

FAUT-IL RÉELLEMENT DURCIR LA RÉGLEMENTATION DES OPÉRATIONS DE LEVERAGED BUY-OUT (LBO) ? : UNE ANALYSE DES ENJEUX ÉCONOMIQUES DES LBO EN TERMES DE COMPÉTITIVITÉ, D'EMPLOI ET DE RISQUES

Kévin CERVEAUX
CEMOI, Université de La Réunion

Document de travail : Mai 2012
(Version préliminaire)

Résumé :

En 1989, Jensen prédisait que les opérations de Leveraged Buy-Out (LBO) devaient devenir la forme de management dominante des entreprises. La forte croissance de ce type de transactions lors de la dernière décennie semblait confirmer cette prédiction, toutefois, suite à la crise des subprimes et compte tenu de leur importance dans l'économie mondiale, les LBO se sont retrouvés ces dernières années au cœur d'une polémique : les opérations de rachat par effet de levier sont-elles une menace pour l'économie et faut-il par conséquent accroître le niveau de réglementation des LBO ? Contrairement aux allégations portées à l'encontre des LBO, notre étude montre que les opérations de rachat d'entreprises par effet de levier améliorent la compétitivité des entreprises, sont source de création nette d'emploi sur le long terme et réduisent le risque de faillite et de détresse financière des sociétés. Les résultats de notre analyse remettent par conséquent en question les fondements de l'argumentation à l'origine de l'accroissement de la réglementation des LBO.

Classification JEL : G34, G31, G28.

Mots-clés : Leveraged Buy-Out, compétitivité, emploi, risque de faillite, risque de détresse financière, réglementation

1. INTRODUCTION

Lors de la dernière décennie, le marché mondial des opérations de Leveraged Buy-Out (LBO) a connu une croissance économique sans précédent notamment marquée par le développement des LBO de grandes tailles¹. Toutefois, l'importance grandissante de ce type de transactions dans l'économie mondiale a soulevé la question de l'impact de ces acquisitions d'entreprises par effet de levier sur les sociétés. Ce thème qui fascine la littérature économique, suscite plusieurs controverses théoriques et de nombreuses interrogations qui ont gagné de l'ampleur ces dernières années en étant projetées au cœur des débats politiques contemporains des États-Unis et de l'Europe, les deux principaux marchés mondiaux du secteur.

En 2005, les critiques relatives au prétendu impact des LBO sur l'emploi du vice chancelier allemand Franz Müntefering² ont provoqué une vive discussion entre économistes, professionnels, médias et syndicats en Allemagne, par la suite, la controverse s'est étendue aux autres pays européens et aux États-Unis. L'étude récente d'Haarmeyer (2008) met en évidence la polémique engendrée par les opérations de LBO pendant la décennie 2000. L'auteur constate que de façon générale, les fonds de LBO et leurs investisseurs ont été accusés de s'enrichir en achetant des entreprises, en les endettant, en réduisant leurs effectifs, en les dépouillant de leurs actifs avant de les revendre sur le court terme. L'ensemble de ces polémiques soulèvent par conséquent un débat d'actualité : quel est l'impact réel des LBO sur l'économie et faut-il véritablement accroître le niveau de réglementation de ces opérations ?

¹ Les opérations de LBO de grandes tailles sont des opérations d'acquisitions d'entreprises par effet de levier dont le montant dépasse plus de 200 millions d'euros. Il s'agit de montages financiers et juridiques complexes qui nécessitent la mise en place de partenariats entre plusieurs fonds d'investissement.

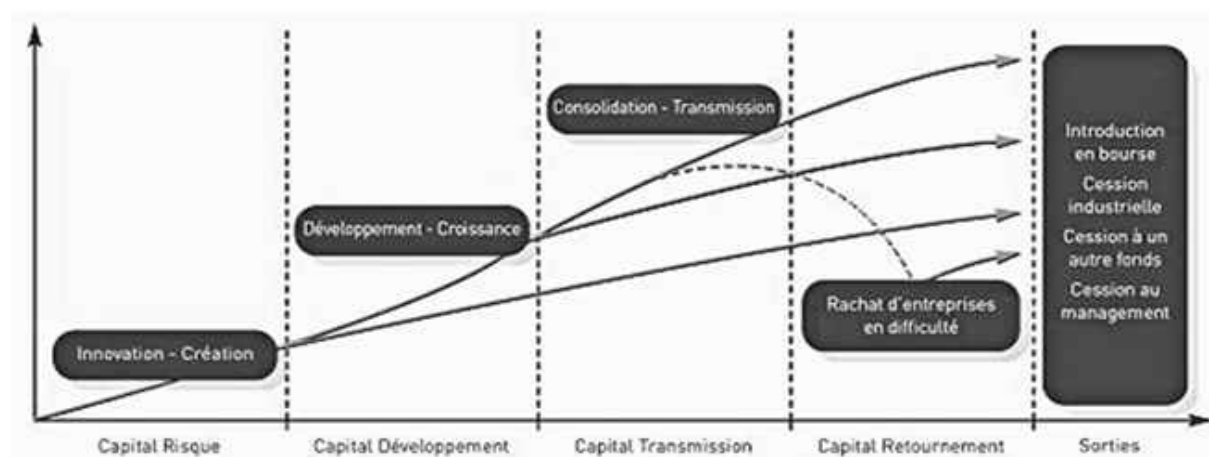
² « Certains de ces investisseurs ne pensent pas aux personnes dont ils détruisent les emplois. Ils agissent dans l'anonymat bondissant tel un essaim de sauterelles sur les entreprises, les dévorent puis s'en vont. C'est ce type de capitalisme que nous combattons. »

Afin d'apporter une réponse à cette problématique, notre approche examine tout d'abord de façon succincte les fondements des opérations de LBO. Cette première analyse nous permettra de considérer trois axes de réflexions majeurs liés à la réglementation des LBO. Dans un premier temps, nous étudierons quels sont les effets des LBO sur la compétitivité des entreprises. Puis, nous examinerons l'incidence de ces opérations sur le marché du travail. Enfin nous considérerons l'hypothèse suivante : les entreprises sous LBO présentent-elles un risque de faillite et de détresse financière plus élevé que les homologues non LBO de leur secteur ?

2. PRINCIPE DES OPÉRATIONS DE CAPITAL TRANSMISSION PAR LEVERAGED BUY-OUT (LBO)

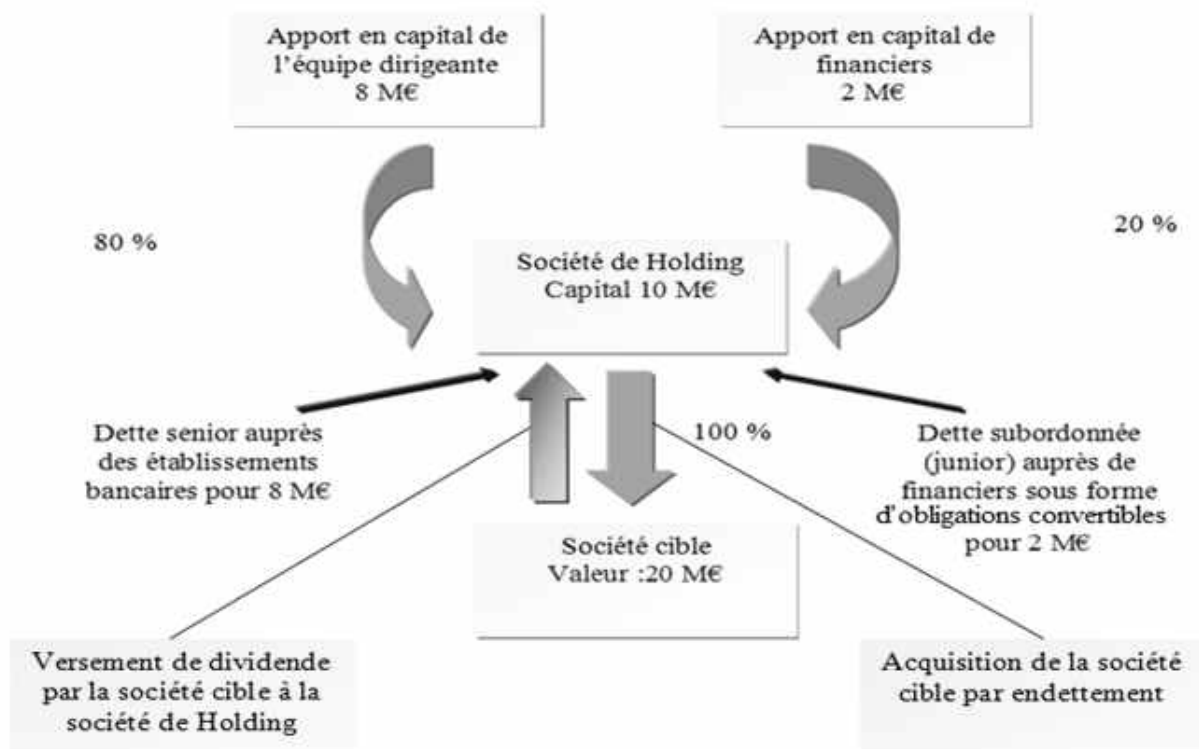
Les opérations de Leveraged Buy-Out (LBO) appartiennent au secteur du capital transmission, segment principal de l'activité de capital investissement (en anglais : « private equity »). Le capital investissement est une activité financière où des investisseurs prennent des participations dans des sociétés non cotées ayant des besoins en fonds propres. L'objectif de ces transactions est la réalisation de plus value sur le long terme résultant d'une marge entre le prix d'achat initial des actions d'une ou plusieurs sociétés et le prix de vente de ces actifs quelques années plus tard. Le capital investissement est organisé en quatre segments selon la théorie du cycle de vie de l'entreprise de Modigliani (1963) :

- Stade 1- Le développement d'un nouveau produit
 - Stade 2- Introduction du produit sur le marché
 - Stade 3- La croissance
 - Stade 4- La maturité
 - Stade 5- Le déclin
- } Capital risque
 } Capital développement
 } Capital transmission/LBO
 } Capital retournement



Source : Association française des investisseurs en capital (AFIC)

Les opérations de LBO concernent les entreprises situées dans la phase de maturité du cycle de vie de l'entreprise. Dans le cadre de ce type de transaction, on distingue deux formes d'endettement : la dette senior correspond à un emprunt contracté auprès des établissements bancaires alors que la dette mezzanine est souscrite auprès des fonds de LBO. La dette mezzanine se situe entre les fonds propres et les dettes à moyen et long terme et son remboursement est subordonné à celui de la dette senior. Nous pouvons schématiser le montage financier simple d'une opération de LBO de la manière suivante :

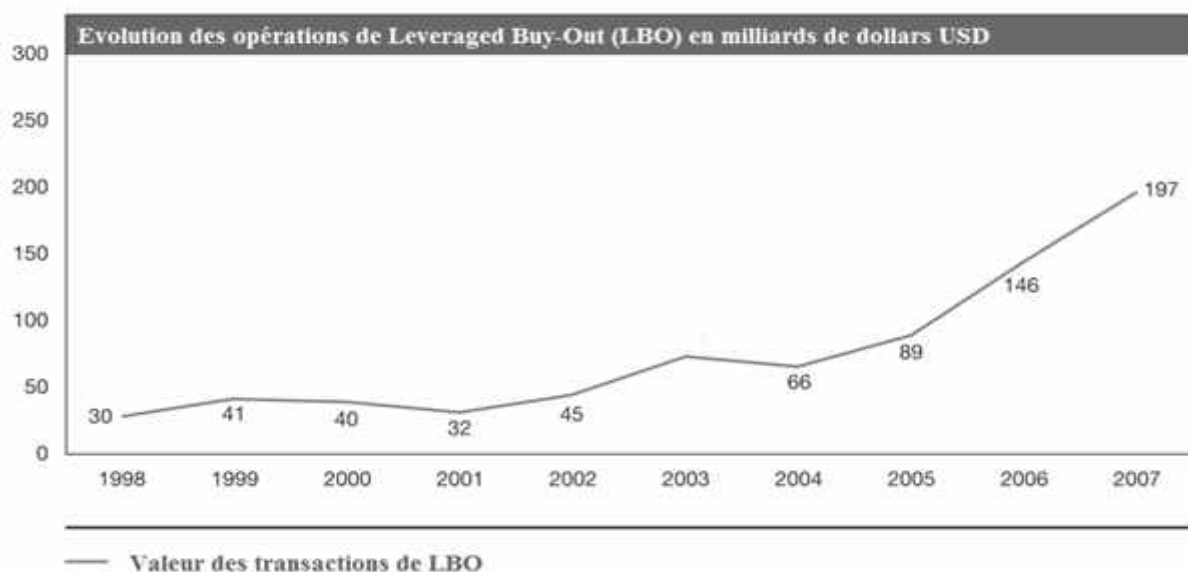


Lors d'une opération de LBO une société de holding formée pour l'opération de rachat s'endette auprès des établissements bancaires et des fonds de LBO afin d'acheter une entreprise cible. Le remboursement de l'ensemble de la dette par la société de holding se fait par la suite grâce aux dividendes versés par la cible ou lors de la revente de celle-ci. Le principal avantage de ces opérations est de permettre à des cadres dirigeants ou à des investisseurs de prendre le contrôle d'une société cible avec un apport personnel minimum, puisque l'acquisition est largement financée par un emprunt bancaire, dont le coût est inférieur au taux de rentabilité attendue par la cible.

