

Les rachats d'entreprise avec endettement

Patrick ARTUS

Chef du service des études économiques et financières, Caisse des dépôts et consignations

L'endettement des entreprises américaines a beaucoup augmenté depuis quelques années ; ce levier accru est en particulier dû au développement des rachats avec endettement (que nous appellerons dans cet article par les initiales américaines de leveraged buyouts, LBO), en particulier de ceux effectués par les dirigeants des entreprises (management leveraged buyouts, ou MBO). Il s'agit du rachat des actions d'une entreprise par un investisseur, par ses dirigeants, et donc de sa « privatisation » (par opposition à la situation où ses actions sont détenues par le public).

95

L'objet de cet article est de s'interroger sur les raisons qui ont poussé à la multiplication de ces opérations, en relation avec les théories mieux connues qui définissent le choix de la structure de financement d'une entreprise entre actions et dette ou les causes et conséquences des offres publiques d'achat (fusions et acquisitions). En effet, dans le cas des LBO ou MBO, il y a modification massive de la composition du passif, et prise de contrôle, donc des éléments voisins de ceux analysés dans ces théories. Comprendre les motivations des choix de financement ou des achats des actions des entreprises peut certainement aider à comprendre celles des LBO.

On se demandera aussi ce que peuvent être les conséquences à plus long terme de ces rachats, d'un point de vue micro-économique ou macro-économique.

QUELQUES DONNÉES CARACTÉRISTIQUES DU MOUVEMENT DE LBO/MBO AUX ÉTATS-UNIS

Le nombre de LBO ou MBO croît rapidement aux États-Unis à partir de 1982 comme l'indique le tableau 1, p. 96.

Les MBO représentent un peu plus de la moitié du total des opérations. Tout en étant d'ampleur bien moins considérable que celle des fusions-acquisitions, le mouvement de rachat des entreprises devient significatif au niveau macro-économique à partir de 1986 (*Bernanke-Campbell, 1988*).

Le fait marquant dans ces opérations est la modification de la nature du financement avec une hausse considérable de la part de la dette ; le levier (rapport dette/dette + actions) passe en moyenne de 0,26 à 0,85 ; l'endettement reste massif

LES RACHATS D'ENTREPRISE

TABLEAU 1

	Nombre de LBO et MBO	Valeur (Mds \$)	Nombre de fusions-acquisitions	Valeur (Mds \$)
1981	99	3	2 395	83
1982	164	3,5	2 346	54
1983	231	4,5	2 533	73
1984	253	19	2 543	122
1985	254	18	3 001	180
1986	333	47	3 336	173
1987	nd	38	nd	165
1988	nd	58	nd	290

de façon permanente, même si la dette initiale (en particulier à taux d'intérêt élevé, comme les *juns-bonds*) est remboursée rapidement ; après 4 ans, en moyenne l'endettement atteint 106 % du niveau obtenu juste après l'opération de LBO ou MBO. Cette baisse de l'endettement entraîne dans 83 % des cas une baisse de la cotation (par Moody's) des entreprises concernées.

TABLEAU 2

STRUCTURE TYPIQUE DE CAPITAL (%)

	Avant le LBO	Après le LBO
Dette à long terme privée	14	76
Dette à long terme dans le public	3	7
Autre dette	9	6
Actions privilégiées privées	0	3
Actions privilégiées dans le public	1	3
Actions ordinaires	72	4

Ainsi, le fait marquant est la quasi disparition des actions ordinaires et son remplacement par de la dette détenue par un petit nombre d'investisseurs intéressés à l'opération. Cette dette (dans la catégorie « dette à long terme privée ») est composée largement d'obligations très risquées à fort rendement (*junk bonds*).

L'encours de *junk bonds* est de 200 milliards de dollars à la mi-1989. L'écart de taux entre les titres et les emprunts du Trésor américain atteint 5,3 % en 1989 (année où l'appréciation de la qualité des *junk bonds* s'est dégradée) contre 4,2 % en 1988. Le taux de défaut (faillites) s'établit (suivant les études) entre 2,1 % et 3,4 % par an sur la période 1978-1988, ce qui signifie que l'excès de rendement réel d'un *junk bond* par rapport à un titre d'Etat est peut-être de moins d'un point par an compte tenu du risque de défaut.

Il apparaît aussi que le taux de défaillance s'accroît dans le temps ; pour les plus vieux *junk bonds* émis (en 1977 et 1978), le taux de défaillance cumulé atteint 34 % en 1988 ; pour ceux émis en 1986, il est déjà supérieur à 8 % en 1988. On peut aussi voir qu'une forte proportion des *junk bonds* a été rappelée (1/3 environ) lorsqu'il n'y a pas eu de défaillance (*Asquith-Mullins-Wolff, 1989*). De plus, si après une importante faillite d'une entreprise ayant émis des *junk bonds* leur rendement augmente, cet effet n'est que transitoire, et il semble qu'à moyen terme l'excès de rendement soit assez insensible aux défaillances observées (*Ma, Rao, Peterson, 1989*). On peut donc

LES RACHATS D'ENTREPRISE

clairement craindre que le rendement des *junk bonds* soit insuffisant pour courir le risque de non remboursement.

