



Efficacité et légitimité du modèle LBO

Le conflit actionnaire-*stakeholder* revisité

Les fonds de LBO occupent une place particulière dans le débat sur la financiarisation des entreprises et sont également un objet d'étude particulièrement intéressant pour les chercheurs. Ceci tient à la fois à l'importance de l'industrie du Private Equity dans l'économie mais également aux enjeux théoriques associés à son développement (Jensen, 1989, etc.). Cet article présente dans une première partie la façon dont les fonds de LBO ont construit leur avantage compétitif. Il expose ensuite les limites du modèle économique des fonds de LBO et les conflits entre les différentes parties prenantes mis en lumière par la crise actuelle de l'industrie du Private Equity.*

DOI:10.3166/RFG.198-199.241-257 © 2009 Lavoisier, Paris

* L'auteur remercie les dirigeants de fonds de LBO et d'entreprises sous LBO qui ont accepté de le recevoir et de répondre à ses questions.

INTRODUCTION

La financiarisation des entreprises et de l'économie au sens large renvoie à l'idée selon laquelle les firmes ont progressivement été amenées à traiter en priorité les questions financières et à considérer que la création de valeur actionnariale était leur objectif premier. Le « rapport de force » dans l'entreprise se serait ainsi déplacé en faveur des actionnaires ou de leurs représentants qui seraient désormais en mesure d'influencer les décisions stratégiques dans un sens favorable à leur intérêt, au détriment des autres *stakeholders* et notamment des salariés.

Dans ce débat, les fonds de LBO occupent une place particulière parce qu'ils incarnent pleinement la financiarisation des entreprises. Les fonds de LBO sont devenus actionnaires d'un très grand nombre d'entreprises de taille petite ou moyenne en recourant à un important endettement. Ces fonds influencent en profondeur la gestion des firmes dont ils prennent le contrôle. Les firmes acquises doivent en effet rembourser la dette d'acquisition sans négliger le projet stratégique, condition indispensable à la revente de l'entreprise dans un horizon de moyen terme. La firme est ainsi « mise sous tension » pour parvenir à réaliser le plan d'affaires prévu lors de l'acquisition et permettre aux actionnaires de réaliser le retour sur fonds propres souhaité.

Les fonds de LBO sont un objet d'étude particulièrement intéressant pour les chercheurs et notamment pour les chercheurs en finance. Ceci tient à la fois à leur importance dans l'économie mais également aux enjeux théoriques. Selon Jensen (1989), les fonds règlent en effet un des problèmes majeurs des grandes entreprises à actionna-

riat ouvert très largement répandues dans le capitalisme anglo-saxon (Berle et Mean, 1932) en « réalignant » les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires par le biais de différents mécanismes d'incitation et de contrôle et en apportant ainsi aux entreprises une meilleure gouvernance.

Les fonds de LBO constitueraient une espèce de « chaînon manquant » entre capitalisme familial, capitalisme anglo-saxon et capitalisme d'État. Si le capitalisme familial se caractérise par un actionariat puissant capable de contrôler les dirigeants, sa capacité à mobiliser des ressources financières importantes constitue une limite forte à son développement (la famille dominante ne souhaitant pas toujours être « diluée » par l'arrivée de nouveaux actionnaires). Le capitalisme anglo-saxon permet aux firmes de mobiliser des ressources en recourant à l'épargne disponible sur les marchés financiers mais ne sait pas toujours contrôler efficacement les dirigeants. Le capitalisme d'État est cantonné à certains secteurs pour des raisons évidentes de conflits d'intérêt et de limites de capacité managériale.

Ainsi, selon la littérature dominante en finance, un capitalisme reposant sur les fonds de LBO serait une solution optimale parce que le conflit entre actionnaires et dirigeants serait réduit à sa plus simple expression, la performance des entreprises améliorée et la création de valeur actionnariale maximisée. Cette thèse ne fait cependant pas l'unanimité. Les opposants à cette approche considèrent que les fonds de LBO ne rendent pas les entreprises plus efficaces si l'on considère l'accroissement du risque. À l'extrême, seuls les actionnaires des fonds s'enrichiraient au détriment des autres *stakeholders* et notamment des salariés. Enfin, dans la période de crise actuelle,

les entreprises contrôlées par des fonds seraient pénalisées car leurs actionnaires ne seraient pas impliqués dans la survie de la firme mais seulement motivés par la sauvegarde de leur investissement initial en fonds propres.

Il n'est bien sûr pas possible d'apporter une réponse définitive et de rejeter une de ces deux thèses. Les études empiriques n'apportent que des éclairages partiels du fait des questions méthodologiques et des aléas de mesure dans un contexte où les théories ne sont elles-mêmes pas toujours indépendantes de préjugés idéologiques. La période de crise dans laquelle l'industrie du LBO est entrée est cependant particulièrement intéressante parce qu'elle permet de révéler certaines caractéristiques et limites du modèle économique sur lequel reposent les fonds de LBO et ce faisant, de valider ou non certaines dimensions théoriques mises en avant par les chercheurs. C'est également un moment privilégié pour explorer l'ensemble des conflits entre les parties-prenantes réglés et engendrés par les fonds de LBO.

Nous présentons dans une première partie les caractéristiques de l'industrie des fonds de LBO, les facteurs qui lui confèrent un avantage compétitif ainsi que les différentes études visant à en mesurer les performances. La deuxième partie expose les limites du modèle LBO telles qu'elles peuvent ressortir dans la crise que subit actuellement cette industrie.

I – AVANTAGES COMPÉTITIFS DES FONDS DE LBO

Nous présentons dans cette première partie l'industrie des LBO, les raisons qui expliquent son développement ainsi que les

résultats des principales études qui se sont intéressées à l'efficacité des entreprises sous LBO et à la performance des fonds.

1. Présentation de l'industrie des fonds de LBO

Née après la Seconde Guerre mondiale aux États-Unis où elle s'est développée, l'industrie des fonds de LBO a connu un essor important au Royaume Uni puis en Europe continentale et notamment en France à partir des années quatre-vingt-dix. Selon Standard & Poor's, la France occupe aujourd'hui la deuxième place du marché européen du LBO après le Royaume-Uni, soit 19 % d'un marché évalué à 140 milliards d'euros en termes de volume global des opérations conclues (Nouy, 2008). Selon l'AFIC, l'industrie du capital investissement au sens large a investi durant les 10 dernières années en France près de 60 milliards d'euros auprès de 10 000 entreprises. Les acquisitions réalisées par les fonds entre 2003 et 2007 représentaient en moyenne 17 % de la valeur totale des transactions réalisées sur le marché des fusions et acquisitions (Harbula, 2008).