Selon Ceddaha (2010) les opérations de LBO dont l'objectif est la reprise d'une entreprise s'appuient quatre types de levier :

- ❖ Le levier financier qui consiste à utiliser le niveau d'endettement d'une entreprise comme moyen d'accroissement de la rentabilité du capital.
- ❖ Le levier fiscal qui permet d'imputer le déficit fiscal de la société de holding sur le bénéfice fiscal de la société cible afin de réduire le résultat imposable de celle-ci.
- ❖ Le levier juridique qui par la création de plusieurs sociétés de holding « en cascade » permet à des actionnaires de contrôler la totalité d'un groupe d'entreprises avec un apport en capital limité.
- ❖ Le levier managérial qui vise à la résolution des conflits relatifs aux flux de trésorerie entre actionnaires et dirigeants.

Les LBO ont connu à partir de 2001 une croissance soutenue au niveau mondial. En 2007, les transactions de LBO ont atteint un record historique de 197 milliards de dollars, contre 73 milliards de dollars en 2003 et 30 milliards de dollars en 1998. L'importance économique actuelle des LBO soulève des interrogations sur les effets de ces transactions sur les entreprises, auxquelles nous allons à présent répondre.



Source: The PricewaterhouseCoopers/Venture Economics/National Venture Capital Association MoneyTree Survey™ / Thomson Financial / Buyout Newsletter / Private Equity Analyst / CVCA Annual Statistical Review / EVCA Yearbook / AVCJ Guide to Venture Capital in Asia

3. OPÉRATIONS DE LEVERAGE BUY-OUT ET COMPÉTITIVITÉ DES ENTREPRISES

Les entreprises rachetées par LBO sont-elles plus compétitives que leurs concurrentes ? À ce sujet, la littérature économique est partagée et le thème des effets des LBO sur la compétitivité des entreprises fait l'objet d'un débat captivant (section 1). Afin d'examiner l'incidence des LBO sur le positionnement concurrentiel des entreprises, il est par conséquent indispensable d'examiner les études empiriques portant sur le sujet de façon à identifier la nature de l'impact des opérations de rachat par effet de levier sur la performance des sociétés à moyen terme mais également sur le long terme (section 2).

Section 1. Le débat théorique

Au sein de la littérature économique, deux théories s'affrontent, d'une part, les théories du niveau d'efficience soutiennent que les sociétés sous LBO acquièrent des avantages concurrentiels qui leur confèrent une supériorité en terme de compétitivité vis-à-vis de leurs concurrents (sous section 1). D'autre part, les théories relatives au poids de la dette affirment que le niveau d'endettement des sociétés sous LBO limite leurs investissements stratégiques notamment en recherche et développement (R & D) abaissant ainsi leur niveau de compétitivité sur le long terme (sous section 2).

Sous section 1 : La thèse du niveau d'efficience

Deux principaux arguments sont au cœur des théories du niveau d'efficience, il s'agit du concept de convergence des intérêts et du principe de stimulation de la croissance interne. Selon les approches contractuelles et cognitives des théories de convergence d'intérêt les LBO favorisent l'optimisation de la gestion des ressources des sociétés en résolvant les conflits d'intérêt entre actionnaires, investisseurs et dirigeants des entreprises (sous section 1.1). Les théories de la croissance interne quant à elles considèrent que les LBO sont source d'élévation de la compétitivité des sociétés en stimulant leur capacité de développement (sous section 1.2).

Sous section 1.1 : Les théories de la convergence des intérêts

Traditionnellement, il existe au sein des entreprises un conflit entre propriétaires et dirigeants relatif aux flux de trésorerie (en anglais « free cash flow »). Ce différend entrave l'optimisation des ressources des sociétés et réduit leur compétitivité. La théorie des flux de trésorerie de Jensen (1989) pose les bases de la thèse de convergence d'intérêt en s'intéressant à la façon dont les LBO parviennent à résoudre les conflits d'agence au sein des sociétés.

L'auteur analyse sur la base de la théorie de l'agence la relation entre les dirigeants et les actionnaires des entreprises publiques américaines ayant fait l'objet d'un rachat par LBO pendant la décennie 80. Sous cette approche, le principal est l'actionnaire, propriétaire de l'entreprise et de ses moyens de production et l'agent le dirigeant mandaté par l'actionnaire afin de gérer les moyens de production de l'entreprise dans une recherche de création de valeur.

Il observe à la fin des années quatre-vingt, que les entreprises publiques qui ont recours aux LBO présentent des niveaux de valeur actionnariale, de productivité et d'efficacité opérationnelle supérieurs à ceux des concurrents de leur secteur. Ces gains résultent de la présence d'arrangements contractuels spécifiques aux LBO qui permettent aux sociétés d'éviter une grande partie des pertes financières liées aux conflits entre actionnaires et dirigeants sans éliminer la fonction vitale de diversification du risque proche du fonctionnement des marchés boursier.

Ce niveau de performance des entreprises publiques rachetées par LBO est également dû à l'implication d'investisseurs actifs, qui acquièrent de grandes participations au sein des entreprises, siègent aux conseils d'administration et prennent part aux procédures de contrôle et de gestion. De plus, les structures financières fortes des LBO favorisent l'engagement et la motivation du personnel. Parmi les instruments développés dans cette perspective, les contrats entre actionnaires et créateurs limitent la subsidiation croisée des unités commerciales et l'utilisation non optimale de flux de trésorerie.

Par ailleurs, conformément aux principes de la théorie financière moderne l'optimisation du profit n'est plus axée sur la maximisation du bénéfice par action, mais sur la maximisation de la valeur de l'entreprise à travers l'optimisation des flux de trésorerie. Persuadé de l'efficacité managériale des LBO, Jensen prédit que les LBO devraient devenir la forme de management des entreprises prédominantes à l'avenir, estimant que toute chose étant égale par ailleurs, la mise en application du modèle des LBO permet à une société sous actionnariat privé d'obtenir à partir d'une même dotation en capital humain, en ressources financières et physiques une performance supérieure à celle qu'elle avait sous actionnariat public.

Toutefois, l'analyse de la relation de gérance déléguée des LBO uniquement à travers le prisme de la théorie des flux de trésorerie présente ses limites dans la mesure où les arrangements contractuels mis en place par les fonds de LBO bien qu'efficaces n'éliminent pas complètement les conflits d'agence liés aux risques d'aléas moraux du dirigeant. C'est pourquoi les théoriciens de l'approche cognitive complètent l'approche contractuelle par une analyse de la relation d'agence entre actionnaire et dirigeant sous un angle autre que celui du postulat du caractère opportuniste du dirigeant.

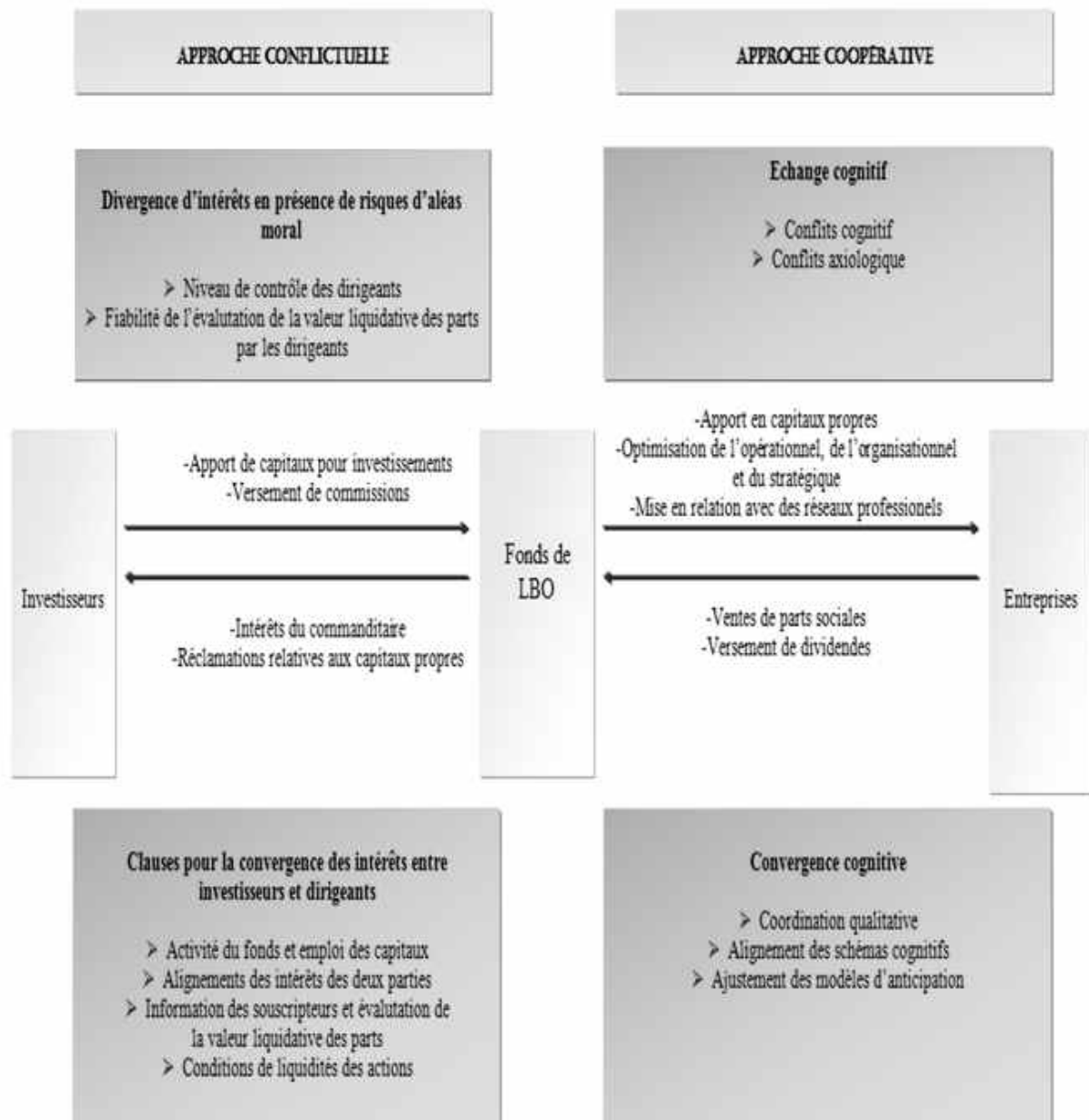
Ainsi, afin d'améliorer les méthodes de résolutions de conflit d'intérêt, Gomez et Marion (1997) proposent d'enrichir la perception de la théorie de l'agence par une analyse de la relation entre actionnaires et investisseurs dans une optique de collaboration plutôt que de confrontation. Cette nouvelle démarche se base sur la théorie des conventions, Il s'agit de concilier la relation conflictuelle entre investisseurs et gérants issus de la théorie de l'agence et l'aspect coopératif développé par Amblard, Bernoux, Herreros et Livian (1996).

Alors que les théories contractuelles analysent les gains et les coûts de l'entreprise en considérant l'information comme pierre angulaire de la répartition de valeur, la théorie cognitive énoncée par Stévenot (2005) privilégie quant à elle, la notion de connaissance en tant que facteur clé de création de valeur résultant d'effets de synergie et de réduction de coûts. De ce fait, cette méthode s'intéresse davantage au processus de création de l'information qu'à son usage. De façon symbolique, cette approche consiste à considérer la connaissance comme produit brut et l'information en tant que produit fini après transformation.

Selon Charreaux (2003) la gouvernance d'entreprise³ des fonds de LBO est génératrice d'avantages concurrentiels provenant d'une dimension autre que celle de la convergence des intérêts financiers. Sous cette approche, les gains de l'entreprise se situent au niveau de « la coordination qualitative, de l'alignement des schémas cognitifs et des modèles d'anticipation ». Ces avantages résultent du fait que les fonds de LBO et plus généralement l'ensemble des acteurs du capital investissement sont des investisseurs actifs dont l'implication dépasse le simple apport financier.

³ « La gouvernance d'entreprise désigne l'ensemble des relations entre la direction d'une entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et les diverses autres parties prenantes. La gouvernance d'entreprise fournit également le cadre au sein duquel sont fixés les objectifs de l'entreprise et définit les moyens à mettre en œuvre pour les atteindre et pour surveiller les performances » (OCDE, 1999).