Un point intéressant à observer est aussi la variation de la valeur boursière des entreprises faisant l'objet d'un LBO ou MBO.

En moyenne, la prime payée sur les actions (écart du prix de rachat par rapport au cours de marché antérieur) est de 46 %. En général, la valeur des actions monte (de 61,8 % dans le cas de Nabisco) et celle des obligations antérieurement émise baisse (– 16,5 % dans le cas Nabisco). Ceci montre que les marchés pensent que les LBO vont accroître la rentabilité des entreprises concernées, et aussi qu'il y a clairement un transfert de richesse au bénéfice des actionnaires anciens et au détriment des prêteurs, transfert qui pourrait être une des motivations de ces opérations.

Les caractéristiques essentielles paraissent donc être la modification du financement au profit de la dette, et la forte prime payée pour le rachat des actions. L'intérêt des LBO/MBO résulte donc peut-être dans l'obtention d'un levier plus important, ou dans le transfert de propriété de l'entreprise. Ceci nous pousse à examiner les raisons données par la théorie financière de l'entreprise, d'un financement basé sur l'endettement, et non sur les fonds propres, et des opérations d'achat (fusions-acquisitions), pour voir si elles peuvent s'appliquer au cas des LBO/MBO.

LES AVANTAGES D'UN FINANCEMENT BASÉ SUR L'ENDETTEMENT

Dans l'analyse initiale de Modigliani et Miller, toutes les formes de financement sont équivalentes puisque sur des marchés financiers parfaits avec des prix corrects (*Mehra-Prescott, 1985*), les écarts de rendement corrigent exactement les effets des écarts de risque.

Cependant, si la fiscalité apporte des distorsions, ce résultat n'est plus valable. La non déductibilité fiscale des dividendes (alors que les intérêts sur la dette sont déductibles) devrait entraîner, en théorie, un financement exclusivement à base d'endettement. Ce point a été contesté par Miller (1977) qui montre que l'avantage fiscal pour les entreprises lié à l'émission de dette compense exactement le désavantage fiscal personnel, les intérêts reçus par les individus étant davantage taxés que les dividendes ; le taux d'intérêt versé par les entreprises sur la dette est donc accru pour neutraliser ce désavantage, ce qui implique qu'au total on retrouve la neutralité entre dette et actions.

La proportion de dette et d'actions dans l'économie résulte alors de la structure des taux d'imposition personnelle, et non des décisions des entreprises (*voir aussi de Angelo-Masulis, 1980*).

La littérature récente sur les choix de financement essaie de mettre en évidence les raisons d'un mode de financement non dégénéré, c'est-à-dire ne faisant pas intervenir uniquement de la dette ou uniquement des fonds propres. Cette littérature met en avant les asymétries d'information ou les conflits entre les groupes d'agents économiques qui financent ou contrôlent les entreprises¹.

Essayons de les classer :

Conflits entre les dirigeants et les prêteurs

On avance dans ce cas que les dirigeants sont incités à réduire la valeur de la dette

¹ — On peut se reporter aux revues de littérature de Myers (1984), Bradley Jarrell Kim (1984) et à l'article de base sur les coûts d'agence de Fama (1980).

LES RACHATS D'ENTREPRISE

émise préalablement par l'entreprise afin de réaliser un transfert en leur faveur ou en celle des actionnaires. A cette fin, ils émettent plus de dette qu'il n'est nécessaire afin d'accroître le risque de faillite, ce qui diminue la valeur de la dette existante (puisqu'en cas de faillite les prêteurs anciens ne sont que partiellement remboursés). Les dirigeants peuvent aussi, toujours dans le même but, réaliser des investissements inutilement risqués ou peu rentables. Les prêteurs sont conscients de ce comportement, et pourront exiger la mise en place de clauses limitant le ratio dette/actions (*Smith-Warner, 1979*), ou encore demander un taux d'intérêt élevé compensant le risque (inobservable pour eux) que les dirigeants pourraient être incités à prendre (*Jensen-Meckling, 1976*). Dans les deux cas, le montant de la dette sera inférieur à celui jugé souhaitable par les dirigeants, forcés d'émettre des actions ce qui rend la dette moins risquée et favorise les créanciers au détriment des actionnaires (*Galai-Masulis, 1976*).

Conflits entre les actionnaires et les prêteurs

Supposons que l'entreprise est confrontée à une multiplicité de projets plus ou moins risqués. Si le rendement d'un projet se trouve être élevé, ceci bénéficie aux actionnaires ; s'il est trop faible, l'entreprise fait faillite, mais les actionnaires ne font qu'une perte limitée (la perte du capital), même si le rendement est extrêmement négatif (ce qui est l'organisation usuelle du transfert de contrôle en cas de faillite (*voir Aghion-Bolton, 1989*).