Dans la plupart des cas, les fonds de LBO cherchent à acquérir la totalité du capital de l'entreprise cible afin de pouvoir intégrer fiscalement les résultats et éviter la présence d'actionnaires minoritaires (Albouy et Bonnet, 2008). Les fonds visent en priorité les divisions d'entreprises industrielles cédées pour des questions de recentrage ou les entreprises familiales non cotées de petite et moyenne taille, même s'il leur arrive également de prendre le contrôle de firmes cotées avec pour objectif de les retirer de la Bourse (on parle alors de *Public to Private*) ou de les vendre par appartements considérant que la somme des parties vaut

plus que l'ensemble. Quelques très grosses opérations de LBO ont ainsi été réalisées avant la crise financière comme le rachat en février 2007 de TXI par KKR et TPG pour 45 milliards de dollars ou celui d'Equity Office en novembre 2006 par Blackstone pour 36 milliards de dollars.

Les cibles visées par les fonds doivent générer suffisamment de cash-flows pour rembourser la dette levée pour l'acquisition. C'est la raison pour laquelle les fonds privilégient les entreprises appartenant à des secteurs matures et peu cycliques, pour lesquels les investisseurs disposent *a priori* d'une bonne visibilité sur les cash-flows futurs. Il s'agit pour le fonds acquéreur de dynamiser les entreprises acquises considérant que la gestion précédente n'en a pas optimisé le potentiel. Un LBO est dit primaire quand la firme est contrôlée pour la première fois par un fonds de LBO, secondaire quand un fonds rachète une entreprise détenue préalablement par un autre fonds, etc.

Selon les périodes considérées, les fonds ont adopté des stratégies différentes. Le démantèlement des conglomérats a constitué dans les années quatre-vingt un des axes de développement privilégiés des fonds. La période récente s'est caractérisée par des stratégies visant à racheter des firmes localisées dans un même secteur pour faire émerger des synergies mais surtout par des opérations plus opportunistes. Si certains fonds sont ainsi spécialisés dans un secteur, la majorité d'entre eux ne cherche pas à constituer des participations cohérentes sur un plan industriel mais à réaliser sur chaque opération le retour sur fonds propres souhaité.

Les fonds de LBO disposent de plusieurs catégories d'investisseurs. Les *Limited*

Partners apportent des ressources financières mais ne sont pas impliqués dans la gestion des fonds. Les sponsors assurent la gestion du fonds et nomment les *General Partners*. Ces derniers dirigent les fonds et investissent de manière progressive les sommes qui leur sont confiées en sélectionnant les cibles (entre 10 et 15 cibles en moyenne) et en définissant le levier financier *ad-hoc* pour chaque opération. Les fonds de LBO ont une durée de vie limitée. Chaque entreprise cible est détenue par une holding distincte dont les fonds sont actionnaires majoritaires. Les managers de la cible sont également actionnaires de cette société holding et sont directement intéressés par les conditions de revente et de plus-values réalisées.

Pour mener à bien leurs acquisitions, les fonds recourent à un fort effet de levier. La dette d'acquisition est répartie entre différents créanciers. Elle est structurée en plusieurs tranches présentant différentes caractéristiques en termes de maturité et de subordination. La première tranche est une dette senior qui peut elle-même se répartir en plusieurs strates de dettes amortissables dès le début du prêt ou *in fine*. Une dette dite « junior » (obligations convertibles, obligations à haut rendement, financement mezzanine, etc.) subordonnée à la dette senior et comportant généralement des clauses spécifiques est également utilisée. Les contrats de prêts prévoient des clauses de sauvegarde qui encadrent strictement les décisions des managers de l'entreprise en termes de cession ou de recapitalisation. En cas de non-respect de ces clauses, un remboursement instantané de la dette peut être exigé par les prêteurs.

Il existe une complémentarité évidente entre l'industrie des fonds de LBO et les

marchés financiers. Certains fonds de LBO de grande taille se sont introduits en Bourse ou ont fait coter des véhicules en capacité de lever des fonds (Blackstone, KKR, etc.). Ces cotations ont d'ailleurs induit des changements significatifs et critiquables en termes de gouvernance des fonds (Jensen, 2007). Enfin, l'industrie des LBO revend très fréquemment les cibles acquises sur le marché financier par le biais d'une introduction en Bourse. Selon Kaplan et Strömberg (2009), 14 % des cibles ont ainsi été cédées par introduction en Bourse entre 1970 et 2007.

Rappelons pour finir que la technique du LBO est un remarquable outil de capital transmission qui remplit un rôle majeur dans un contexte où de nombreux entrepreneurs sortent (ou vont sortir) de la vie professionnelle et ont besoin de céder leur entreprise. Grâce à cette technique, un très grand nombre de firmes ont pu être reprises par une nouvelle équipe et continuer à se développer alors que sans le LBO, cela n'aurait pas été possible du fait de l'absence de repreneurs déclarés ou crédibles.

2. Les raisons de l'efficacité des fonds

Selon la théorie managériale de la firme (Berles et Means, 1932), les dirigeants des grandes entreprises cotées sont devenus des professionnels de la gestion et ne disposent pas d'un pourcentage important du capital de l'entreprise. De ce fait, les dirigeants cherchent avant tout à accroître les avantages qu'ils tirent de leur fonction et ne sont pas totalement motivés par la création de valeur actionnaire dont ils ne bénéficient pas (ou de manière très partielle). Ils souhaitent accroître la taille de l'entreprise et obtenir des avantages associés, même s'il faut pour cela investir dans des projets peu

rentables. Ils désirent conserver dans l'entreprise le maximum de liquidités pour réduire la contrainte, et vont de ce fait limiter autant que possible le recours à la dette et le versement de dividendes (Jensen, 1989). Enfin, les dirigeants tentent de s'enraciner en lissant les résultats ou en complexifiant la gestion pour rendre impossible leur substitution par d'autres. Selon Jensen et Meckling (1976), le comportement du dirigeant dépend de la part de capital qu'il détient dans l'entreprise. Si cette part est faible, la création de valeur actionnariale ne sera qu'un objectif secondaire.