Le schéma suivant modélise la complémentarité des deux approches de convergence d'intérêts dans les opérations de LBO. En amont, l'approche contractuelle structure la relation entre actionnaire et dirigeant. Elle permet grâce à la mise en place de clauses contractuelles de réduire les conflits d'intérêts liés aux risques d'aléas moraux du gérant. En aval, l'approche coopérative est destinée à stimuler l'échange cognitif entre les fonds de LBO et les entreprises dans une recherche de maximisation du processus de création de valeur.



Sous section 1.2 : Les théories de la croissance interne

Second pilier de la thèse du niveau d'efficience, les théories de la croissance interne soutiennent que les LBO permettent l'optimisation de la capacité de croissance des sociétés. L'étude « BDO Private Equity Survey 2010/2011 » est réalisée auprès des acteurs du capital investissement anglais qui sont majoritairement des fonds de LBO. Ce rapport qui met en évidence les principales stratégies envisagées pour l'année 2011 montre que 52 % des fonds maximisent le profit de leurs entreprises par le biais d'une croissance interne, 36 % par une réduction des coûts ou une restructuration et 13 % par acquisition.

Par ailleurs, l'étude révèle que la croissance interne des entreprises explique 50 % des rendements des fonds de LBO et que la capacité à créer de la valeur de ces derniers au sein de leurs portefeuilles de sociétés constitue un critère de sélection des fonds déterminant dans le processus de décision des investisseurs. La croissance interne s'oppose à la croissance externe qui résulte d'un accroissement de la taille d'une entreprise par fusion ou acquisition d'une nouvelle société. Le moteur de la croissance interne est l'optimisation des ressources financières de l'entreprise, de son capital physique et de son capital humain.

Le but de cette démarche est la maximisation du chiffre d'affaires par le volume des ventes ou par une hausse des prix dans le cadre d'une stratégie de différenciation par le haut des produits ou services qui consiste à proposer aux clients une gamme de biens ou de prestations de services qui se distingue des offres concurrentes par un niveau de qualité supérieur. L'institut de l'entreprise Mercer Management Consulting (2005) distingue quatre piliers de la croissance interne.

Le premier fondement de la croissance interne est la gestion de la technologie, c'est-à-dire de l'ensemble des savoir-faire qui organisent le processus de production. Selon Porter (1986) le rôle de la technologie est crucial dans un environnement concurrentiel où les leaders sont les entreprises qui développent les méthodes techniques les plus efficaces et évolutives du marché.

Dans le prolongement de cette considération théorique, Morin (1986) définit l'innovation comme un facteur stratégique de compétitivité des entreprises qui déterminent les deux compétences clés du succès : la qualité de gestion des ressources technologiques et la stratégie commerciale. L'auteur modélise la gestion des ressources technologiques de la façon suivante :



Le Management des ressources technologiques, Morin (1995)

Le second facteur de la croissance interne est lié au premier, il s'agit du développement de compétences clés. Il s'agit plus particulièrement, de la capacité des employés à utiliser les ressources technologiques pour créer des innovations. Dans sa théorie de la firme, Penrose (1959) développe l'idée selon laquelle la croissance d'une entreprise peut résulter d'une volonté de recherche de nouvelles connaissances ou de nouveaux procédés. Plus tard, dans la même idée, Kaplan et Strömberg (2003) montrent que l'équipe managériale des fonds de LBO dispose de compétences solides d'une part dans l'évaluation des forces et des faiblesses des entreprises ainsi que des spécificités de leur environnement concurrentiel et d'autre part dans la mise en place de système de contrôle efficace destiné à l'optimisation de la production et à la gestion des risques.

Le troisième levier de croissance interne est le rythme de l'innovation. La « stratégie fondée sur le temps » (en anglais « time-based competition ») établit par Stalk et Hout (1992) définit l'approche à adopter au niveau du processus de production. Cette théorie place le rythme d'introduction par une entreprise de nouveaux produits sur le marché comme facteur clé de succès. Une performance à ce niveau requiert un degré de dynamisme de conception des produits, de leur production et de leur distribution.

Cependant, le concept de rythme d'innovation dépasse ici le simple cadre productif, puisqu'il s'applique également au domaine stratégique de l'entreprise, c'est-à-dire au renouvellement des modèles stratégiques. Porter (1996) définit d'ailleurs l'innovation stratégique comme facteur de réussite clé qui nécessite l'élaboration non seulement d'une offre de produits, mais aussi d'un processus de production spécifique.

Le quatrième déterminant de la croissance interne est la communication stratégique. Il s'agit ici, d'optimiser le dialogue entre l'opérationnel, l'organisationnel et le stratégique. L'objectif est la mise en place d'un modèle d'entreprise dynamique et évolutif qui met en évidence ses propres failles. Cette approche, permet à l'entreprise de considérer ses points forts et ses points faibles de façon régulière afin d'évoluer constamment et ainsi être la plus compétitive possible.

Pour qu'elle soit efficace, la planification stratégique doit être en adéquation avec la réalité quotidienne du processus de production. Dans cette optique, les retours d'expérience de l'opérationnel que l'on désigne sous le terme anglophone de « feedback d'informations » permettent de corriger la stratégie initialement définie et de l'améliorer. En outre, La Ville et Mounoud (2005) montrent qu'il est également envisageable que la réalisation du processus stratégique se fasse de manière inversée, autrement dit, que la stratégie émerge de l'opérationnel.

Sous l'angle de la thèse de la croissance interne, l'application de ces quatre piliers par les fonds de LBO permettrait donc d'augmenter le degré de compétitivité des sociétés acquises par rachat par effet de levier, cet argument est toutefois critiqué par les partisans des théories du poids de la dette.

Sous section 2 : Théories relatives au poids de la dette

Les théories du poids de la dette affirment que la pression liée au remboursement de l'emprunt associé au rachat par effet de levier des entreprises exerce un effet négatif sur la compétitivité des sociétés en étant à l'origine d'une baisse des investissements à terme. L'hypothèse de Chevalier et Scharfstein (1996) est que le poids de la dette des entreprises sous LBO limiterait les investissements dans des projets rentables. Selon la théorie des flux de trésorerie nette, les entreprises auraient tendance à restreindre leur politique d'investissement afin d'être en mesure de rembourser le montant de leur dette subordonnée.

Toutefois, l'effet des opérations de rachat par LBO n'affecterait pas de la même façon les dépenses d'investissements des sociétés publiques et des sociétés privés. Ainsi, selon Kaplan (1989) et Smith (1990) cet impact serait plus fort pour les entreprises publiques ayant recours aux LBO que pour les sociétés privées. La cause de l'accentuation de cet effet pour les sociétés publiques serait expliquée par une diminution des coûts d'agence résultant de l'abandon d'investissements inefficaces. Au contraire, les entreprises privées présenteraient un fort niveau de croissance interne et augmenteraient leur niveau de politique d'investissement après le LBO.

En outre, il est considéré que les LBO provoqueraient une réduction des investissements en recherche et développements des entreprises après le rachat. Néanmoins, nous verrons que cette critique ne fait toutefois pas l'unanimité puisque si certains estiment que cet effet serait dû au poids de la dette, d'autres soutiennent quant à eux que ce résultat s'expliquerait plutôt par le fait que les entreprises ayant recours au LBO présentent un profil nécessitant un faible niveau d'investissements en R & D.

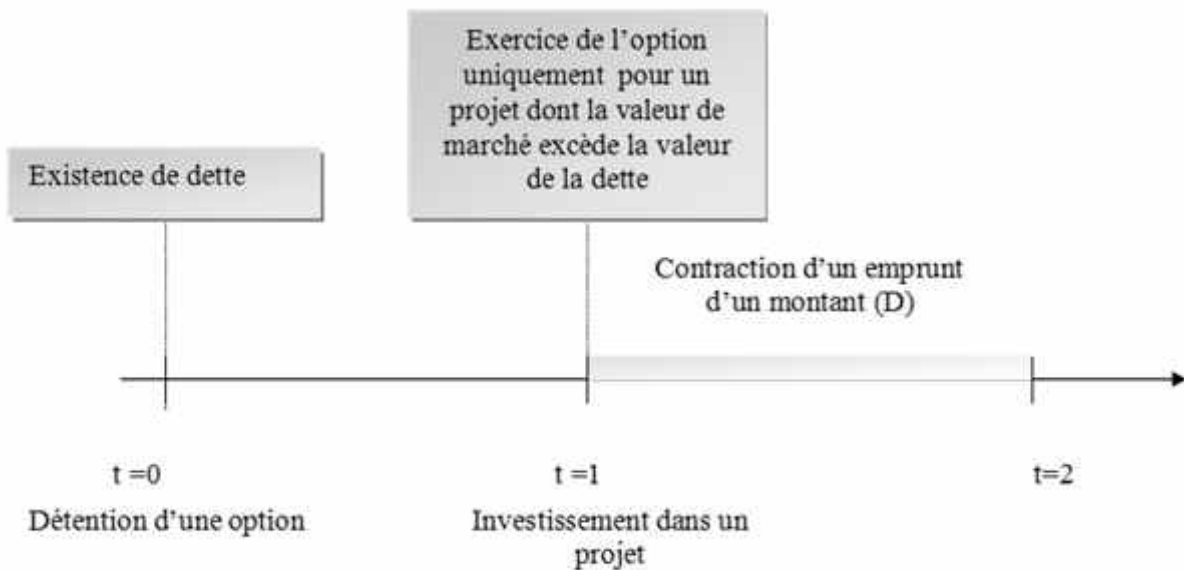
En outre, la théorie de Myers (1977) porte un regard particulier sur l'hypothèse du poids de la dette en montrant qu'un faible niveau d'investissement sur le long terme peut être dans l'intérêt des actionnaires. L'auteur constate que dans certains cas, les propriétaires des entreprises choisissent délibérément de ne pas financer certains projets dont le bénéfice serait pour les créanciers. Cette approche consiste à considérer que la valeur de l'entreprise est composée de la valeur actuelle de ses bénéfices, générés par les investissements en place et de la valeur des opportunités de croissance.

L'auteur analyse deux situations :

Situation 1 :



Situation 2 :



En $t = 0$, l'entreprise est détentrice d'une option lui permettant d'emprunter pour le financement d'un projet d'investissement. En $t = 1$, la société a la possibilité d'exercer ou non son option. En fonction de son niveau d'endettement, deux situations sont envisageables.

Dans la première situation, l'entreprise n'a pas d'emprunts en $t=1$. Cette absence d'endettement incite les actionnaires à exercer leur option pour le financement d'un projet d'investissement d'un montant D et d'une valeur actualisée nette (VAN) positive. Dans ce cas la valeur actuelle des flux de trésorerie du projet générés par le projet est supérieure au coût de financement. Lors de la seconde situation, la société est déjà endettée en $t=1$. Dans ces conditions, les actionnaires ont intérêt à accepter un nouveau projet de financement, c'est-à-dire à s'endetter davantage uniquement si la valeur de marché de cet investissement excède la valeur de la dette (D).

L'approche de Myers (1977) fragilise par conséquent la thèse des théories du poids de la dette en expliquant la baisse de la politique d'investissement des LBO par une décision volontaire des actionnaires résultant d'un arbitrage basée sur la valeur de marché des projets d'investissements. Sous cet angle, il est tout à fait envisageable que les actionnaires des sociétés sous LBO refusent des projets d'investissement présentant pourtant une VAN positive si l'augmentation de valeur générée par le projet profite principalement aux créanciers obligataires de l'entreprise. Ce comportement qui a pour effet de faire diminuer la compétitivité de la société n'est cependant pas exclusif aux entreprises sous LBO. Afin d'évaluer les effets réels des LBO sur la compétitivité des entreprises analysons à présent les études empiriques réalisées sur le sujet.

Section 2 : Analyses empiriques de l'impact des LBO sur la compétitivité des entreprises

Nous montrerons dans cette section que l'impact des LBO sur la compétitivité des entreprises est plus complexe que la simple opposition entre théories du poids de la dette et théories du niveau d'efficience. Nous prouverons que ces deux approches théoriques sont en fait complémentaires et qu'elles expliquent conjointement les effets des LBO sur la performance des sociétés. Afin de mieux le comprendre, considérons dans un premier temps les études analysant l'hypothèse du poids de la dette selon laquelle le poids de la dette LBO a pour effet de diminuer les investissements des entreprises. L'analyse de Kaplan (1989a) basée sur 48 acquisitions de type « public to private » par MBO réalisées aux États-Unis de 1980 à 1986 est une des premières études examinant de façon empirique les effets des LBO sur la performance des entreprises. L'auteur constate que le niveau des investissements des entreprises sous LBO diminue de façon significative durant les deux années suivant l'opération de rachat.