Ceci montre que les actionnaires ont intérêt à retenir des projets très risqués, la perte possible étant de fait supportée par les prêteurs et à avoir un levier très important.

Le levier qui pourrait alors être très grand est cependant limité par l'existence de coûts de faillite, subis par les propriétaires de l'entreprise (*Kim, 1978 ; Cornett-Travlos, 1989*), qui sont par exemple des coûts d'observation de la situation exacte de l'entreprise si elle ne peut pas rembourser ses dettes (*Townsend, 1979 ; Gale-Hellwig, 1985*).

Il y a alors un niveau optimal de dette, résultant de l'arbitrage par les actionnaires entre les bénéfices de l'exploitation du levier et le coût de faillite, celle-ci étant plus probable lorsque le levier est élevé.

Conflits entre les anciens et les nouveaux actionnaires

Si les anciens actionnaires disposent de l'information selon laquelle les profits vont se réduire, ils ont tendance à émettre de nouvelles actions avant que le marché ne dispose de cette information ; mais les nouveaux actionnaires potentiels sachant cela, l'émission révèle au marché la baisse des profits, le cours boursier est corrigé, et l'émission n'a plus d'intérêt (*Myers-Masluif, 1984 ; Asquith-Mullins, 1986*).

Asymétries d'information entre les dirigeants et le marché

Les dirigeants disposent d'informations privilégiées. Leurs décisions de financement jouent alors le rôle de « signal », c'est-à-dire révèlent au marché ce que sont ces informations. Ainsi, l'émission de nouvelles actions indique que les perspectives de profit des dirigeants sont moins bonnes que celles du marché ; sinon ils n'émettraient pas au cours actuel qui serait plus faible que le cours futur en cas de bonnes perspectives. Une augmentation de capital fait donc baisser la valeur de la firme. A l'inverse, en cas de bonne conjoncture, connue seulement par eux, les dirigeants, s'ils sont rémunérés partiellement en fonction de la valeur boursière de l'entreprise, sont incités à choisir un niveau de dette supérieur à celui qui mettrait la firme en faillite si la conjoncture était mauvaise. En effet, ce choix de financement signale au marché

LES RACHATS D'ENTREPRISE

que la conjoncture est bonne puisque les dirigeants ne peuvent souhaiter la faillite et fait monter les actions de l'entreprise, donc la rémunération des dirigeants (Ross, 1977). Par ailleurs, dans ce cas, l'émission d'actions réduirait la part de celles-ci détenues par les dirigeants, ce qui indiquerait bien à l'inverse qu'ils disposent de mauvaises informations (Leland-Pyle, 1977).

Au total, le choix de la structure de financement est donc une décision extrêmement complexe, qui peut être liée de façon structurelle à la fiscalité ou à la volonté de réaliser des transferts entre les différents groupes intéressés à l'entreprise, ou, de façon conjoncturelle, à la vision des perspectives de croissance et de profit que les dirigeants cherchent à communiquer au marché.

Dans ce second cas, le partage dette/actions varie avec la conjoncture. Dans le premier cas, le plus souvent les dirigeants souhaitent accroître le levier, et ce mouvement vers plus d'endettement n'est arrêté que par ses inconvénients micro-économiques (coût de faillite) ou par la résistance des agents économiques spoliés par l'accroissement de l'endettement.

Il est vrai aussi que les actionnaires peuvent préférer l'autofinancement à la dette, même si celle-ci est préférée à l'émission d'actions nouvelles. D'une part, l'autofinancement est plus favorable que la distribution de dividendes si la taxation des gains en capital est plus faible que celle des profits distribuée (Poterba, 1987; Auerbach, 1983). Cependant, cet argument n'est pas très convaincant car la valeur des actions résultant des revenus qu'elles procureront dans le futur doit tenir compte de ce que les dividendes futurs (conservés dans l'entreprise aujourd'hui) seront taxés (Gordon-Bradford, 1980; Auerbach, 1979). D'autre part, il peut y avoir un phénomène dit de « lemons' market » : les prêteurs externes n'ont pas d'information suffisante sur la qualité des emprunteurs, et font payer cher tous les emprunteurs, même les bons, ce qui pousse ceux-ci à utiliser l'autofinancement (Greenwall-Stiglitz-Weiss, 1984; Auerbach, 1984).

99

Nous verrons plus loin si ces analyses sont pertinentes dans le cas des LBO/MBO, et nous nous tournons maintenant vers l'examen des opérations de rachat des actions des entreprises.