Dans ce contexte, les fonds d'investissement sont présentés par la littérature comme une solution à ce problème car ils permettent de réaligner l'intérêt des actionnaires avec celui des dirigeants (Jensen, 1989). Comme nous l'avons indiqué, les fonds de LBO sont généralement actionnaires à 100 % des entreprises acquises et ont investi dans chaque entreprise rachetée un montant significatif de fonds propres (même si ce montant de fonds propres n'est qu'une partie des ressources mobilisées pour l'acquisition compte tenu de l'effet de levier). L'importance de l'enjeu leur impose donc de mettre en place un système de surveillance et de contrôle efficace. Le LBO étant une opération risquée, le fonds souhaite être informé très rapidement des opportunités et des difficultés éventuelles que peut rencontrer l'entreprise (Albouy et Bonnet, 2008). Cette plus grande efficacité du *reporting* s'accompagne généralement d'une communication plus active en direction des salariés et des autres parties prenantes. Il s'agit de faire partager les objectifs et de faire comprendre les conséquences concrètes de toutes actions visant

à améliorer la performance. L'entreprise, cette « belle endormie » s'est réveillée et il faut le faire savoir.

Par ailleurs, dans de nombreux cas, les managers des fonds ne disposent pas des compétences pour gérer les cibles acquises. Ce sont des financiers rémunérés par des frais de gestion fixes liés à la taille du fonds mais surtout par une participation de l'ordre de 20 %, aux plus-values de cession (ou *carried interest*). Les dirigeants des fonds sont des actionnaires professionnels. Ils disposent d'une expérience importante de la vie des affaires dans des domaines pouvant relever de la finance ou d'une expertise dans un secteur particulier. Ils conseillent les dirigeants des cibles en les amenant à se poser les bonnes questions et à prendre les décisions adaptées sans pour autant intervenir dans la gestion quotidienne.

Les managers des fonds ont le plus souvent besoin des dirigeants en place pour gérer l'entreprise acquise. Dans de très nombreux cas, le rachat de l'entreprise a d'ailleurs été réalisé en accord avec l'équipe de direction et sur la base d'un projet commun de développement. Les dirigeants du fonds et de la cible se sont engagés ensemble sur la capacité à réaliser un plan d'affaires dans un contexte où la relation de confiance est essentielle (Bonnet, 2005). Rappelons que les dirigeants de la cible ont investi personnellement des sommes conséquentes pour devenir actionnaires de la holding détenant l'entreprise (Sahlman, 1990).

Dans la nouvelle structure mise en place par le fonds, les dirigeants n'ont plus intérêt à « s'enraciner ». La réalisation effective du projet stratégique est le seul véritable objectif des dirigeants de la cible. L'opération de LBO a de toute manière une durée de vie

limitée et l'enracinement n'aurait dans ce contexte que peu de sens. Il n'y a plus de conflits d'agence parce qu'actionnaires et dirigeants ont objectivement intérêt à collaborer. En améliorant la gouvernance de l'entreprise, les fonds permettraient donc aux dirigeants de gérer avec plus d'efficacité leur entreprise et de maximiser la création de valeur actionnariale.

La dette joue un important rôle disciplinaire dans les entreprises sous LBO car elle limite fortement les marges de manœuvre dont disposent les dirigeants. Ces derniers doivent davantage s'interroger sur l'impact d'une décision d'investissement sur le *cash* disponible. Pour dépasser la contrainte de la dette, les dirigeants doivent mettre en œuvre des projets rentables et optimiser la gestion de l'entreprise pour éliminer les gaspillages. L'opportunité de procéder à tout nouvel investissement ou à toute dépense sera étudiée de manière approfondie alors que précédemment, la direction ne se serait pas posé les bonnes questions et aurait de manière « mécanique » validé le projet. Le gestionnaire devient donc un entrepreneur responsable, plus économe et efficace parce que directement intéressé au retour sur fonds propres.

3. La question de la performance

La recherche s'est intéressée à la double question de la performance des firmes sous LBO et à celle de la rentabilité des fonds. L'enjeu est d'importance. Si les fonds apportent une meilleure gouvernance et disciplinent les dirigeants, les études devraient conclure sans ambiguïté à une surperformance des entreprises sous LBO ainsi qu'à une meilleure rentabilité des fonds que les actifs présentant un niveau de risque similaire.

Nous montrons ci-dessous pourquoi la recherche en finance ne permet pas d'apporter une réponse définitive.

La performance des entreprises sous LBO

À partir d'un échantillon de 76 LBO réalisés aux États-Unis entre 1980 et 1986, Kaplan (1989) identifie trois ans après l'opération une amélioration significative du taux de résultat net sur le chiffre d'affaires (entre +10 et +20 % selon les secteurs) et du taux de cash-flow libre sur chiffre d'affaires (+40 %) ainsi qu'à une baisse des investissements. Smith (1990) trouve des résultats similaires et Lichtenberger et Siegel (1990) identifient un accroissement de la productivité post-LBO. Dans la période plus récente (1990-2006), l'amélioration de la performance des firmes semble cependant moins marquée (Guo *et al.*, à paraître).

En Europe, la plupart des travaux de recherche concluent à un accroissement de la performance (Harris *et al.*, 2007; Boucly *et al.*, 2009; Bergström *et al.*, 2007). En revanche, Desbrières et Schatt (2002 et 2004) identifient pour la France une moindre performance des firmes après un LBO. La spécificité des entreprises françaises, notamment en termes de taille et de politique de croissance externe limiterait cependant la portée de leurs résultats.

Les chercheurs ont également étudié des questions plus spécifiques concernant la performance des entreprises sous LBO et notamment l'impact sur la relation fournisseurs, la politique de ressources humaines et d'innovation.

Brown *et al.* (2009) montrent que l'annonce du rachat d'une entreprise par un fonds se traduit pas une rentabilité anormale négative pour ses fournisseurs. L'impact est plus

important pour les fournisseurs clés ayant réalisé des investissements spécifiques. Ceci validerait la thèse selon laquelle les entreprises sous LBO accroissent la pression sur les fournisseurs pour obtenir des concessions en matière de prix et ce faisant sont en capacité, au moins sur le court terme, de capter une part plus grande de la valeur.