Cette tendance est confirmée par Opler (1992) qui observent une baisse significative du niveau d'investissement des vingt entreprises ayant fait l'objet des plus grands LBO réalisés aux États-Unis pendant les années quatre-vingt. La même année, Denis (1992) relève également un effet négatif des LBO sur la politique d'investissement des entreprises publiques après le rachat par effet de levier. En outre, il constate que les entreprises ayant fait l'objet d'une opération de « public to private » investissent dans des projets jugés non rentables.

Toujours dans le cadre des théories du poids de la dette, l'étude de Lichtenberg et Siegel (1990) se focalise sur l'impact des LBO sur les investissements de recherche. Les auteurs rejettent l'hypothèse qui consiste à considérer que le poids de la dette affecte négativement la politique d'investissement des sociétés sous LBO et plus particulièrement les dépenses en R & D. Cette tendance est confirmée par Opler (1992) dont l'étude empirique rejette l'hypothèse de diminution des dépenses en R & D suggérant plutôt un effet positif des LBO sur la compétitivité des sociétés résultant d'un accroissement du ratio EBE/Ventes durant les deux années après le rachat et une augmentation du ratio EBE/Nombre d'employés.

Au contraire, l'étude de Long et Ravenscraft (1993) confirme l'effet anticipé des LBO sur les investissements en R & D. Les auteurs comparent l'évolution des dépenses en R & D des entreprises sous LBO par rapport à celles de 3 329 entreprises n'ayant pas eu recours aux LBO. Leurs résultats empiriques montrent que les sociétés sous LBO diminuent en moyenne de 40 % leurs investissements en recherche et développement, toutefois, cette réduction n'a pas d'effet significatif sur la performance des entreprises.

Par ailleurs, l'analyse de Lewellen et Roden (2000) sur 107 entreprises ayant eu recours aux LBO de 1981 à 1990 aboutit à une conclusion différente de celle de Kaplan (1989a). Les résultats empiriques montrent que les dépenses d'investissements diminuent de 50 % un an après le rachat par effet de levier. Néanmoins, l'effet des LBO sur la politique d'investissement s'inverse à partir de la seconde année et les investissements croissent de façon régulière jusqu'à retrouver le niveau auquel ils étaient un an avant le LBO.

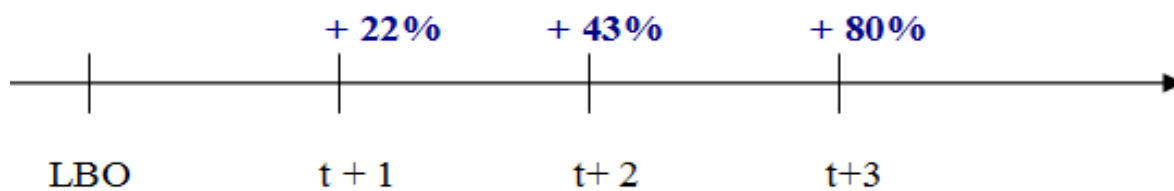
Le constat que nous pouvons faire de cette première série d'analyse empirique est que les études qui valident les théories du poids de la dette ne considèrent qu'un faible horizon temporel. Par ailleurs, on notera que l'effet négatif des LBO sur la performance n'est observé que durant les deux premières années suivant le LBO. En ce qui concerne l'impact attendu des LBO sur le niveau des investissements en recherche et développement (R & D) le bilan que l'on peut dresser est contrasté. D'une part, les études de Lichtenberg et Siegel (1990) et d'Opler (1992) montrent que les LBO n'ont pas d'effet significatif sur ce type de dépenses, d'autre part l'étude de Long et Ravenscraft (1993) relève en effet que les sociétés sous LBO diminuent en investissements en R & D, toutefois, l'auteur souligne que cette tendance ne se traduit pas par une baisse de la performance de ces entreprises. On peut par conséquent se demander quel est l'impact des LBO sur la compétitivité à plus long terme ?

Afin de répondre à cette question, considérons à présent une nouvelle série d'étude empirique analysant la relation entre les LBO et la performance des entreprises sur un horizon temporel plus étendu. Lehn et Poulsen (1989) analysent l'impact de la convergence d'intérêt entre actionnaires et dirigeants sur le niveau de compétitivité des sociétés à moyen terme. Leur approche consiste à évaluer si le montant de la prime versé aux actionnaires résulte réellement d'une baisse des coûts d'agence.

Ils constatent que le montant de la prime payée lors de la transaction est positivement et significativement corrélé au niveau de fonds discrétionnaires, cet effet est plus prononcé pour les transactions réalisées entre 1984 et 1987, période de forte croissance des LBO aux États-Unis. Les auteurs expliquent cette plus forte corrélation par la décision des dirigeants de verser de forts dividendes aux actionnaires afin de se protéger du risque de prise de contrôle lié aux tentatives d'acquisitions hostiles qui connaissent une forte croissance à cette période. La validation de l'effet des LBO sur la réduction des coûts d'agence confirme l'hypothèse d'élévation du niveau de compétitivité des entreprises par un accroissement du niveau d'efficience.

Par ailleurs, l'étude de Kaplan (1989) valide l'hypothèse de Jensen et Meckling (1976) affirmant qu'un fort degré de détention du capital des sociétés par les dirigeants permet d'augmenter leur niveau d'implication. Leur analyse basée sur 48 acquisitions de type « public to private » par MBO réalisées aux États-Unis de 1980 à 1986 montre que la sortie des entreprises de la cotation des marchés boursiers est accompagnée d'une réorganisation de l'actionnariat où les dirigeants rachètent les parts des actionnaires minoritaires.

En moyenne l'accroissement du pourcentage de parts détenues est de 4 % pour le président et le directeur général et de 9,96 % pour les autres dirigeants de l'entreprise. Cette plus grande implication des gérants dans le management des sociétés permet une amélioration de la trésorerie nette de l'entreprise qui participe au remboursement de la dette. L'effet positif sur la performance s'apprécie à travers l'évolution de deux indicateurs, le cash flow opérationnel qui croît de 24 % la troisième année après le MBO et le cash flow net qui augmente de la façon suivante :



Lichtenberg et Siegel (1990) examinent l'évolution de la productivité d'entreprises sous LBO et sous MBO aux États-Unis sur la période 1972-1988. L'indice retenu est le Total Factor Productivity (TFP) qui exprime la productivité en fonction du ratio output/input. Cet indicateur établit une mesure de la productivité qui pondère les inputs intervenant dans la production en fonction de leur importance, l'indice obtenu définit le niveau d'output en unité pour un niveau d'inputs donné, de la façon suivante :

$$\text{TFP} = \text{output} / \text{total input (L, K)}$$

- Où L est labour input (nombre d'heures travaillées)
- Et K est le capital input (stock net réel d'installations et d'équipements)

Les résultats empiriques montrent que le taux de croissance des sociétés sous LBO est supérieur de 14 % à celui des entreprises concurrentes évoluant sur le même marché sur la période 1981 à 1986. La productivité des entreprises sous MBO augmente quant à elle de 8,3 % rapport à la moyenne industrielle sur les trois ans qui suivent l'opération. L'hypothèse de stimulation de la croissance interne est par conséquent validée et confirme que l'amélioration de la compétitivité des entreprises sous LBO et sous MBO provient d'une optimisation de la gestion des ressources et notamment d'une plus grande valorisation en terme de rémunération du travail qualifié.

L'étude de Liebeskind, Wiersema et Hansen (1992) qui compare la performance de 33 entreprises américaines sous LBO par rapport aux concurrents du même secteur confirme l'hypothèse d'accroissement du niveau d'efficacité par la croissance interne. Les auteurs établissent quatre catégories de réformes organisationnelles structurelles des LBO qui augmentent le degré d'efficacité des entreprises :

- Réduction de l'effectif de l'entreprise
- Redéfinition des axes stratégiques
- Réorganisation des portefeuilles d'activités
- Modifications des caractéristiques industrielles du portefeuille d'activité

Afin de mesurer les gains de la rentabilité des entreprises après LBO, Long et Ravenscraft (1993) analysent l'évolution de la performance de sociétés cotées et non cotées dont le total du bilan excède 25 millions de dollars USD, ces entreprises représentent 85 % de l'activité totale du marché du LBO entre 1978 et 1989. La démarche des auteurs consiste à comparer la performance de 209 sociétés avant et après la réalisation du LBO par rapport à 48 rachats sans effets de levier. Les résultats de l'étude empirique indiquent une hausse de la performance opérationnelle qui se concrétise par une croissance de 15 % du ratio associé au niveau d'exploitation. Le maintien de ce taux pendant trois années montre qu'il s'agit d'une amélioration qui dépasse le court terme.

L'analyse des études empiriques examinant le lien entre LBO et compétitivité des entreprises nous montre par conséquent que les théories du poids de la dette et celles du niveau d'efficience expliquent en fait toutes les deux l'impact des LBO sur la compétitivité des entreprises. En effet, à court terme l'hypothèse des théories du poids de la dette selon laquelle le niveau d'endettement des montages de LBO se traduit par une baisse de la compétitivité des entreprises est validée par certaines études. Cependant, on notera que cet effet s'inverse à moyen terme, plus précisément à partir de deux ans en moyenne. Cette évolution particulière de la compétitivité des entreprises sous LBO s'explique par la présence d'un temps d'adaptation des sociétés rachetées par effet de levier aux nouvelles mesures managériales mises en place par les fonds de LBO et qui se concrétisent à long terme par une plus grande compétitivité.

Deux facteurs génèrent des gains de performance aux sociétés qui ont recours aux LBO. D'une part, les théories des flux de trésorerie et l'approche contractuelle des théories de convergence des intérêts dans la relation de gérance déléguée expliquent que le modèle managérial des fonds de LBO permet une résolution des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants qui se traduit par une gestion plus efficace des ressources de l'entreprise synonyme d'économies de coûts.

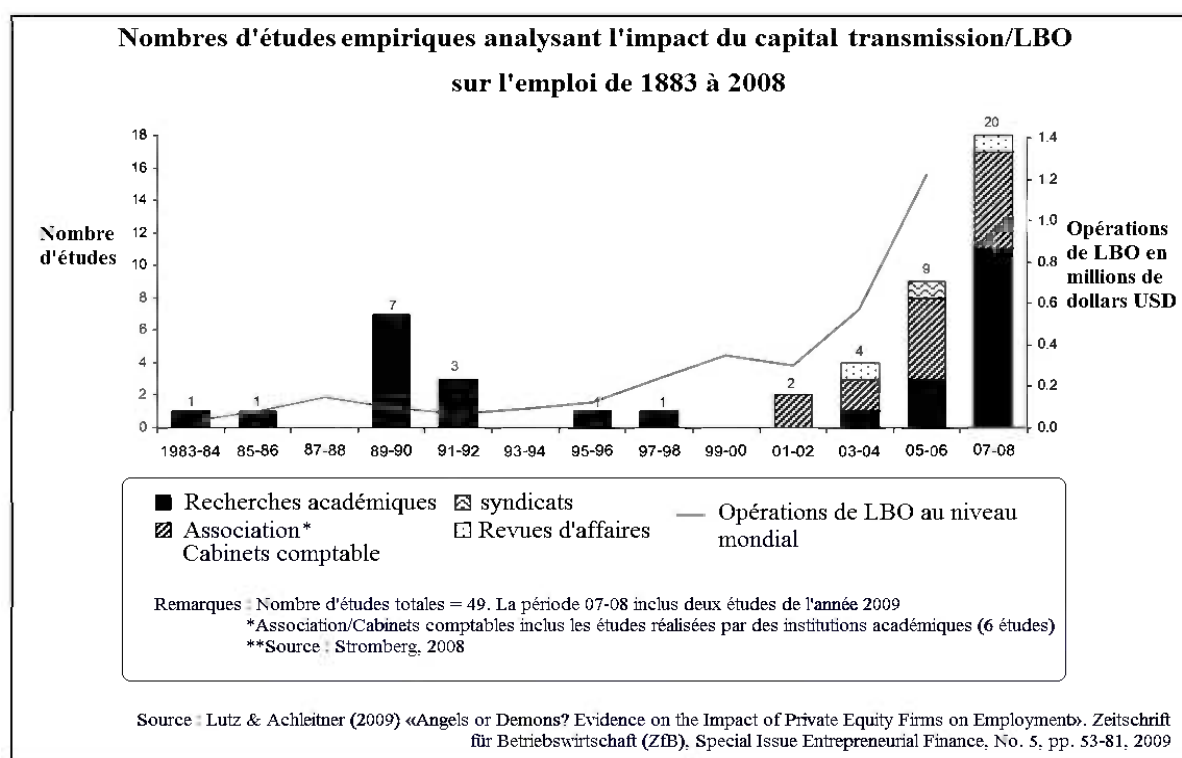
D'autre part, l'approche cognitive de la gouvernance d'entreprise des fonds de LBO met en évidence l'élévation de la compétitivité des sociétés par une maximisation de la capacité de l'entreprise à créer de la valeur dans le cadre d'un échange cognitif entre fonds de LBO et gérants des entreprises cibles. Cette recherche d'une plus grande efficacité des entreprises se manifeste également par l'application des quatre piliers de la croissance interne dont l'objectif est de stimuler la capacité de développement des sociétés par une optimisation ressources financières, du capital physique et du capital humain des entreprises.