L'ANALYSE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS

La littérature s'est interrogée sur plusieurs phénomènes liés :

- **La raison de l'existence de ces opérations** : synergie entre l'entreprise acheteuse et l'entreprise achetée, augmentation de la part de marché conduisant à des rentes de monopole, existence d'une information connue par l'acheteuse et pas par le marché, ce qui conduit à une sous-évaluation du cours de l'achetée, avantage fiscal (jusqu'en 1986, date du *Tax Reform Act*, l'achat d'une entreprise permettait de réévaluer son bilan et de disposer ainsi d'amortissements accrus, ou de bénéficier de reports déficitaires — (Hayn, 1989) ; en sens inverse, il y a taxation des plus-values en capital réalisées par les actionnaires vendeurs (Shoven, 1987) ;
- **L'effet de ces opérations** sur la valeur boursière des actions de l'entreprise acheteuse et de celles de l'entreprise achetée ; s'il y a synergie, le total des valeurs boursières doit monter ; s'il y a davantage d'information, celle des acheteurs doit progresser fortement ;
- **L'existence de comportement de « raider »**, qui dépèce ultérieurement l'entreprise achetée ;
- **La possibilité que l'entreprise acheteuse paie trop cher**, soit en raison du comportement de ses managers, soit que ce soit nécessaire pour assurer le succès de l'opération.

LES RACHATS D'ENTREPRISE

- le fait que les managers surestiment leur capacité à gérer l'entreprise cible (*Jensen, 1987*);
- que les managers aiment la croissance, qui ouvre des possibilités de promotion, d'augmentation (*Roll, 1986*);
- qu'ils diversifient trop les entreprises, soit pour réduire leur risque personnel, soit pour faire oublier leur performance passée dans les activités traditionnelles de la firme (*Amihud-Lev, 1981*); cet excès de diversification donne une justification au découpage des entreprises après les OPA;
- que les managers de l'entreprise cible résistent à l'offre même si ce n'est pas dans l'intérêt de ses actionnaires (*Baron, 1983*); ils peuvent par exemple privilégier les profits de court terme au détriment de stratégies supérieures mais rentables à long terme, vendre des parties de l'entreprise, le tout pour faire monter le cours et dissuader l'offreur (*Stein, 1988*).

Dans le second ordre d'idée, que :

- l'acheteur doit offrir un prix supérieur au prix final de l'action de l'entreprise cible, après prise en compte des éventuelles synergies, sinon les actionnaires de l'entreprise cible, qui ont été informés par l'offre de sa valeur potentielle, ne vendent pas pour bénéficier du prix final (*Grossman-Hart, 1980 et 1981*);
- pour contraindre les actionnaires à vendre, l'offreur peut faire une offre double (*two-tier bid*) : il propose d'acheter une fraction des actions à un prix plus élevé que le prix final (*front end price*) et, si l'offre marche, les autres à un prix plus bas (*back-end price*) : dans ce cas, l'acheteur paye moins que la valeur finale de la firme cible;
- si les actionnaires de la firme achetée se coalisent, ils obtiennent cependant la bonne valeur; c'est le cas aussi si l'offre double est interdite par la réglementation.

Les résultats des travaux empiriques visant à répondre à ces questions sont les suivants :

- à l'annonce d'une OPA, les profits par action prévus par le marché ne montent pas, ce qui infirme la thèse de sous-évaluation initiale (*Pound, 1988*);
- l'attrait fiscal est bien confirmé, au moins jusqu'en 1986;
- même les « raiders » bien connus n'ont pas un comportement de destruction de l'entreprise; ils améliorent le management, et ont sans doute un avantage d'information puisque les actions des entreprises concernées montent à l'annonce de la prise de participation (*Holderness-Sheehan, 1985*);
- le marché des OPA est compétitif, les acheteurs qui ont échoué auraient fait des pertes en réalisant l'opération (*Rubach, 1983*);
- si l'opération échoue, les cours de l'entreprise baissent sauf si une autre opération est anticipée, ce qui confirme aussi la thèse de la synergie mais pas celle de l'asymétrie d'informations (*Bradley-Desai-Kim, 1983; Davidson, Dutia, Cheng, 1989*);
- un faible niveau d'efficacité accroît la probabilité d'un changement de propriétaire de l'entreprise; après le changement, il y a hausse rapide de l'efficacité, ce qui confirme la thèse managériale (*Lichtenberg-Siegel, 1987*);
- la valeur des actions monte à la fois pour les actionnaires de l'achetée et de l'acheteuse (*Asquith-Bruner-Mullins, 1983; Malatesta, 1983*) (beaucoup moins pour ces derniers : pour 236 grosses opérations entre 1963 et 1984, cette valeur croît en moyenne au total de 7,4 %, dont + 31,8 % pour l'achetée et + 1 % pour l'acheteuse); il n'y a hausse qu'en cas de succès ou de succès probable (*Asquith,*

LES RACHATS D'ENTREPRISE

1983; Schipper-Thompson, 1983) de l'opération ce qui confirme à nouveau la thèse de synergie (Bradley-Desa-Kim, 1988);

- les managers ont effectivement tendance à payer trop les acquisitions, en particulier parce qu'ils veulent absolument diversifier trop les entreprises (Morck-Schleifer-Vishny, 1989); les entreprises à faible probabilité (dont on peut présumer qu'elles ont de mauvais dirigeants) font plus de mauvaises acquisitions que les autres (Lang-Stulz-Walking, 1989);
- les gains pour les actionnaires des entreprises acheteuses ne viennent pas de la création d'une rente d'oligopole qui ferait monter le prix de marché (Jensen-Ruback, 1983; Eckbo, 1983).