Les LBO auraient également un impact sur la politique de ressources humaines. Les firmes sous LBO formeraient davantage leurs salariés. L'implication de ces derniers augmenterait ainsi que leur nombre et le niveau de salaire (Bruining *et al.*, 2005). Kaplan et Strömberg (2009) adoptent un point de vue plus mesuré et considèrent que les firmes sous LBO connaissent une croissance plus réduite de l'emploi que les firmes de leur secteur avant de conclure que cela renvoie à une gestion plus efficace de la firme.

En étudiant 47 LBO et en disposant de données trois ans avant et après l'opération, Zahra (1995) montre que les firmes concernées développent davantage de nouveaux produits et intensifient leurs efforts en termes d'innovation et de productivité (même si parallèlement le niveau des dépenses en R&D ne change pas). Les performances des entreprises sous LBO augmentent également. Zahra considère que cela pourrait s'expliquer par un changement de comportement des managers qui adopteraient une attitude entrepreneuriale plus marquée.

Les professionnels du LBO ont également tenté d'apporter une réponse à la question de la performance des entreprises. L'étude réalisée par le cabinet Constantin pour le compte de l'AFIC en 2007 montre que les entreprises françaises détenues par des

fonds d'investissement dans le cadre d'opérations avec effet de levier accroissent leurs effectifs de 4,1 % par an, en moyenne, soit plus que les autres firmes (+ 0,6 %). Plus des trois quarts de cette progression seraient dus à la croissance « organique » de la firme, le quart restant provenant d'opérations de croissance externe (fusion ou acquisition). Les sociétés sous LBO croîtraient ainsi plus vite que les autres. La hausse annuelle de leur chiffre d'affaires serait de 5,6 %, contre + 0,7 % pour la moyenne des entreprises françaises.

En résumé, les conclusions de la plupart des études vont dans le sens d'une plus grande performance des entreprises sous LBO. Ces résultats sont certes importants mais il convient cependant de conserver un regard critique. Les difficultés méthodologiques propres à ce type de mesure, la spécificité des firmes sous LBO (secteur, taille, etc.) et le caractère cyclique de l'industrie (Kaplan et Stein, 1993) limitent fortement la portée des résultats. La réduction de l'investissement dans la période post LBO identifiée dans plusieurs études pose également des questions sur la performance de long terme de la firme.

La rentabilité des fonds

Comme précédemment, les études empiriques ne permettent pas de conclure de manière définitive sur la question de la rentabilité des fonds. Cela tient notamment aux difficultés méthodologiques liées aux mesures de rentabilité retenues, au manque d'information et à la manière de prendre en compte les fonds en cours de vie et ainsi qu'aux enjeux associés à la rémunération des sponsors (Cumming et Walz, 2008).

Si certains auteurs identifient une rentabilité supérieure des fonds d'investissement,

d'autres considèrent en revanche qu'elle est comparable à celle des actifs présentant un même niveau de risque (Kaplan et Schoar, 2005). Certains fonds sont durablement plus performants que la moyenne dans un contexte de relative hétérogénéité des performances (Kaplan et Schoar, 2005). Une étude récente de Gottschalg et Phalippou (2009) montre cependant qu'en prenant en compte le risque et en corrigeant certains biais méthodologiques, les fonds sous-performent significativement l'indice S&P (6 % par an). Les études menées par les associations professionnelles comme l'AFIC identifient une performance relativement élevée des fonds de LBO/capital transmission (autour de 18 % par an sur la période 1999-2008 selon l'AFIC et Ernst&Young). Cette performance est en recul de 2,7 % comparative-ment à celle constatée en 2007 du fait de la crise économique. Les résultats de ces études sont cependant difficilement comparables avec ceux des chercheurs du fait des différences de méthodologie.

II – LES LIMITES DU MODÈLE LBO

L'industrie des LBO est en crise et démontre dans la période actuelle un certain nombre de limites. Nous les présentons dans la deuxième partie de cet article.

1. Une industrie cyclique aujourd'hui en crise

Une industrie cyclique

L'industrie des fonds d'investissement est une industrie cyclique (Acharya *et al.*, 2007) qui a connu depuis trois décennies, plusieurs crises majeures. Après une phase d'expansion économique (où les entreprises sont vendues à des prix élevés, fondés généralement sur des multiples d'EBITDA ou

de résultat d'exploitation également élevés), le retournement de la conjoncture réduit la capacité des entreprises à générer des cash-flows suffisants pour faire face au remboursement de la dette. Le capital des entreprises doit alors être restructuré, ce qui suppose une négociation « tendue » entre les actionnaires et les créanciers.

Selon Axelson *et al.* (2009), dans les périodes de croissance, les bons et les mauvais projets sont financés du fait du manque de discernement des investisseurs qui ne mettent pas en place des systèmes d'évaluation des risques efficaces. En revanche, durant les périodes de récession, très peu de projets peuvent être financés parce que l'accès au financement est difficile du fait de la très forte aversion au risque des investisseurs. Ce serait ainsi dans les périodes de récession que les fonds seraient en mesure de réaliser les opérations les plus rentables (Kaplan et Stein, 1993), c'est-à-dire dans des périodes où seuls les très bons projets sont finançables et où les fonds ne sélectionnent que les « bons » projets. Par ailleurs, le niveau d'activité des fonds de LBO serait fortement dépendant de la disponibilité de la dette d'acquisition (Kaplan et Strömberg, 2009).

Kaplan et Stein (1993) ont analysé les raisons de la crise rencontrée par les fonds de LBO à la fin des années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix. En 1991, 22 des 83 plus importants LBO réalisés aux États-Unis entre 1984 et 1989 étaient en défaut de paiement. Le nombre d'opérations diminuait considérablement, passant en valeur de 88 milliards de dollars en 1988 à 7,5 milliards en 1991 (Acharya *et al.*, 2007). Kaplan et Stein (1993) considèrent que la crise des LBO de la fin des années quatre-vingt aux États-Unis est due

a) à une surévaluation des cibles, b) à un recours à un levier financier excessif par rapport à la capacité des cibles à générer des cash-flows, c) au rachat de cibles dans des secteurs plus risqués, d) à un accès (trop) facile au financement notamment par « junk bonds » et d) à la captation de rentes en amont des opérations par les conseils (banques d'affaires, etc.) et par les managers des fonds.

