.
 - [34] Meyers S., (1977), "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, n° 5, pp. 147-175.
 - [35] Myers S. et Majluf N., (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, N°2, pp. 187-221.
 - [36] Opler T. et Titman S., (1993), "The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow versus financial distress costs", *The Journal of Finance*, Vol. 48, N° 5, pp. 1985-2002.
 - [37] Phan P. et Hill C., (1995), "Organizational restructuring and economic performance in leveraged buyouts: An ex post study", *Acad-*

- demic of Management Journal, Vol. 38, N° 3, pp. 704-739.
- [38] Ross S., (1977), "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach", Bell Journal of Economics, p. 23-40.
 - [39] Servaes H., (1994), "Do Takeover targets Overinvest?", the Review of Financial Studies, Vol. 7, N° 2, pp. 253-277.
 - [40] Shleifer A. et , Summers L., (1989), "Breach of Trust in Hostile Takeovers", NBR working paper series, Mai, N° 2342.
 - [41] Shleifer A. et Vishny R. (1988), "Management buyouts as a response to market pressure", Mergers and acquisitions, édité par Alan J. Auerbach, The University of Chicago Press, pp. 87-102.
 - [42] Stulz R., (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", Journal of Financial Economics, Vol. 26, pp. 3-27.
 - [43] Warga A. et Welch I., (1993), "Bondholder losses in leveraged buy-outs", Review of financial studies, Vol. 6, pp. 959-982.