Au total, les travaux empiriques montrent donc :

- que les effets de synergie et à un moindre degré ceux liés à la fiscalité sont essentiels; l'avantage d'information ou celui de taille est plus discutable; la mauvaise qualité de la direction pousse aussi aux fusions et acquisitions;
- le prix est parfois surévalué, en raison en particulier d'une volonté excessive de croissance des managers; il en résulte un avantage plus net pour les actionnaires de l'entreprise achetée.

PEUT-ON COMPRENDRE LE DÉVELOPPEMENT DES LBO ET MBO ?

Comme on l'a vu plus haut, les deux traits caractéristiques de ces opérations sont l'échange des actions pour de la dette et la forte prime versée aux actionnaires anciens. Nous allons ici donner quelques détails supplémentaires et examiner les motifs de déclenchement des rachats par endettement.

La technique de rachat peut être variée : former une société qui fusionne avec l'entreprise en question et paye la fusion avec des liquidités ou des titres; vendre les actifs de l'entreprise à une société créée pour l'occasion; racheter ses propres actions pour l'entreprise (de Angelo-de Angelo, 1987; de Angelo-de Angelo-Rice, 1984).

101

Le financement du rachat se fait par couche : dette bancaire; dette subordonnée; dette convertible; actions à droits préférentiels; actions ordinaires (en petit nombre). A part la dette bancaire, les investisseurs doivent prendre une fraction de tous les types de dette², ce qui, d'après Jensen, 1987 limite les conflits entre les différents groupes de créanciers.

Là aussi la littérature s'est intéressée aux facteurs qui pouvaient motiver un LBO ou un MBO ainsi qu'à leurs effets sur les richesses des différents acteurs :

- si les dirigeants savent que les profits futurs seront élevés, ils sont incités à racheter les actions; c'est le cas aussi s'ils n'ont plus d'utilisation profitable (investissement) de leurs ressources internes; la décision de faire un MBO est donc un signal favorable (premier cas) ou défavorable (second cas) pour le marché (Dann, 1981);
- les MBO peuvent être déclenchés par une menace d'OPA (ce qui survient dans 50 % des cas);
- toutes les raisons habituelles (voir notre seconde partie) qui poussent une entreprise à avoir plus de levier peuvent conduire à un LBO ou un MBO; en particulier : la fiscalité favorable sur les intérêts par rapport aux dividendes, les

²— Appelé le « mezzanine level financing » ou « strip financing » qui comprend les émissions de « junk bonds ».

LES RACHATS D'ENTREPRISE

suppressions des coûts d'agence (coûts liés aux conflits ou problèmes d'information) entre directeurs et actionnaires; en cas de meilleure information des premiers coûts de surveillance de la direction (*Campbell-Kracaw, 1980; Shah, Thakor, 1988*).

En particulier, si l'effort des dirigeants n'est pas observable par les prêteurs, un financement à paiement fixe comme la dette les force à bien gérer, car le paiement n'est pas réduit par la mauvaise gestion (*Jensen-Meckling, 1976; Vermaelen, 1981*).

- les avantages fiscaux sont les mêmes que dans le cas des acquisitions : déduction des intérêts sur la dette, réévaluation des bilans (jusqu'en 1986 ou une « recapture tax » complète est installée), à l'inverse, taxation des gains en capital mais plus de dividendes (*Kaplan, 1989; Schleifer-Vishny, 1988; Shoven, 1987*). L'évaluation des avantages fiscaux (jusqu'en 1986) permet de montrer qu'ils justifient presque à eux seuls la prime que paient les acheteurs aux actionnaires (de 5 à 40 % de la prime pour la déduction des intérêts, 28 % de la prime pour la réévaluation des actifs);
- l'existence d'une « trésorerie libre » (c'est-à-dire qui subsiste après financement de l'investissement) peut expliquer les LBO et MBO. S'il y a financement par actions, les dirigeants préfèrent investir cette trésorerie dans des projets peu rentables plutôt que de les distribuer; ceci n'est pas efficace et ils choisissent d'utiliser la trésorerie pour payer les intérêts sur la dette qui sert à racheter les actions (*Jensen, 1986; Lehn-Poulsen, 1989*);
- en ce qui concerne les transferts de richesse, la question importante est celle du prélèvement sur les anciens porteurs de dette au profit des actionnaires lors du rachat. La dette ancienne perd de sa valeur puisque l'entreprise devient plus risquée (*Masulis, 1980*).

102

Les résultats empiriques obtenus sur tous ces points sont les suivants :

- il y a bien transfert de richesse des porteurs de dette vers les actionnaires lorsque le LBO ou le MBO réussit; Marais-Schipper-Smith (1989) calculent les excès de rendement moyens chronologiques.