Une industrie en crise

L'industrie des LBO est aujourd'hui dans une situation similaire à celle de la fin des années quatre-vingt. Selon une étude de Axelson *et al.* (2007), le levier financier moyen (exprimé comme la valeur de la dette sur la valeur d'entreprise) pour 153 opérations effectuées par des grandes firmes de LBO ressortait à 73 % entre 2004 et 2006. Ce chiffre est tout à fait comparable au levier de 77 % estimé par Kaplan et Stein (1993) pour la période 1985-1989.

La crise actuelle s'explique d'ailleurs par des raisons comparables à celles identifiées par Kaplan et Stein (1993). Selon Harbula (2008), la période comprise entre 2005 et 2007 s'est caractérisée par la formation d'une bulle spéculative sur le marché des fusions et acquisitions. À cette époque, les fonds ont acquis des entreprises dans un contexte de forte compétition avec les autres fonds ou les industriels. Les transactions se sont réalisées à des prix élevés, dans des conditions très favorables pour les vendeurs qui pouvaient imposer que l'intégralité de la transaction soit payée en *cash* lors de la réalisation, limiter les garanties de passif et obtenir immédiatement l'intégralité du produit de la vente (pas de compléments de prix en fonction des performances futures – clauses d'*Earn out*).

Les fonds de LBO qui avaient accès à une dette abondante ont accepté de payer des actifs à des prix élevés du fait notamment de la pression concurrentielle. Comme l'indique un manager de fonds de LBO que nous avons interviewé, « plus on avait accès à de la dette, plus on pouvait payer cher une cible », ce qui est d'ailleurs une aberration pour un financier « classique » sauf à considérer que la valeur de la firme est une fonction croissante du levier (Modigliani et Miller, 1963) et à nier l'existence des coûts de faillite. Le TIR d'un projet augmente mécaniquement avec le levier mais le risque croît également. Oublier ce principe élémentaire ouvre la porte à des faillites en chaîne.

En France, si le nombre de LBO en défaut de paiement demeure encore relativement limité, une augmentation significative est très probable dans les douze à vingt-quatre prochains mois¹. Plus grave, il est certain que, dans bien des cas, la cession de l'entreprise ne permettra pas de rembourser l'intégralité de la dette LBO qui pour certaines opérations est amortissable *in fine*. Des restructurations sont alors inévitables pour mettre en place des structures financières compatibles avec une création de valeur plus modeste que celle que l'on avait imaginée avant la crise.

Si les fonds n'ont pas été incités à évaluer correctement les risques, les banques n'ont pas fait preuve d'une plus grande vigilance. L'existence d'un marché secondaire de la dette LBO a permis aux banques d'encaisser des commissions d'arrangement conséquentes sans conserver cette dette dans leurs bilans. Ce marché de la dette LBO est aujourd'hui atone, ce qui limite fortement

le financement des nouvelles opérations. Rappelons le contexte de l'époque où les entreprises étaient rentables et avaient peu recours au crédit, et où les banques voyaient une opportunité dans le financement des LBO. La concurrence entre banques pour financer ces opérations était d'ailleurs très intense.

La communauté financière (fonds de LBO et banques) a fait l'erreur de considérer comme acquis le fait de revendre la cible, quels que soient sa taille, son secteur d'activité ou sa stratégie. Dans la période de bulle, il était effectivement toujours possible de céder une firme sous LBO, ce qui n'est plus le cas aujourd'hui. Fonds et banques ont oublié que le LBO est un outil qui certes peut s'avérer utile pour dynamiser une entreprise mais qui n'a pas vocation à concerner toutes les firmes, à tous les stades de leur développement.

2. Des systèmes d'incitation à repenser

La crise actuelle fait émerger un certain nombre de questions concernant les systèmes d'incitations des managers des fonds et des dirigeants des cibles. Nous présentons ci-dessous les raisons pour lesquelles les systèmes d'incitation mis en place dans la période de croissance 2003-2007 ont pu induire des comportements déviants.

Pour les managers des fonds

Les conditions dans lesquelles les fonds sont rémunérés sont essentielles pour comprendre la crise des LBO. À partir d'un échantillon constitué pour les trois quarts par des fonds américains, Metrick et Yasuda (2009) montrent tout d'abord que les mana-

1. En France, plusieurs opérations de restructurations de LBO de taille significative comme Autodistribution ou Monier (ex-Lafarge Roofing) ont défrayé la chronique financière de ces derniers mois.

gers des fonds de LBO sont davantage rémunérés que les managers des fonds de capital risque. Ceci tiendrait au fait que la taille des fonds de LBO augmente beaucoup plus rapidement que celle des fonds de capital risque. Metrick et Yasuda précise que la partie fixe (comparativement à la partie variable) indépendante des performances représente en pourcentage près des deux tiers de la rémunération des managers des fonds de LBO. Jacquillat (2008) indique également que le critère déterminant de la rémunération des professionnels du *Private Equity* est la taille de la société de gestion, mesurée par le montant des actifs sous gestion.

Ce résultat est important même s'il convient de souligner que les échantillons étudiés sont largement constitués par des fonds américains qui sont pour certains de très grande taille. En Europe et notamment en France, les fonds sont plus petits et les commissions de gestion de l'ordre de 2 % des sommes disponibles (et non pas des sommes investies) ne constituent probablement pas une motivation suffisante pour accroître la taille sans se préoccuper de la rentabilité de l'opération.

En revanche, dans les fonds de grande taille (au-delà de 10 milliards de dollars), il n'est pas exclu que le mode de rémunération ait incité les managers des fonds à réaliser des acquisitions quel qu'en soit le prix afin d'accroître les commissions de gestion. Les actionnaires des fonds ne seraient donc pas à l'abri de comportements opportunistes, notamment dans les phases d'expansion durant lesquelles les fonds ne discriminent pas suffisamment les projets (Axelson *et al.*, 2009). On retrouverait alors dans les fonds de LBO un problème d'agence tout à fait comparable à celui caractérisant les grandes entreprises à actionnariat ouvert.