Considérer que les LBO favorisent la croissance des sociétés sous-entend que ce type d'opérations serait également vecteur de création de nouveaux emplois. Or, le second argument en faveur d'une plus grande réglementation des LBO affirme que les acquisitions d'entreprises par effet de levier provoqueraient de grandes suppressions d'emplois sans en créer de nouveaux. Afin, d'éclaircir ce point examinons à présent l'effet des LBO sur le marché du travail.

4. QUEL EST L'IMPACT DES LBO SUR EMPLOI ?

Quelle est la nature des effets des opérations de LBO sur l'emploi ? Afin d'apporter une réponse à cette problématique, nous étudierons dans un premier temps les théories qui ont été développées sur ce sujet. Nous montrerons que sur ce thème, les théoriciens économiques sont partagés. Au fil des années, deux grands courants de pensée ont mené un véritable débat exposant chacun à leur tour leurs arguments théoriques (section 1). Afin de répondre à notre question, nous confronterons par conséquent les thèses des deux théories lors d'un examen des analyses empiriques portant sur le court, le moyen et le long terme (section 2).

Section 1 : Controverse théorique



La problématique des effets du capital investissement sur l'emploi fait l'objet d'une controverse au sein de la littérature économique. L'intérêt de la recherche académique pour cette thématique a débuté à la fin des années quatre-vingt avec la publication de quelques articles lorsque le marché américain du LBO a connu sa première vague de croissance.

Après cette première série d'études, l'intérêt pour ce sujet s'affaiblit et il n'y a eu que quelques rares articles publiés jusqu'à 2001. Puis, lors de la dernière décennie le débat a gagné en intensité tant au niveau économique que politique en raison de la croissance au niveau mondial en volume et en valeur des investissements en private equity et plus particulièrement des opérations LBO.

Au cœur de la polémique des effets du capital investissement sur l'emploi, deux positions s'affrontent, on distingue d'une part les théories de transfert de richesse qui soutiennent que les LBO exercent un effet négatif sur le marché du travail et d'autre part les théories de la création de valeur qui affirment que les LBO sont créateurs d'emplois sur le long terme.

Sous section 1 : Les théories de transfert de richesse

L'approche de transfert de richesse soutient que dans leur quête de maximisation de la rentabilité, les fonds de LBO suppriment des emplois sans justification économique réelle et que les bénéfices engendrés par les entreprises après leur LBO résultent davantage d'un transfert de richesse des salariés vers les nouveaux actionnaires.

Ces théories se basent sur la thèse de Shleifer et Summers (1988) qui affirme que les gains réalisés par les entreprises après leurs opérations de rachat sont essentiellement dus à des économies de coûts sur les charges de personnel. Les auteurs expliquent que le transfert de richesse des employés vers les actionnaires provient du non-respect des contrats implicites relatifs aux salaires et aux avantages des employés par les nouveaux acquéreurs de la société.

Toutefois, l'existence des transferts de richesse est remise en cause par Palepu (1990) qui ne trouve aucun élément qui permet de prouver que les LBO seraient effectivement à l'origine de diminutions de salaires ou de licenciements. Il observe que les sociétés sous LBO recrutent moins que les autres entreprises de leur secteur en précisant que cette caractéristique pourrait s'expliquer par une main-d'œuvre plus efficace.

Afin de déterminer la présence de transfert de richesse des employés vers l'actionnariat des entreprises après leur LBO, Ippolito et James (1992) analysent 278 opérations de LBO et les résiliations des plans de retraites des salariés réalisées entre 1980 et 1987. Les auteurs expliquent que dans le cadre des LBO, les nouveaux dirigeants de l'entreprise ont la possibilité de renégocier les contrats implicites des employés, de réduire le niveau des effectifs et des salaires afin de procéder à un transfert de richesse des employés vers l'entreprise. Ainsi, l'attractivité des LBO dépendrait des anticipations des acteurs du marché sur les transferts de richesse qu'il serait possible de réaliser au sein d'une entreprise après sa restructuration par LBO.

Selon le même raisonnement, Sentis (1998) explique que les réductions des effectifs des entreprises rachetées par LBO entraînent une baisse du montant des charges de personnel qui se traduit par une diminution du rapport Charges de personnel/Valeur ajoutée et une hausse du ratio Résultat net/Valeur ajoutée. Il en résulte un fort accroissement de la rentabilité des capitaux propres de la société qui correspond en fait à un transfert de richesse des employés vers les actionnaires de l'entreprise.

Nous avons montré que les théories de transfert de richesses anticipent un effet négatif des LBO sur l'emploi se traduisant par des licenciements et des réductions de salaires qui pourraient sur le long terme aboutir à une baisse du niveau de confiance entre employés et actionnaires. Sous un angle différent, analysons à présent les théories de la création de valeur qui affirment que les LBO sont générateurs d'emplois.

Sous section 2 : Les théories de la création de valeur

Contrairement aux théories de transfert de richesse, l'hypothèse au cœur des théories de création de valeur est que la présence des fonds de LBO au sein des sociétés permet une meilleure optimisation de la gestion des ressources qui se traduit par la création de nouveaux emplois sur le moyen terme et le long terme. Sous cet angle, l'accroissement du rendement des entreprises après leurs opérations de LBO provient de la mise en application de nouveaux procédés financiers, managériaux et opérationnels.

Du point de vue de l'ingénierie financière, le financement du rachat des sociétés par une combinaison de dette senior et de dette mezzanine permet selon Jensen (1989) de diminuer les coûts d'agences liés aux flux de trésorerie. Par ailleurs, Heinkel et Zechner (1990) soutiennent que l'arrivée d'une nouvelle force managériale a deux effets. D'une part la définition de nouveaux objectifs stratégiques plus ambitieux se traduit par un accroissement de l'efficacité de l'entreprise. D'autre part, l'optimisation des sociétés se manifeste sur le court terme par une les suppressions des emplois non productifs immédiatement après le LBO.

Sur le plan de l'ingénierie opérationnelle, Kaplan et Strömberg (2008) considèrent qu'au-delà d'un simple apport financier les fonds de LBO mettent à disposition des entreprises leurs expériences et leurs savoir-faire dans des domaines variés tels que le marketing et la logistique qui permettent de stimuler la productivité et la croissance interne des sociétés. Par ailleurs, Wright, Hoskisson & Busenitz (2001) expliquent que les nouveaux dirigeants des sociétés sous LBO définissent une nouvelle culture de l'entreprise qui optimise le fonctionnement opérationnel et stimule l'innovation stratégique.

Ainsi, les théories de la création de valeur estiment contrairement aux théories de transfert de richesse que la performance des entreprises soutenues par les fonds de LBO est expliquée par le savoir faire et les compétences des acteurs du capital investissement. Sur le court terme la mise en place de nouvelles pratiques et procédures opérationnelles peut entraîner des suppressions d'emplois, toutefois, sur le long terme la croissance interne des sociétés est génératrice de nouveaux postes.

Section 2 : Analyses empiriques

Étudions à présent les analyses empiriques de l'impact des LBO sur l'emploi afin de confronter les théories de transfert de richesse à celles de la création de valeur et par conséquent déterminer les effets réels du capital investissement sur le marché du travail dans un premier temps sur le court terme (sous section 1) puis sur le moyen terme et le long terme (sous section 2).

Sous section 1 : Sur le court terme

Les résultats des analyses empiriques montrent que les LBO suppriment des emplois à horizon temporel court. Plusieurs auteurs ont analysé l'effet des acquisitions d'entreprises réalisées par LBO sur l'emploi. Une des premières études à examiner ce sujet est celle de Denis (1994) qui s'intéresse à l'impact sur le marché du travail des acquisitions par LBO effectuées aux États-Unis pendant la période 1975-1984. Les résultats économétriques montrent dans le cadre d'une acquisition hostile une baisse significative du nombre d'employés de la société. Cependant, il n'y a pas de relation significative entre la diminution de l'effectif des entreprises et les acquisitions amicales réalisées sur la période 1980-1984.

Cet effet des acquisitions hostiles sur l'emploi est confirmé par les études de Conyon, Girma, Thompson et Wright (2001 et 2002) qui analysent l'évolution de l'offre de travail des entreprises rachetées par LBO au Royaume-Uni. Dans une première étude, Conyon, Girma, Thompson et Wright (2001) constatent sur la période 1983-1996 que le processus de rationalisation se manifeste par un gain en efficacité des entreprises mais également par une diminution de l'offre de travail de l'ensemble des sociétés acquises de 7,5 %, toutefois, ils ne réussissent pas à identifier les différences entre acquisition hostiles et amicales.

Puis, dans une seconde étude réalisée sur une période plus importante 1967-1996, Conyon, Girma, Thompson et Wright (2002) analysent 442 opérations de rachat réalisées par 277 entreprises au Royaume-Uni confirment les résultats de Denis (1994) mettant en évidence l'impact significatif et négatif des acquisitions hostiles sur l'offre de travail des sociétés.

Variable dépendante : emploi $_{it}$

Variables Dépendantes	Echantillon	Au dessous de l'effectif moyen	Au dessus de l'effectif moyen
emploi $_{it-1}$.88 (5.43)	.79 (3.83)	.62 (2.05)
salaire $_{it}$	-.78 (5.53)	-.83 (10.91)	-.71 (3.10)
salaire $_{it-1}$.52 (3.23)	.60 (3.35)	.31 (1.59)
production $_{it}$.87 (21.00)	.85 (17.87)	.89 (14.17)
production $_{it-1}$	-.71 (4.49)	-.59 (3.09)	-.51 (1.73)
hostile $_{it}$	-.17 (2.33)	.21 (.91)	-.16 (3.01)
amicale $_{it}$	-.09 (2.81)	-.21 (3.36)	-.03 (1.19)
Dummies	Non significatives	Non significatives	significatives
nombre d'observations	2218	1175	1043
J-stat p-value	.96	.91	.68
R ²	47%	48%	42%
Corrélation	.82	.91	.51

Source : Conyon, Girma, Thompson & Wright (2002)

«The impact of mergers and acquisitions on company employment in the United Kingdom»

Les résultats de l'étude économétrique sur l'ensemble de l'échantillon montrent que l'offre d'emploi des entreprises baisse de façon significative de 17 % après l'opération de rachat, pour les acquisitions hostiles et de 9 % pour les acquisitions amicales. Toutefois, l'effet du type d'acquisition dépend du niveau de l'effectif des entreprises.

D'une part, les sociétés dont le nombre d'employés est supérieur à l'effectif moyen ont un accroissement de leur effectif de 21 % après leur rachat dans le cadre des acquisitions hostiles alors que les sociétés ayant fait l'objet d'une acquisition amicale diminuent le nombre de leurs employés de 21 %. D'autre part, les sociétés dont le nombre d'employés est inférieur à l'effectif moyen diminuent leur effectif de 16 dans le cadre des acquisitions hostiles et de 3 % lors des acquisitions amicales.

En 2007, l'Union internationale des employés des services en anglais « SEIU » (2007) reproche aux LBO d'être un destructeur d'emplois en prenant comme exemple l'opération de rachat de Warner Music Group, troisième plus grande société d'édition de disque sur le plan mondial. Selon SEIU, en 2004, c'est-à-dire un an après l'opération de rachat d'un montant de 2,6 milliards de dollars, 1 000 postes ont été supprimés ce qui correspond à une baisse de l'effectif total de l'entreprise d'un cinquième.

Scott Sperling, vice-président de Thomas H. Lee Partners, un des fonds de capital investissement ayant participé au montage du LBO a expliqué lors d'une conférence de presse réalisée en avril 2007 la raison de cette décision managériale. Selon Sperling, cette mesure était indispensable afin d'optimiser le business model de la Warner Music group paralysé par un nombre de niveau de décision excessif. L'objectif de cette disposition était par conséquent de réformer l'organisation de l'entreprise afin d'accroître son efficacité sur le long terme.

Cette idée selon laquelle l'effet négatif des opérations des LBO sur l'emploi ne concernerait que le court terme est confirmée par Margolis (2006) qui analyse les acquisitions réalisées en France sur la période 1991-1999. Selon l'auteur, la probabilité de rester en emploi des salariés de l'entreprise acquise par une fusion acquisition est plus faible lors des trois années suivant l'opération que pour ceux de l'entreprise acquéreuse. Ainsi, l'année qui suit l'opération de rachat est accompagnée d'une baisse de l'effectif de l'entreprise acquise, cependant l'auteur constate que cet impact n'est toutefois pas significatif sur le long terme et conclut par conséquent que les acquisitions des entreprises exercent un effet négatif sur l'emploi uniquement sur le court terme.