Ils obtiennent pour les entreprises ayant fait l'objet d'un LBO ou MBO :

- avant l'annonce : actions + 9 % ; dette (non convertible) : 0 ;
- à l'annonce de l'opération : actions : + 13 % ; dette : 0 ;
- si elle réussit : actions : + 9 % ; dette : - 1 % ;
- si elle échoue : actions : - 15 % ; dette : - 8 %.

Il y a donc bien transfert, mais trop faible pour expliquer la prime sur les actions :

- il y a une bonne corrélation entre la concentration de la propriété des actions (qui permet de contrôler les dirigeants et d'avoir des informations internes) et le risque de l'entreprise : l'instabilité implique un contrôle plus étroit (*Demsetz, 1986; Demsetz-Lehn, 1985; Schleifer-Vishny, 1986*);
- l'effet des LBO et MBO est en moyenne d'inciter plus le management et de rendre les entreprises plus efficaces (*Lichtenber-Siegel, 1989*).
 - Après une telle opération, les dirigeants reçoivent en moyenne 6,4 % des variations de valeur des actions, contre 0,2 % avant (on sait que cette faible proportion n'est pas favorable, *Jensen-Zimmerman, 1985*);
 - La productivité globale des facteurs croît plus vite (de 0,6 % par an pour les

LES RACHATS D'ENTREPRISE

LBO, 0,8% pour les MBO) essentiellement en raison d'une croissance moindre du travail et surtout du capital mais pas des matières premières);

- la masse salariale des cols blancs (mais pas des salariés attachés à la production) croît moins vite (de 3 à 5% par an) après un LBO ou un MBO qu'avant;
- aucun effet sur les fermetures d'usine où la recherche-développement n'est décelable.

En cas de LBO ou de MBO, il n'y a pas de gain à attendre en raison de synergies, puisque l'acheteur n'est pas une autre entreprise; les analyses théoriques qui précèdent semblent montrer que ces opérations visent essentiellement à améliorer la gestion en resserrant les liens entre actionnaires et directeurs et en accroissant les contraintes qui pèsent sur ces derniers; l'augmentation de dette implique cependant un risque de faillite accru, justifiant une certaine baisse de la valeur de la dette précédemment émise; le motif fiscal était présent jusqu'en 1986, s'est beaucoup réduit depuis en raison des modifications (qui se poursuivent) de la réglementation.

Il ne semble pas qu'il y ait vente par composantes de l'entreprise dans la majorité des cas. Il faut donc admettre que les entreprises qui connaissent de telles opérations subissaient un conflit entre dirigeants et actionnaires ou du moins les effets d'une faible incitation des directeurs. Nous avons pourtant vu plus haut qu'il semble qu'il n'y a pas de preuve empirique d'une gestion qui n'aille pas dans le sens de l'intérêt des actionnaires anciens, cette gestion est peut-être simplement trop peu dynamique. De plus, les dirigeants étant le plus souvent maintenus en place, leur compétence ne peut pas être mise en cause.

Ces indications nous permettent de dessiner un « profil théorique type » d'une opération de MBO.

UN « MBO OU LBO TYPE »

Nous essayons ici de concentrer un certain nombre de caractéristiques ayant connu un LBO ou MBO.

Avant l'opération, l'entreprise est largement financée par actions. La profitabilité de l'entreprise n'est observable que par les dirigeants et par les actionnaires. De plus, la rémunération contractuelle des dirigeants ne dépend que très peu des résultats de l'entreprise (il s'agit pratiquement d'un salaire fixe).

Cependant, l'excès de trésorerie (profits moins les salaires des managers, les dividendes et paiements d'intérêt sur la dette) reste dans l'entreprise et profite aux dirigeants qui peuvent l'utiliser pour promouvoir leurs salariés, augmenter les frais généraux, etc. Les dividendes sont égaux aux profits moins la rémunération des dirigeants; si ceux-ci déclarent que la profitabilité est bonne, on utilise pour le calcul des dividendes les profits et la rémunération dans le cas de bonne conjoncture, sinon il s'agit de ceux de mauvaise conjoncture. Si les dirigeants déclarent que la conjoncture est mauvaise alors qu'elle est bonne, les dividendes sont réduits et une trésorerie conservée dans l'entreprise est générée.

Imaginons que l'entreprise est confrontée à un projet d'investissement risqué (il a un rendement positif lorsque la conjoncture de l'entreprise est bonne), mais rentable (son rendement anticipé est supérieur au taux d'intérêt sur un projet sans risque) et nécessitant un effort (de gestion, de travail...) de la part des dirigeants. Ce projet ne peut être réalisé que si les actionnaires apportent les fonds nécessaires, et que si les dirigeants acceptent de le mettre en œuvre.