Dans la continuité de ce qui précède, les fonds de LBO ont diversifié leur activité en intervenant dans des domaines qui *a priori* ne relevaient pas de leur compétence principale. Certains fonds sont ainsi devenus très actifs dans le rachat de dettes, les infrastructures ou la prise de participations dans les sociétés cotées (Nouvellet, 2008). Cette diversification s'explique certes par la continuité naturelle entre certains métiers ou compétences clefs (la dette rachetée est par exemple celle d'entreprises sous LBO) mais également par la nécessité pour les fonds d'investir les sommes levées, ce qui crée la encore les conditions pour l'émergence d'un nouveau conflit d'agence.

Par ailleurs, les managers des fonds de LBO n'ont peut-être pas investi suffisamment à titre personnel dans les sociétés rachetées. Selon les différentes interviews que nous avons menées, ces sommes varient d'un fonds et d'une cible à l'autre mais demeurent significativement inférieures à celles investies par les dirigeants des cibles qui investissent entre un et deux ans de salaires dans la holding de contrôle. De ce point de vue, les managers des fonds ne se sont peut-être pas sentis suffisamment concernés par le devenir des sociétés rachetées. Ce point de vue doit cependant être nuancé car un investissement trop élevé reviendrait à éliminer le recrutement de managers de fonds ne disposant pas d'une fortune personnelle conséquente et qui sont, on peut le penser, les plus motivés.

Pour les managers des cibles

Les systèmes d'incitation ou « management packages » destinés à réconcilier les dirigeants des cibles et les managers des fonds sont des éléments essentiels de l'avantage compétitif des fonds dans les processus de

M&A. Les managers d'une entreprise devant être cédée militent généralement pour que la firme soit rachetée par un fonds plutôt que par une entreprise industrielle concurrente. Un concurrent dispose de compétences managériales et peut facilement remplacer les managers de la cible. En revanche, comme nous l'avons indiqué, les fonds ne disposent pas de compétence managériale et proposent en outre aux dirigeants des cibles des systèmes d'intéressement très incitatifs.

Le succès des fonds sur le marché des fusions et acquisitions, serait donc en partie lié à l'impartialité de l'équipe de direction en place dans le processus de cession. Dans la période 2004-2007, certains dirigeants de cibles n'ont d'ailleurs pas hésité à mettre en concurrence les fonds d'investissements en ce qui concerne les « management packages » les concernant, ce qui a conduit à une inflation dans les systèmes de rémunération des dirigeants. Là encore, il n'est pas certain que ces pratiques aient été de nature à créer les conditions d'un management dans la plus grande sérénité.

Les « management packages » peuvent concerner un nombre plus ou moins important de salariés dans une entreprise, en fonction du nombre de personnes clés identifiées. Selon les managers de fonds de LBO que nous avons rencontrés, le premier réflexe des dirigeants des cibles est souvent de demander que les « management packages » soient réservés à un cercle étroit de bénéficiaires (les 2-3 dirigeants les plus importants de la cible). Après concertation, les systèmes d'incitation sont généralement élargis aux acteurs pour lesquels les décisions vont avoir un impact significatif sur la réalisation du plan d'affaires. La culture et l'histoire de l'entreprise vont également

influencer le nombre de salariés concernés. Les entreprises dans lesquelles les décisions étaient très décentralisées verront la mise en place d'un système d'incitation élargi à de nombreux cadres.

Le fait de resserrer le système de « management package » à un nombre limité de salariés n'est pas illégitime dans la mesure où cela correspond à la volonté de réaligner l'intérêt des actionnaires et des dirigeants et à faire en sorte que le plan d'affaires soit réalisé. Cela étant, il est probable que leur concentration ait été trop forte. Comment justifier des gains extraordinairement élevés pour quelques dirigeants alors que d'autres cadres-dirigeants ou salariés ne sont nullement affectés par les plus-values générées par la cession de leur entreprise ? Il ne s'agit pas de porter un jugement moral mais simplement de penser que cette pratique n'est pas sans dommage sur les relations sociales et probablement sur l'efficacité de l'entreprise.

D'un autre côté, il convient de souligner qu'il n'est pas toujours simple d'élargir les « management packages » à un nombre trop important de personnes. Rappelons que les salariés concernés doivent investir personnellement pour acquérir une option qui n'aura de valeur que si la revente de l'entreprise se réalise selon les conditions prévues. Ceci n'est pas facile à expliquer et à gérer car il s'agit d'une opération risquée comme le montre d'ailleurs la crise actuelle. L'équilibre n'est donc pas toujours simple à trouver entre des « management packages » réservés à un nombre trop important ou trop réduit de salariés.

Soulignons également que la crise remet profondément en cause les équipes managériales des entreprises sous LBO. Les dirigeants en place sont le plus souvent des

développeurs de projets alors que la crise rend nécessaire l'émergence d'autres profils. Dans la crise, il est en effet plus que jamais nécessaire de réduire les coûts et de savoir prendre rapidement un certain nombre de décisions visant à ajuster l'entreprise au nouveau contexte concurrentiel. Ceci est vrai pour toutes les entreprises mais sans doute encore d'avantage dans les entreprises sous LBO, du fait de la forte « mise en tension » induite par le levier financier.

La situation est également rendue plus complexe par le fait que dans de nombreux cas, les dirigeants des cibles ont perdu (comme d'ailleurs le fonds) les sommes personnellement investies pour devenir actionnaires de la holding de contrôle. Ils peuvent cependant bénéficier d'un nouveau « management package » négocié avec les nouveaux actionnaires dans le cadre du plan de restructuration. Les managers se voient ainsi fréquemment proposer par des repreneurs potentiels, que ce soient des fonds ou des créanciers (qui prendraient le contrôle de l'actif en exerçant les droits associés à leurs créances) de travailler avec eux et de rompre la relation avec le fonds actionnaire et de recevoir en retour un nouveau « management package » plus attractif. La loyauté des dirigeants des cibles vis-à-vis du fonds actionnaire est ainsi un enjeu majeur. Ceci ne crée évidemment pas les conditions pour l'exercice d'un management serein.