Davis, Haltiwanger, Jarmin, Lerner et Miranda (2008) comparent l'évolution des effectifs de 3 200 entreprises ayant eu recours à un LBO aux États-Unis de 1980 à 2005 par rapport aux effectifs de sociétés présentant des caractéristiques similaires au niveau de leur secteur d'activité, de leur taille et de leur niveau d'expérience. Leurs résultats empiriques montrent que l'effectif des sociétés sous LBO diminue en moyenne de 7 % deux ans après le LBO.

Toutefois, le nombre d'employés de ces entreprises avait déjà baissé de 4 % deux ans avant le LBO. Il semble par conséquent que les fonds de LBO investissent dans des entreprises qui ont déjà procédé à une réduction de leur effectif et qui offrent un potentiel d'optimisation opérationnelle après LBO. Par ailleurs, l'impact des LBO sur l'emploi diffère selon le secteur d'activité des sociétés. Ainsi, les entreprises de vente de détail, de prestation de service, de finance, d'assurance et d'immobilier connaissent une baisse significative de leur effectif contrairement aux entreprises industrielles par le LBO qui ne sont pas affectées sur le plan de l'emploi.

Afin d'expliquer cet effet des LBO sur l'emploi, une hypothèse concernant le type de stratégie de flexibilité du travail interne ou externe choisit par l'entreprise est avancée. Ainsi, Caroli (2000) et Coutrot (2004) soutiennent que les stratégies de flexibilité interne du travail sont principalement associées aux innovations technologiques alors que les stratégies de flexibilité externe du travail résultent davantage des innovations organisationnelles.

Cet argument est validé par l'étude de Walkowiak (2006) réalisée sur 2 431 entreprises françaises pendant la période 1991-1997 qui démontre que les innovations organisationnelles aboutissent généralement à un renouvellement du personnel. Par ailleurs, l'action de substitution d'une main-d'œuvre peu qualifiée par des salariés d'une plus grande qualification est principalement utilisée par des sociétés qui réalisent d'importantes réformes organisationnelles. L'analyse des études empiriques a démontré que les LBO peuvent entraîner une baisse de l'offre d'emploi sur le court terme mais qu'en est-il du long terme ?

Sous section 2 : Sur le moyen terme et sur long terme

Contrairement au court terme, les études empiriques montrent que les LBO sont créateurs d'emploi sur le long terme. Le capital transmission accompagne les entreprises pendant leurs phases de croissance et de maturité. Cette intervention de ce segment du capital investissement à ces deux stades du cycle de vie des entreprises est facteur de développement des sociétés par un processus de croissance interne qui engendre à long terme une création nette d'emploi.

L'étude d'Amess et Wright (2007) basée sur un panel non cylindré de 5 369 opérations de LBO réalisées sur la période 1999-2004 au Royaume-Uni considère deux types de LBO, les MBOs et les MBIs. Les MBOs (en anglais « Management Buy-Out ») sont des opérations de rachat d'entreprise dans laquelle des banques et investisseurs extérieurs financent l'équipe de management en place dans l'optique d'acquérir la société qui les emploie, le plus connu en France est celui de DARTY en 1988. Au contraire, les MBIs (en anglais « Management Buy-In ») sont des opérations de rachat d'entreprise dans laquelle des investisseurs extérieurs procèdent à l'acquisition de la société en apportant une nouvelle équipe de management.

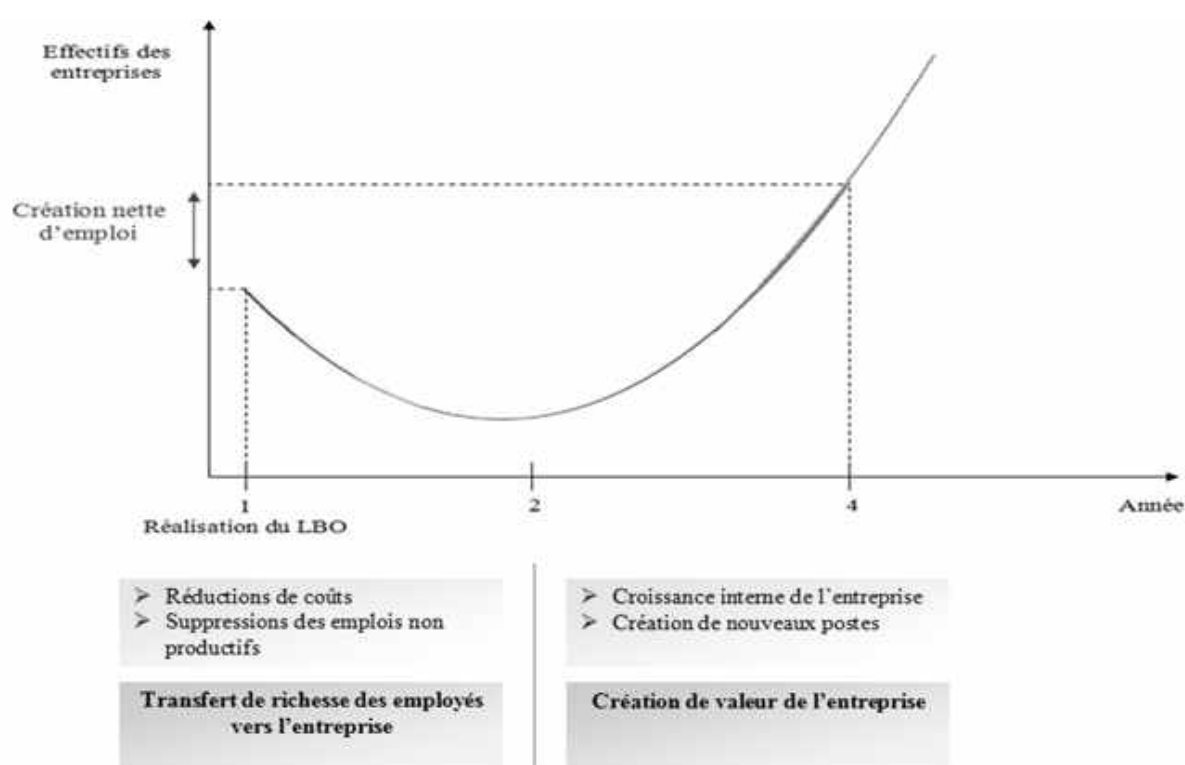
	Effet des LBO		Effets des MBO et MBI	
	Salaires	Emploi	Salaires	Emploi
<i>mbo</i>			-0.31	0.51
			(3.18)***	(2.76)***
<i>mbi</i>			-0.97	-0.81
			(4.30)***	(1.82)*
Constante	0.16	0.11	0.15	0.09
	(10.00)***	(3.29)***	(8.96)***	(2.43)**
<i>Hausman</i>	64.01 [0.00]		114.16 [0.00]	
<i>Buyout</i>			31.05 [0.00]	10.69 [0.00]
<i>Equal</i>			6.80 [0.01]	7.40 [0.01]
<i>Significativité Jointe</i>	268.20 [0.00]	2110.85 [0.00]	247.05 [0.00]	1716.60 [0.00]
Observations	11104	11104	11104	11104

Remarques : (1) valeur absolue des statistiques de la statistique de student t entre parenthèses ; (2) * significatif à 10%, ** significatif à 5%, *** significatif à 1% ; (3) Hausman est une statistique d'essai de spécifications du test d'Hausman qui évalue si les variables LBO, MBO, MBI sont des dummies endogènes ou exogènes, (4) Buyout est une statistique du test de Wald de la significativité jointe des dummies MBO et MBI (5) Equal est un test de Wald d'égalité des coefficients associés aux variables MBO et MBI

Source : Amess & Wright (2007) «The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK»

Les résultats empiriques de l'étude indiquent que l'effet sur l'emploi des LBO diffère selon le type LBO. Sur le court terme, la rentabilité des entreprises sous MBOs et sous MBIs est expliquée par un transfert de richesses des employés vers les nouveaux actionnaires. Toutefois, sur le long terme, les MBOs présentent un taux de croissance de leur effectif de 0,51 % par rapport aux entreprises de secteur, taille et niveau d'expérience identique, pour les MBIs ce même taux est de -0,81 %. De plus, le taux de diminution des salaires des employés de MBO de 0,31 % est plus faible que celui des salariés des MBI de 0,97 %.

Ces résultats sont confirmés par l'étude de Davis, Haltiwanger, Jarmin, Lerner et Miranda (2008) qui compare l'évolution 3 200 entreprises soutenues par le capital transmission aux États-Unis de 1980 à 2005 par rapport à leurs homologues en termes d'industrie, de taille et d'âge. Les auteurs constatent que les sociétés sous LBO ont une croissance de leurs effectifs plus importante que leurs confrères deux ans après le LBO. Autrement dit, la mise en place d'un nouveau management de l'entreprise dans le cadre des opérations de LBO est dans un premier temps suivie d'une baisse de l'offre d'emploi sur le court terme suivi d'un gain de croissance de l'entreprise qui se traduit par l'embauche de nouveaux employés.



En conclusion, l'examen des études empiriques analysant les effets des LBO sur l'emploi nous permet d'affirmer que les théories de transfert de richesse et de création de valeur expliquent en fait toutes les deux l'impact des LBO sur le marché du travail. Sur le court terme, les accusations des théories de transfert de valeur ont été empiriquement vérifiées, nous avons montré que les entreprises rachetées par LBO procèdent effectivement à des réductions de coûts et à la suppression des emplois non productifs.

Toutefois, sur le moyen terme puis sur le long terme, on observe au contraire que les LBO sont créateurs d'emplois, ce sont donc cette fois-ci les arguments des théories de la création de valeur qui sont validées. Les mesures d'optimisation des sociétés sur le plan stratégique, organisationnel et opérationnel mises en place immédiatement après le LBO portent leurs fruits et la forte croissance interne des entreprises génère un accroissement du niveau de production qui se traduit par l'embauche de nouveaux salariés. En moyenne quatre ans après les LBO l'effectif des entreprises est supérieur au niveau avant LBO, ce qui correspond à une création nette d'emploi.

5. LES SOCIÉTÉS SOUS LBO PRÉSENTENT-ELLES UN RISQUE DE FAILLITE ET DE DÉTRESSE FINANCIÈRE PLUS ÉLEVÉ QUE LEURS CONCURRENTS NON LBO ?

La troisième critique des LBO en faveur d'une réglementation plus importante des opérations à effet de levier affirme que ces montages financiers auraient pour conséquences d'accroître la vulnérabilité au risque de faillite et de détresse financière des entreprises cibles. Afin de considérer la pertinence de cet argument, nous examinerons le risque de faillite et de détresse financière des sociétés sous LBO pendant la crise des subprimes afin d'évaluer l'effet des LBO sur la viabilité des entreprises en période de conjoncture économique défavorable.

L'étude de Tykvová et Borell (2012) considèrent un échantillon de 1 842 LBO réalisés dans quinze pays européens pendant la période 2000-2008. Les résultats de l'étude montrent que les fonds de LBO sélectionnent des entreprises qui présentent un risque de détresse financière plus faible que celui des autres sociétés de leur secteur et que ce niveau de risque augmente après l'opération de rachat par effet de levier.

Toutefois, malgré cet effet les entreprises qui ont recours aux LBO financés par le capital transmission ne montrent pas de taux de faillite financière plus élevé que celui des sociétés non LBO. C'est même la tendance inverse qui est observée, puisque les entreprises qui sont soutenues par des fonds de LBO expérimentés affichent un taux de faillite inférieur à celui des concurrents non LBO de leur secteur.

Ce constat est également valable pour les entreprises dont les LBO ont été réalisées pendant la période 2004-2007 de forte croissance des opérations de rachat en raison d'un faible coût de la dette. Cette capacité à gérer les risques de détresses financières et de faillite est plus élevée pour les fonds de LBO en consortium et possédant un haut niveau d'expérience.

L'étude de Wilson, Wright, Siegel et Scholes (2012) réalisée sur un échantillon de 15 392 LBO effectués au Royaume-Uni pendant la période 1995-2010 examine la situation économique et financière des entreprises rachetées par le biais d'un effet de levier avant et pendant la période de récession économique débuté en 2007. Les résultats empiriques montrent une supériorité en termes de croissance, de productivité et de rentabilité des sociétés sous LBO par rapport aux concurrents de leur secteur avant la crise puis pendant la phase de récession. Pendant la crise, le gain de productivité observé est de 5 à 15 % et le gain de rentabilité de 3 à 5 % des sociétés sous LBO par rapport aux non-LBO.