Le problème rencontré est la non observabilité des résultats de l'entreprise par les actionnaires. Si ceux-ci sont mauvais (à la fois pour le capital en place et pour

LES RACHATS D'ENTREPRISE

l'investissement nouveau s'il est réalisé), les dirigeants ne peuvent pas déclarer qu'ils sont bons car ils ne pourraient pas verser les dividendes correspondants.

En revanche, s'ils sont bons, ils annoncent qu'ils sont mauvais afin de bénéficier du surplus de trésorerie. Les actionnaires savent donc que les résultats ne seront jamais annoncés, donc qu'ils ne profiteront jamais sous forme de dividendes de ce que peut rapporter un investissement risqué nouveau, ils refusent donc de financer ce dernier : dans notre entreprise-type pré-MBO, le « coût d'agence » (coût de la délégation des décisions) découlant de l'inobservabilité des résultats consiste en la non réalisation de projets rentables.

Le conflit dirigeants-actionnaires pénalise donc l'entreprise ; il résulte en partie de ce que la rémunération des dirigeants n'est pas suffisamment incitative, en partie de ce que les actionnaires, peut être trop dispersés ou trop peu intéressés, n'examinent pas de près le fonctionnement de l'entreprise, ne se donnent pas les moyens de contrôler les dirigeants.

Le point important est que, dans ce cas, le MBO peut recueillir l'assentiment de tous actionnaires et dirigeants.

Après le MBO, le financement est presque entièrement sous forme de dette, à taux d'intérêt élevé pour compenser le risque de faillite. Dans ce cas, les managers n'ont jamais intérêt à tricher sur l'état de la conjoncture, de la profitabilité... réalisé puisque le paiement aux créanciers étant à taux fixe, ne dépend pas de l'état. Le projet d'investissement rentable sera réalisé, d'une part parce qu'il accroît en moyenne pour les dirigeants, la trésorerie générée par l'entreprise, d'autre part parce que les créanciers financent toujours, le taux d'intérêt tenant compte de la possibilité de faillite.

Il y a donc un fort avantage micro-économique au MBO : les projets de développement rentables ne sont plus abandonnés. Cependant, pour que le MBO ait lieu, il faut que les anciens actionnaires acceptent de céder leurs actions donc que le prix proposé leur semble suffisamment rémunérateur.

Avant l'opération, les actions ont une valeur qui correspond toujours à la mauvaise situation pour l'entreprise, la seule qui soit annoncée par les dirigeants. Imaginons que les actionnaires sont dispersés et ne coopèrent pas. Un actionnaire individuel peut choisir de ne pas vendre ses actions s'il pense qu'elles vaudront plus cher après l'opération (c'est le problème dit du *free-rider* déjà évoqué dans la 3^e partie). Cependant, si cet actionnaire subsiste, les dirigeants continueront à ne pas lui révéler la vraie situation de l'entreprise ; de plus, s'il y a faillite (ce qui devient plus probable), il perd ses actions. Un prix légèrement supérieur au prix antérieur suffit donc en théorie à convaincre les actionnaires de vendre ; ce prix est parfaitement acceptable pour les dirigeants, d'autant plus qu'ils vont entreprendre des projets d'investissement rentables ignorés avant. Le MBO est donc possible.

Cette description type de l'entreprise objet d'un LBO ou MBO rassemble un certain nombre des caractéristiques et causes importantes de ces opérations :

- hausse des profits après l'opération, connue par les dirigeants ;
- suppression des coûts d'agence (de délégation de pouvoir aux dirigeants par les actionnaires) ;
- passage à un financement (la dette) faisant l'objet de paiements fixes, non liés aux résultats, ce qui force les dirigeants à bien gérer et supprime l'incitation à tricher sur la situation de l'entreprise ;
- dispersion ou désintérêt de l'actionnariat qui ne contrôle pas assez la gestion ;
- rémunération des dirigeants pas assez liée à la valeur de l'entreprise avant l'opération.

LES RACHATS D'ENTREPRISE

D'autres traits caractéristiques, omis dans cette description type, ont été, on l'a vu, mis en évidence par la littérature :

- menace d'OPA qui semble un facteur répandu ;
- trésorerie excédentaire ;
- volonté de spolier les porteurs de dette anciens ;
- avantages fiscaux, au moins jusqu'en 1986.

Il est clair que, à la différence de ce qui se passe dans le cas des fusions-acquisitions, ni les effets de synergie (il n'y a pas de rapprochement avec les autres entreprises) ni l'incompétence des dirigeants (qui restent) ne peuvent être évoqués. La plupart des avantages d'un levier plus important (transferts ou profit des actionnaires et au détriment des porteurs de dette, signal de bons résultats à venir...) pourraient être mis en avant ; cependant, on ne voit pas pourquoi les actionnaires ne réalisent pas eux-mêmes progressivement cet accroissement du levier sans vendre leurs actions, simplement en jouant sur les financements nouveaux. Il est possible qu'ils anticipent l'effet favorable sur l'entreprise de la hausse du levier, et en bénéficient immédiatement sous la forme d'une prime importante lors de la cession de leurs titres.