Il existe enfin un risque de conflit d'intérêt dans la mesure où le dirigeant est actionnaire de la holding mais également gestionnaire de la cible. Il lui faut veiller à ne pas transférer de la valeur de la cible vers la holding au-delà de ce que permet le cadre légal. Rappelons que l'intérêt social de la cible doit être préservé même si cette notion

demeure complexe à appréhender. Compte tenu de la tension induite par la dette, le dirigeant sera sans doute dans une position plus complexe à gérer que dans le cas d'une entreprise « normale »

3. Légitimité « sociétale » des fonds de LBO

La crise est également une période dans laquelle se pose avec plus d'intensité la question de la légitimité « sociétale » des fonds de LBO. Nous présentons tout d'abord les critiques adressées aux fonds de LBO concernant la relation d'emplois avant de montrer que la légitimité des LBO repose principalement sur leur capacité à améliorer l'efficacité des entreprises.

Une pression accrue sur les salariés

Les organisations syndicales des salariés sont pour la plupart opposées aux LBO qu'elles considèrent comme le symbole de la financiarisation de l'économie, contraire aux intérêts fondamentaux des salariés. Le site « collectif-LBO.org » précise sans ambiguïté que les LBO se traduisent par la cession d'actifs, l'accroissement des cadences de production, l'élimination des syndicats revendicatifs, la précarisation des salariés, etc. Pour certains auteurs (Bonnand et Mermet, 2008), les salariés sont les grands perdants des LBO, car ils ne sont pas rémunérés par des gains supplémentaires alors que la pression et le risque de faillite augmentent fortement. Bonnand et Mermet évoquent la possibilité d'une rupture implicite du contrat de travail avec la définition de nouvelles normes de travail.

Les firmes sous LBO tendent également à réduire le nombre d'activités dans lesquelles elles opèrent car le projet stratégique repose sur un recentrage sur le *core*

business et l'abandon d'activités périphériques. Ceci accroît le risque pour l'entreprise et les salariés qui sont dépendants d'un seul métier (l'entreprise ne diversifie plus ses sources de revenus).

Au-delà des polémiques, il est clair que les LBO constituent un modèle d'organisation qui vise à mobiliser tous les outils disponibles (sur les plans financier, juridique, etc.) pour accroître les cash-flows. De ce point de vue, la collusion actionnaire-dirigeant conjuguée à la pression de la dette laisse moins de marge de négociation vis-à-vis des revendications salariales et fragilise la position syndicale. Enfin, les changements relativement fréquents d'équipes de direction et d'actionnaires du fait de l'existence de LBO secondaires ou tertiaires vont également dans le sens d'un affaiblissement du pouvoir syndical et d'une plus grande difficulté à construire un rapport de force équilibré dans la durée.

Une légitimité fondée sur l'efficacité

Comme les entreprises, les fonds de LBO ont besoin de démontrer leur « utilité » dans l'économie pour éviter la mise en place de procédures de contrôle plus strictes ou d'une fiscalité plus pénalisante. La spécificité des LBO rend cependant l'exercice plus complexe du fait des oppositions multiples à cette forme d'organisation ou de capitalisme.

Toutes les entreprises ont des objectifs de rentabilité financière mais la plupart affichent également d'autres priorités. Les grandes entreprises ont développé une communication reposant largement sur des valeurs de responsabilité sociétale, en donnant une place importante à la notion de développement durable. Les PME sont

quant à elles enracinées dans le tissu économique local et communiquent notamment sur leur contribution à la vie de la région. On peut certes douter de la sincérité de cette communication mais force est de constater que la plupart des entreprises ont renoncé à affirmer que la création de valeur actionnariale était leur principal objectif. Certains auteurs analysent d'ailleurs cette posture comme une tentative d'enracinement des dirigeants qui profitent de cet engagement sociétal de l'entreprise pour accroître leur réputation et limiter la création de valeur actionnariale (Barnea et Rubin, 2006).

Les entreprises sous LBO assument un rôle particulier car elles sont par essence au service de l'actionnaire. L'entreprise doit être mise en ordre de bataille pour créer de la valeur actionnariale et va pour cela prendre des risques. On peut dire que, de ce point de vue, les fonds de LBO sortent la firme d'une certaine ambiguïté. Certains y verront la fin d'une hypocrisie et d'autres au contraire, la rupture d'une certaine forme de contrat social. Dans les pays anglo-saxons, l'entreprise est clairement la propriété des actionnaires et doit servir à les enrichir. Dans les pays latins ou germaniques, cette affirmation est davantage contestée. Elle trouve son expression en France à travers le concept d'intérêt social de l'entreprise qui sous tend l'existence d'un intérêt propre à l'entreprise distinct de celui de ses actionnaires.

Il est intéressant de constater que les associations professionnelles représentant les fonds de LBO communiquent principalement sur l'efficacité du modèle économique des entreprises sous LBO, sur leur capacité à créer des emplois et à croître plus vite que les autres firmes. Les fonds sont ainsi présentés comme un outil de transmis-

sion utile et efficace, dans le but de les rendre légitimes, notamment vis-à-vis des pouvoirs publics. En période de crise, cette posture est plus délicate à tenir qu'en période de croissance, dans la mesure où les LBO font peser sur la firme un risque de faillite accru du fait de l'importance de la dette, à un moment où la conjoncture a déjà fragilisé les entreprises. De ce fait, l'acceptabilité des LBO renvoie à l'acceptabilité du risque au sens large par les citoyens.

CONCLUSION

Les fonds de LBO sont présentés par la littérature financière comme une solution aux problèmes d'agence. Comme l'a indiqué Jensen, les fonds réconcilient dirigeants et actionnaires par le recours à une dette élevée et des systèmes d'incitation adaptés. Même si l'on doit garder un regard critique sur les conclusions des études empiriques, il est sans doute probable que les fonds améliorent la gouvernance des firmes et que les entreprises sous LBO voient leur performance s'accroître dans la période suivant l'opération.

La crise a cependant mis en exergue un certain nombre de limites au modèle LBO. Les systèmes de rémunération et d'incitation mis en place ont débouché sur des comportements déviants que ce soit des managers des fonds ou des dirigeants des cibles. La rémunération des fonds liée à leur taille a probablement induit des pratiques trop agressives en matière de fusions-acquisitions et sous-tendu des stratégies de diversification inadaptées, et fait apparaître de nouveaux conflits d'agence.