Le modèle s'écrit :

Value Added = f (Labor, Capital, Age, Industry Risk, Competition, Time Dummies and Company Type)

Où la variable à expliquer est :

- Productivity : le logarithme de la productivité

Et les variables explicatives sont :

- (Ln Labor) : main-d'œuvre exprimée en logarithme du nombre d'employé
- (Ln Capital) : capital exprimé en logarithme du prix réel des actifs
- (Ln Age) : le niveau d'expérience des fonds
- PE Backed : variable dummy représentant le gain en productivité d'un recours au capital investissement pour une société
- MBO : variable dummy représentant le gain en productivité d'un recours à un Management Buy-out pour une société
- MBI : MBO : variable dummy représentant le gain en productivité d'un recours à un Management Buy-in pour une société
- Public : variable dummy représentant le gain en productivité d'une cotation en bourse pour une société

- Family : variable dummy représentant le gain en productivité d'un actionnariat familial pour une société
- Subsidiary : variable dummy représentant le gain en productivité d'une appartenance en tant que filiale à une grand groupe pour une société
- Industry risk : variable dummy représentant la taille et le taux d'insolvabilité d'un secteur économique en t-1
- HHI competition : indice de concentration du secteur calculé par la somme des carrés des parts de marchés de chaque entreprise dans un secteur
- Time dummies : variable dummy représentant le gain en productivité associé à la dimension temporelle (en année)

Déterminants de la productivité

Dep: Ln(value added)	1995-2009			Pre: recession			Recession		
	Coefficient	t-Statistic	Significance	Coefficient	t-statistic	Significance	Coefficient	t-Statistic	Significance
Constant	4.785	167.648	.000	4.926	100.396	.000	5.307	80.122	.000
Ln (Labor)	.490	391.263	.000	.485	226.350	.000	.500	186.361	.000
Ln(Capital)	.500	322.938	.000	.501	189.102	.000	.486	146.292	.000
Ln(Age)	-.019	-10.307	.000	-.019	-6.035	.000	-.039	-8.252	.000
PE backed	.158	18.987	.000	.147	9.801	.000	.151	7.831	.000
MBO	.217	22.040	.000	.212	12.746	.000	.195	9.418	.000
MBI	.056	2.648	.008	.100	2.724	.006	.033	.739	.460
Public	.042	5.904	.000	.037	3.025	.002	-.014	-.873	.383
Family	-.039	-6.051	.000	-.054	-4.922	.000	-.086	-6.644	.000
Subsidiary	.077	16.834	.000	.068	8.645	.000	.085	8.860	.000
Industry risk	.002	.555	.579	-.008	-1.466	.143	.012	1.522	.128
HHI competition	.000	-6.731	.000	.000	-7.223	.000	.000	1.354	.176
Time dummies	YES			YES			YES		
R2	0.889			0.889			0.869		
F	34.321.000			15.754.000			9380.000		
Significance	0.000			0.000			0.000		
N =	163.483			55.694			39.564		

Remarque : Nous avons calculés les facteurs d'inflation de la variance des modèles estimés afin de confirmer l'absence de problèmes de colinéarité

Source : Wilson N, Wright M, Siegel D, Scholes L (2012) «Private Equity Portfolio Company Performance During the Global Recession»
Journal of Corporate Finance, Vol.18 (1), pp. 193-205

Le niveau des coefficients de détermination (R^2)⁴ montre que les modèles bénéficient d'une bonne spécification, conformément aux attentes théoriques, les deux déterminants majeurs de la productivité avant et pendant la récession sont le capital financier (Ln Capital) et la main-d'œuvre (Ln Labor).

⁴ Le coefficient de détermination (R^2) est un indicateur qui permet de juger la qualité d'une régression linéaire, simple ou multiple. D'une valeur comprise entre 0 et 1, il mesure l'adéquation entre le modèle et les données observées

On observe également une différence au sein des catégories de LBO, puisque l'on constate une supériorité de productivité des transactions de MBO⁵ (0,195) par rapport à celles de MBI⁶ (0,033).

Evolution des indicateurs de rentabilité et d'endettement

Year	PE backed				Listed				Matched private			
	ROA	Gross margin	Debt/TA	Coverage	ROA	Gross margin	Debt/TA	Coverage	ROA	Gross margin	Debt/TA	Coverage
1999	7.13	30.66	36.99	20.78	4.59	32.25	23.49	20.37	5.69	29.61	37.89	30.50
2000	5.54	30.76	37.50	22.18	2.59	34.75	22.01	18.10	5.05	28.63	38.40	30.04
2001	5.29	31.48	36.99	21.34	-0.45	38.27	22.20	14.37	4.82	30.02	38.88	29.96
2002	4.78	33.27	37.96	21.60	-1.47	38.87	23.17	13.91	4.56	32.13	39.15	31.14
2003	5.82	35.10	38.01	24.95	-0.21	39.17	23.94	17.54	4.93	33.05	39.16	32.29
2004	7.24	35.96	36.25	23.70	1.00	41.12	23.02	18.00	5.78	33.99	38.68	27.92
2005	8.73	37.35	34.82	26.03	1.29	41.52	21.44	15.32	5.87	34.81	38.07	25.76
2006	8.86	37.36	34.76	26.83	1.01	41.96	21.79	15.80	6.24	35.06	37.68	25.34
2007	10.14	37.46	34.54	30.57	1.62	42.32	22.27	18.03	6.54	34.75	37.46	25.93
2008	9.65	37.91	33.48	31.67	0.53	42.25	24.32	14.61	5.61	34.30	38.21	25.02
2009	8.61	39.16	31.85	36.02	-0.23	41.79	23.29	16.79	4.44	35.84	38.01	24.64

Source : Wilson N, Wright M, Siegel D, Scholes L (2012) «Private Equity Portfolio Company Performance During the Global Recession»
Journal of Corporate Finance, Vol.18 (1), pp. 193-205

Par ailleurs, on remarque que les indicateurs de rentabilité ROA⁷ et marge brute⁸ des sociétés sous LBO sont supérieurs à ceux des entreprises cotées sur les marchés financiers (listed) et à celui des autres entreprises non LBO (Matched private) pendant la récession. Le ratio de couverture des intérêts (coverage) également plus élevé pour les sociétés LBO, s'interprète comme une plus grande capacité de ces entreprises à honorer le remboursement des intérêts de leurs emprunts.

⁵ Le management buy-out (MBO) correspond au rachat par Endettement d'une entreprise réalisé par son équipe dirigeante avec tout ou partie des salariés. On parle en France de Rachat de l'Entreprise par les Salariés (RES).

⁶ Catégorie de LBO caractérisé par de l'arrivée d'une nouvelle équipe de direction, contrairement aux MBO.

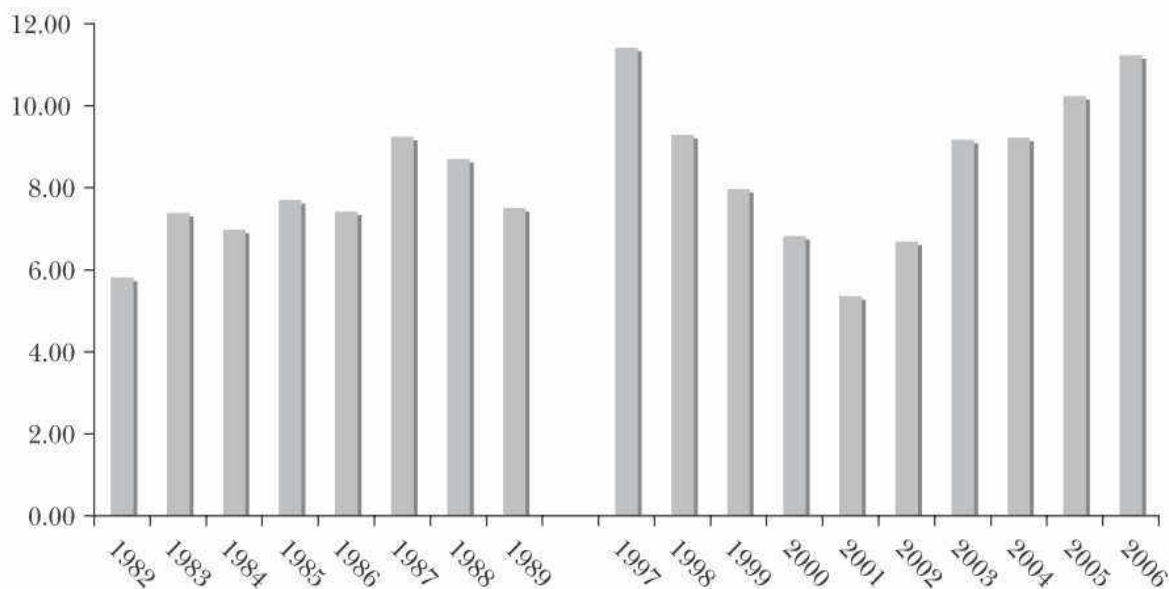
⁷ Le Return on Assets (ou ROA) qui peut être traduit en français par taux de "rendement de l'actif investi" ou "rentabilité économique" est une notion économique d'inspiration anglo-saxonne. Celle-ci mesure en pourcentage le rapport entre le résultat net et l'actif net mobilisé dans l'activité.

⁸ La marge brute représente la différence, hors taxes, entre le prix de vente et le coût de revient de biens ou de services.

L'étude complémentaire de Kaplan et Strömberg (2008) nous permet de mieux comprendre les raisons du maintien de la performance économique des sociétés sous LBO au cours de la crise financière de 2007. Dans cette démarche, les auteurs ont comparé les similitudes et les différences dans les caractéristiques du marché des LBO aux États-Unis lors de la vague de croissance des LBO des années 1980 en se basant sur l'étude de Kaplan et Stein (1983) par rapport aux spécificités du marché lors de la dernière décennie à partir de l'étude de Guo, Hotchkiss et Song (2007).

Le premier axe de réflexion analyse l'évolution de la valeur des entreprises rachetées par LBO lors des deux périodes de croissance des LBO aux États-Unis. La valeur d'entreprise des sociétés est calculée comme la somme des capitaux propres et de la dette nette au moment du rachat par effet de levier. Le montant des flux de trésorerie est calculé selon la méthode standard de l'EBITDA qui permet de mesurer le niveau de performance des entreprises. Ils constatent que le ratio valeur d'entreprise/EBITDA a été généralement plus élevé à la fin du rachat par effet de levier lors des deux phases de développement du marché des LBO.

Evolution du ratio valeur d'entreprise/EBITDA des grands LBO de 1982 à 2006



Source: Kaplan et Sein (1993) et Guo, Hotchkiss, et Song (2007)

Remarque : La première vague de croissance commença lors de l'année 1982 et la s'acheva en 1989 et la seconde débuta en 2003 et s'acheva en 2007

Par ailleurs, on constate que les ratios valeur d'entreprise/EBITDA de la vague de croissance des LBO la plus récente ont été plus élevés que ceux des années 1980. S'il est vrai que, les ratios de valeurs d'entreprises/EBITDA de la dernière décennie ont été de façon générale supérieurs à ceux des années 1980, les auteurs remarquent également que lorsque l'indicateur est déflaté du ratio des entreprises non financières de l'index S & P 500⁹, les prix d'acquisition de la vague de croissance récente sont légèrement inférieurs à ceux de la décennie 1980.

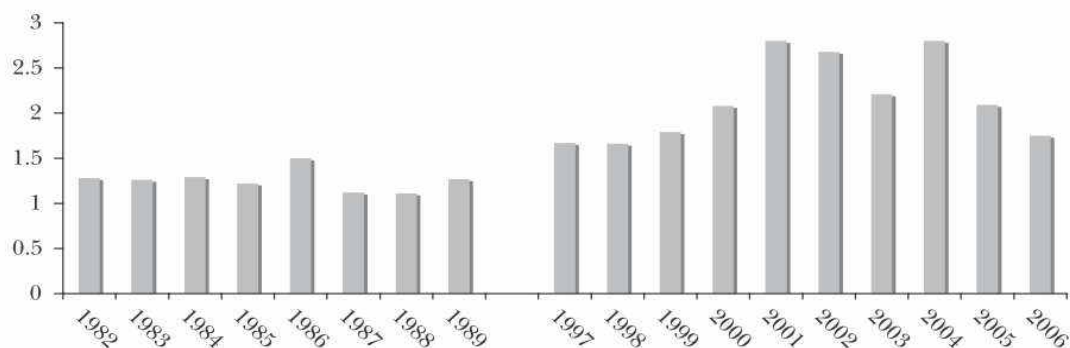
Le second élément de comparaison concerne la structure de l'actionnariat des fonds de LBO et plus précisément la part des capitaux propres par rapport à l'endettement réalisé pour financer les opérations de rachat à effet de levier lors des deux périodes. Les auteurs constatent que ce pourcentage a été en moyenne de 10 à 15 % pendant la première période et de 30 % lors de la seconde vague de croissance des LBO. Cette différence significative du ratio capitaux propres/endettement entre le premier cycle de croissance et le second valide la théorie de Kaplan et Stein (1983) qui soutient que les LBO américains des années quatre-vingt avaient connu une forte croissance en raison d'un effet de levier extrêmement important.

Outre le montant des flux de trésorerie et le niveau d'endettement, un troisième facteur diffère également lors des deux périodes, il s'agit du taux d'intérêt. Afin d'analyser l'évolution de l'ensemble de ce facteur, les auteurs considèrent le ratio de la couverture des intérêts¹⁰ en tant qu'indicateur de la fragilité des opérations de LBO. Un faible niveau de ce ratio indique qu'il y a une forte probabilité que l'entreprise ait des difficultés à payer les intérêts de son endettement.

⁹ Le S&P 500 (SPX) est un indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses américaines. Il est l'indice le plus représentatif du marché boursier américain parce qu'il est composé d'un plus grand nombre de compagnies et que sa valeur tient compte de la capitalisation boursière des compagnies contenues dans l'indice

¹⁰ Le ratio de la couverture des intérêts se calcule ainsi : $(\text{bénéfice net} + \text{intérêts et frais bancaires}) / (\text{intérêts et frais bancaires})$. On calcule le nombre moyen de fois que se crée l'obligation de payer des intérêts, ce qui indique donc le risque d'endettement d'une entreprise. Plus ce ratio s'élève, plus l'entreprise est capable d'acquitter ses frais d'intérêts.

Evolution du ratio de couverture d'intérêts des LBO de 1982 à 2006



Source: Kaplan et Sein (1993) et Guo, Hotchkiss, et Song (2007)

Remarque : La première vague de croissance commença lors de l'année 1982 et la s'acheva en 1989 et la seconde débuta en 2003 et s'acheva en 2007

On constate que le ratio de couverture des intérêts de la période 2003-2007 est supérieur à celui de la période 1982-1989, ce qui suggère que la structure des LBO de la dernière vague de croissance a été moins fragile. Par ailleurs, on remarque que les ratios de couverture des intérêts entre 2001 et 2004 sont plus élevés que ceux se situant avant et après cette période.

L'étude valide également le constat de Shivdasani et Wang (2011) relatif aux conditions d'octroi du crédit caractérisées par une plus grande souplesse dans le calendrier de remboursement des emprunts et un relâchement des covenants bancaires. Demoriglu et James (2007) ainsi que Standard & Poor's (2008) confirment également une baisse des restrictions des covenants bancaires à la fin de la dernière vague de croissance des LBO.

L'analyse des études empiriques invalide par conséquent la thèse d'une plus grande sensibilité des entreprises sous LBO face au risque de faillite et de détresse financière pendant la crise des subprimes. On constate en effet que les sociétés sous LBO n'ont pas présenté un risque de détresse financière ou de faillite plus important que celui de leurs concurrents non LBO, c'est même la tendance inverse qui a été observée.

Trois principales différences dans les caractéristiques de la période de croissance des LBO de 2003-2007 par rapport à celle de 1982-1989 expliquent cette capacité de résistance des entreprises sous LBO durant la dernière crise financière, il s'agit de flux de trésorerie plus importants, d'un niveau d'endettement plus faible et d'un ratio de couverture des intérêts plus élevé.

6. CONCLUSION

Le but de cette étude était de connaître la nature des effets des opérations de LBO sur les sociétés qui ont recours à ce type de montage financier et par conséquent d'examiner le bien-fondé d'un durcissement du niveau de réglementation des LBO. Afin d'apporter une réponse à notre problématique initiale, nous avons analysé les arguments en faveur d'un accroissement de la réglementation des LBO. Notre approche a consisté à examiner la pertinence des trois critiques faites aux LBO qui affirment que ce type d'opérations entraînerait une baisse de la compétitivité des entreprises, serait vecteur de grandes suppressions d'emplois sans créer de nouveaux postes et augmenterait le risque de faillite et de détresse financière des sociétés cibles.

Il ressort de l'étude des débats théoriques et des analyses empiriques sur chacune de ces problématiques. Les entreprises sous LBO sont plus compétitives que les concurrents de leur secteur. Ces opérations sont source de création nette d'emploi sur le long terme. Les sociétés sous LBO présentent un risque de faillite et de détresse financière plus faible que leurs homologues non LBO. Notre analyse remet donc en question la légitimité d'un accroissement de la réglementation des LBO.

Par ailleurs, l'étude récente de Cumming et Zambelli (2012) montre qu'un accroissement de la rigidité de la réglementation des LBO entraîne une détérioration de la qualité du capital investi par les fonds LBO qui se traduit par une baisse de leur niveau de performance. On peut par conséquent s'interroger sur l'impact à long terme de la mise en application d'un cadre réglementaire plus rigide des LBO sur la compétitivité des entreprises cibles et sur le marché du travail.

RÉFÉRENCES

Amblard H, Bernoux P, Herrero G, et Livin Y.P (1996) « Les nouvelles approches sociologiques des organisations », Paris : Seuil. Chapitre I « Les fondements : contingence, stratégie, règles, identités et cultures »

Amess K et Wright M (2007) « The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK », International Journal of the Economics of Business, Vol. 14, No. 2, 2007

and related aspects of firm behavior », Journal of Financial Economics, Vol.27, pp 165-194

BDO (2011) « Private Equity Survey 2010/2011 », Corporate finance

Caroli E (2000) « Flexibilité interne versus flexibilité externe du travail : quels enseignements peut-on tirer de l'approche de la firme en termes de compétences ? » Document de travail du LEA-INRA n° 00-10, 29 p

Ceddaha F (2010) « Fusions-Acquisitions », Economica

Charreaux G (2003) « Le gouvernement d'entreprise », Encyclopédie des ressources humaine

Chevalier J et Scharfstein, D (1996) « Capital-Market Imperfections and Countercyclical Markups : Theory and Evidence », American Economic Review, American Economic Association, vol. 86 (4), pages 703-25, September.

Conyon M, Girma S, Thompson S et Wright P (2001) « Do hostile mergers destroy Jobs ? », Journal of Economic Behaviour and Organization, 45 : 427-440.

Conyon M, Girma S, Thompson S et Wright P (2002) « The impact of mergers and acquisitions on company employment in the United Kingdom », European Economic Review, 46 : 31-49.

Coutrot T (2004) « Innovations et stabilité des emplois » Travail et Emploi n° 98, p. 37-49

Davis S, Haltiwanger J, Jarmin R, Lerner J, et Miranda J (2008) « Private Equity and Employment », Working Paper CES 08-07, Center for Economic Studies/U.S. Bureau of the Census, Washington 2008

Demiroglu C et James C (2010) « The Role of Private Equity Group Reputation in Buyout Financing. », Journal of Financial Economics (JFE), Forthcoming

Denis D (1992) « Corporate investment decisions and corporate control: evidence from going private transactions », *Financial Management*, 24, pp. 80-94, *Financial Economics*, vol.5, pp185-206

Denis D (1994) « Evidence on the effects of hostile and friendly tender offers on employment », *Managerial and Decision Economics*, 15 : 341-357

Gomez P et Marion G (1997) « Introduction - Dossier : La théorie des conventions en pratique », *Revue Française de Gestion*, n° 112, janvier-février, pp.60-63

Guo S, Hotchkiss E et Song W (2009) « Do Buyouts still Create Value », *Journal of Finance*, Forthcoming

Haarmeyer D (2008) « Private Equity : Capitalism's Misunderstood Entrepreneurs and Catalysts for Value Creation », *The Independent Review*, v. 13, n. 2, Fall 2008, pp. 245 – 288.

Heinkel R et Zechner J (1990) « The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives », *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, No. 1, p. 1-24

ington 2007

Ippolito R et James W (1992) « LBOs, reversions and implicit contracts », *Journal of Finance*, Vol.47

Jensen M. (1989) « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, Sept.-Oct. 1989

Jensen M. et Meckling W. H. (1976) « Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October, pp.305-360

Kaplan S (1989) « Management Buyouts : Evidence on Taxes as a Source of Value », *Journal of Finance*, July, 24 (2) : pp. 217-254.

Kaplan S et Strömberg P (2008) « Leveraged Buyouts and Private Equity », Working Paper, University of Chicago Graduate School of Business and NBER, Chicago 2008

Kaplan S. et Strömberg P. (2003) « Financial Contracting Theory Meets the Real World : an Empirical Analysis of Venture Capital Contracts », *Review of Economic Studies*, Vol. 70, N° 2, pp. 281-315.

La Ville V et Mounoud E (2005) « Strategy as Everyday Practice », *European Business Forum*, avril

Lehn K et Poulsen A (1989) « Free cash flow and stockholder gains in going private transactions », *Journal of Finance*, Vol. 64, pp. 771-787

Lewellen W et Roden D (2000) « After the buyout. The long view », *Advances in*

Lichtenberg F et Siegel D (1990) « The effects of leveraged buyouts on productivity

Liebeskind J, Wiersema M. et Hansen G (1992) « LBOs, corporate restructuring, and the incentive-intensity hypothesis », *Financial Management*, vol. 21, n°1, pp. 73-88

Long W et Ravenscraft D (1993) «The financial performance of whole company LBOs», *Center for Economic Studies of Washington*, CES 93-16

Lutz E et Achleitner A (2009) «Angels or Demons ? Evidence on the Impact of Private Equity Firms on Employment». *Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZfB)*, Special Issue Entrepreneurial Finance, No. 5, pp. 53-81, 2009

Margolis D (2006) «Should employment authorities worry about mergers and acquisitions ? », *Political Economy Journal*, 5 : 167-194.

Mercer Management Consulting École Centrale Paris (2005) « Les leviers de la croissance organique », *Institut de l'entreprise*

Modigliani F (1963) «The life cycle hypothesis of saving : aggregate implications and tests», *American Economic Review*, 55-84

Morin E (1986) « La connaissance de la connaissance», *Editions du Seuil*, Collection Essais Points

Myers S (1977) « Determinants of corporate borrowing », *Journal of Financial Economics*, 5, pp.147-175

Opler T (1992) « Operating Performance in Leverage Buyouts : evidence from 1985-1989 », *Financial Management*, vol. 22, p. 27-34

Palepu K (1990) «Consequences of leveraged buyouts», *Journal of Financial Economics*, Vol27, n° 1, pp 247-262

Penrose E (1959) «The Theory of the Growth of the Firm», *Londres*, Basil Blackwell.

Porter M (1986) « Choix stratégique et concurrence », *Economica*

Porter M (1996) "What is Strategy", *Harvard Business Review*, Nov/Dec 1996

SEIU (2007) «Behind the Buyouts - Inside the World of Private Equity», *SEIU Study*, Wash-

Sentis P (1998) «Performances à long terme et caractéristiques financières des entreprises qui réduisent leurs effectifs», Finance Contrôle Stratégie (4)

Shivdasani A et Wang Y (2011) «Did Structured Credit Fuel the LBO Boom ? » ? The Journal of Finance Volume 66, Issue 4, pages 1291 – 1328, August 2011

Shleifer A et Summers LH (1988) «A Breach of trust in hostile takeovers, in Auerbach, A Corporate takeovers : causes and consequences», University of Chicago Press

Smith A (1990) « Corporate Ownership Structure and Performance: the Case of Management Buyouts », Journal of Financial Economics, vol. 27, pp. 143-164

Stalk G et Hout T (1990) «Competing Against Time : How Time-Based Competition Is Reshaping Global Markets», Simon et Schuster

Standard and Poor's (2008) «Leveraged Lending Review 1Q08», disponible sur http://www.lcdcomps.com/pg/research/us_research.html.

Stevenot A (2005) «La gouvernance des entreprises financées par capital investissement : Une analyse sociocognitive de la relation Capital Investisseur-dirigeant», Thèse d'économie, Université de Nancy 2

the 1980s », Quarterly Journal of Economics, 108, pp. 313-357

Tykvova T et Borell M (2012) «Do Private Equity Owners Increase Risk of Financial Distress and Bankruptcy? », Journal of Corporate Finance 18, 138-150

Walkowiak E (2006) «Renouvellement de la main-d'oeuvre et modernisation des entreprises», Revue Economique, vol. 57, n° 6, p. 1205-1234

Wilson N, Wright M, Siegel D et Scholes L (2012) «Private Equity Portfolio Company Performance During the Global Recession», Journal of Corporate Finance, Vol.18 (1), pp. 193-205

Wright M, Hoskisson RE et Busenitz LW (2001) «Firm Rebirth: Buyouts as Facilitators of Strategic Growth and Entrepreneurship», Academy of Management Executive, Vol. 15 (2001), No. 1, p. 111-125