La crise a également fragilisé les managers des cibles qui ont parfois perdu leur « management package » et dont le profil de développeur est moins adapté dans un contexte où le fonds lui-même peut être amené à perdre le contrôle sous la pression des créanciers. Ceci ne crée évidemment pas les conditions les plus sereines pour que les dirigeants des cibles jouent pleinement leur rôle de managers. C'est sans doute une autre limite du modèle LBO, pour lequel en temps de crise, les enjeux patrimoniaux liés à la restructuration du capital deviennent omniprésents. Le redémarrage de l'industrie des LBO supposera que la profession apporte des réponses à ces questions.

Pour un grand nombre d'organisations syndicales, le modèle LBO est l'incarnation même de la financiarisation. Il est vrai que les fonds ne cachent pas que leur objectif premier est l'enrichissement des actionnaires. Les deux points de vue sont donc difficilement conciliables et ceci indépendamment même de la question de savoir si les fonds améliorent la performance des entreprises.

Les fonds de LBO reposent sur une forme de capitalisme qui d'une certaine manière exacerbe le conflit actionnaire – *stakeholders* par la mise en tension de la firme qu'il induit. La question de savoir si l'objectif de maximisation de valeur actionnariale est compatible avec la performance de long terme ou une performance qu'on pourrait qualifier de « sociétale » ne trouvera sans doute pas de réponses simples. De ce fait, il est et restera difficile de porter un jugement global sur les LBO indépendamment de toute idéologie.

BIBLIOGRAPHIE

- Acharya V., Franks J. et Servaes H., “Private Equity: Boom and Bust?”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 19, n° 4, 2007, p. 44-53.
- Albouy M. et Bonnet C., *OPA, OPE et LBO*, Economica, Paris, 2008.
- Axelson U., Jenkinson, T., Strömberg P. et Weisbach M., “Leverage and pricing in buyouts: An empirical analysis”, 2007, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1027127
- Axelson U., Strömberg P. et Weisbach M., “Why are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds”, *Journal of Finance*, vol. 64, n° 4, 2009, p. 1549-1582.
- Barnea A. et Rubin A., “Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=686606, 2006.
- Berle A. et Means G., *The modern corporation and private property*, Mac Millan, New York, 1932.
- Bergström C., Grubb M. et Jonsson S., “The Operating Impact of Buyouts in Sweden: A Study of Value Creation”, *Journal of Private Equity*, vol. 1, n° 1, 2007, p. 22-39.
- Bonnand G. et Mermet E., “Les risques sociaux des LBO : un point de vue syndical”, *Revue d'Économie Financière*, 93, 2008, p. 115-124.
- Bonnet C., « La confiance entre capital investisseurs et dirigeants : conséquences comportementales et influence sur la performance financière », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 8, n° 2, 2005, p. 99-132.
- Boucly Q., Sraer D. et Thesmar D., “Leveraged Buyouts – Evidence from French Deals”, The Global Economic Impact of Private Equity Report, HEC working paper, 2009.
- Brown D., Fee C. et Thomas S., “Financial leverage and bargaining power with suppliers: Evidence from leveraged buyouts”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 15, n° 2, 2009, p. 196-211.
- Bruining H., Boselie P., Wright M. et Bacon N., The impact of business ownership change on employee relations: buy-outs in the UK and The Netherlands”, *International Journal of Human Resource Management*, vol. 16, n° 3, 2005, p. 345-365.
- Cumming D. et Walz U., “Private equity returns and disclosure around the world”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=514105, 2008.
- Desbrières P. et Schatt A., “The impact of LBOs on investment policies and operations of acquired French firms”, *Corporate Ownership & Control*, vol. 1, n° 2, 2004, p. 53-64.
- Desbrières P. et Schatt A., “The Impacts of LBOs on the Performance of Acquired Firms: the French Case”, *Journal of Business, Finance and Accounting*, 29, 2002, p. 695-729.
- Gottschalg O. et Phalippou L., “The Performance of Private Equity Funds”, *Review of Financial Studies*, vol. 4, n° 22, 2009, p. 1747-1775.
- Guo S., Hotchkiss E. et Song W., “Do Buyouts (Still) Create Value?”, *Journal of Finance*, à paraître.
- Harbula P., « Fonds d'investissement : bulle financière? leviers de création de valeur, endettement et gouvernement d'entreprise », *Les fonds de Private Equity, Revue d'Économie Financière*, n° 93, 2008, p. 179-200.

- Harris R., Siegel D. et Wright M., "Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-level Evidence from the United Kingdom", *Review of Economics & Statistics*, vol. 87, n° 1, 2005, p. 148-153.
- Jacquillat B., « Les rémunérations des dirigeants dans le capital-investissement », *Revue d'Économie Financière*, n° 93, 2008, p. 155-166.
- Jensen M., "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, vol. 67, n° 5, 1989, p. 61-74.
- Jensen M., "The Economic Case For Private Equity (and Some Concerns)", 2007, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=963530&rec=1&srcabs=514105
- Jensen M. et Meckling W., "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, 1976, p. 305-360.
- Kaplan S., "The effects of management buyouts on operating performance and value", *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n° 2, 1989, p. 217-254.
- Kaplan S. et Schoar A., "Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows", *Journal of Finance*, vol. 60, n° 4, 2005, p. 1791-1823.
- Kaplan S. et Stein N., "The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, n° 2, 1993, p. 313-358.
- Kaplan S. et Strömberg P., "Leveraged buyouts and private equity", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, 2009, p. 121-146.
- Lichtenberger F. et Siegel D., "The effect of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 1, 1990, p. 165-194.
- Metrick M. et Yasuda Y., "The Economics of Private Equity Funds", Yale School of Management, The Wharton School, *Review of Financial Studies*, à paraître, 2009.
- Modigliani F. et Miller M., "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, vol. 53, n° 3, 1963, p. 433-443.
- Nouvellet D., « Les « sept péchés capitaux » du Private Equity en période de bulle », *Revue d'Économie Financière*, 93, 2008, p. 61-67.
- Nouy D., « Système bancaire et risque private equity/LBO », *Revue d'Économie Financière*, 93, 2008, p. 125-144.
- Sahlman W.A., "The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations", *Journal of Financial Economics*, vol.27, n° 2, 1990, p. 473-521.
- Smith A., "Capital ownership structure and performance: the case of management buyouts", *Journal of Financial Economics*, 13, 1990, p. 143-165.
- Zahra S., "Corporate entrepreneurship and financial performance: The case of management leveraged buyouts", *Journal of Business Venturing*, 107, 1995, p. 225-24.