L'analyse empirique et notre modèle-type montrent qu'on peut s'attendre à des effets micro-économiques favorables de ces opérations : gains de productivité, absence de vente « par appartements », ou de transfert vers des investissements rémunérateurs très rapidement avec abandon des projets à plus long terme, réalisation de projets risqués mais rentables. Il reste maintenant à s'interroger sur les effets macro-économiques des LBO et MBO.

LES RISQUES MACRO-ÉCONOMIQUES LIÉS A L'ACCROISSEMENT DE LA DETTE

105

La littérature macro-économique récente a mis en évidence l'amplification des cycles économiques provoquée par l'accroissement de l'endettement. Ainsi :

- en cas de choc exogène défavorable, la baisse de la valeur réelle de la firme est d'autant plus forte que la dette est forte, puisque la probabilité de faillite augmente et que les paiements d'intérêt sur la dette sont indépendants de la conjoncture ; cet effet de richesse accroît la récession (*Williamson, 1987*). La fixité des intérêts a un avantage micro-économique, puisqu'elle incite les dirigeants à bien gérer ; elle a bien sûr l'inconvénient macro-économique d'empêcher les charges des entreprises de fluctuer avec la situation conjoncturelle ;
- en particulier, s'il y a baisse non anticipée de l'inflation, la charge des intérêts réels est accrue et l'investissement chute, ce qui renforce le cycle (*Bernanke-Gertler, 1987*), d'autant plus qu'il est difficile à l'entreprise de s'endetter davantage (*Fazzari-Hubbard-Petersen, 1988*) ;
- Diamond et Dybvig ont modélisé les *bank runs* : s'il commence à y avoir retrait de dépôts bancaires, les autres déposants anticipent qu'ils ne pourront pas retirer les leurs et se précipitent pour le faire. On a envisagé, de façon similaire, un *firm run* : une première entreprise faisant faillite, les créanciers ou actionnaires de toutes les autres essaient de vendre leurs titres, ce qui provoque un effondrement des Bourses et une hausse généralisée des taux d'intérêt, entraînant effectivement d'autres faillites.

Quel peut être le bilan macro-économique du développement des LBO et MBO ? Les entreprises doivent payer à leurs créanciers des taux d'intérêt d'autant plus élevés que la probabilité qu'elles fassent faillite est grande ; un accroissement de

LES RACHATS D'ENTREPRISE

la dette accroît les intérêts à payer et fait donc monter les taux par ce canal ; cependant, elle a des avantages micro-économiques, et accroît, au niveau agrégé, la profitabilité. L'effet total sur les taux d'intérêt et le risque de faillite d'un surcroît de levier est donc ambigu.

Il est clair toutefois que la sensibilité du risque de faillite aux chocs (activité, prix des facteurs de production) est accrue par l'endettement. Ce fait n'est pas pris en compte dans les modèles micro-économiques où les fluctuations conjoncturelles n'apparaissent pas, et est pourtant bien apparent lorsqu'on considère l'évolution récente, dans la phase de ralentissement économique, des taux d'intérêt des nouveaux *junk bonds* et des décotes des émissions anciennes.

On se trouverait donc en face d'une situation où les logiques micro- et macro-économiques seraient en contradiction : plus d'efficacité, toutes choses égales par ailleurs, au niveau de chaque firme ; plus de sensibilité aux aléas et de risque de crise au niveau macro-économique. On pourrait peut-être envisager de renforcer l'efficacité par des méthodes moins dangereuses. S'il y a vraiment à la base un coût d'agence (de délégation) entre dirigeants et actionnaires, il peut sans doute se régler sans modifier la structure du passif (par une OPA qui concentre l'actionnariat et contre laquelle il ne faut peut-être pas que les managers de l'entreprise convoitée luttent en réalisant un MBO, par une méthode de rémunération adaptée des dirigeants...). □

106

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- P. AGHION, P. BOLTON — **The financial structure of the firm and the problem of control**, *European Economic Review*, mars, pp. 286-293 (1989).
- P. ASQUITH, D. MULLINS, E. WOLFF — **Original issue high yield bonds: aging analyses of defaults, exchanges and calls**, *Journal of Finance*, septembre, pp. 923-952 (1989).
- P. ASQUITH — **Merger bids, uncertainty and stockholder returns**, *Journal of Financial Economics*, avril, pp. 51-83 (1983).
- P. ASQUITH, R. BRUNER, D. MULLINS — **The gains to bidding firms from merger**, *Journal of Financial Economics*, avril, pp. 121-139, 1983.
- Y. AMIHUD, B. LEV — **Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers**, *Bell Journal of Economics*, vol. 12, pp. 605-617 (1981).
- P. ASQUITH, D. MULLINS — **Equity issues and offering dilution**, *Journal of Financial Economics*, janvier-février, pp. 61-90 (1980).
- A. AUERBACH — **Wealth maximization and the cost of capital**, *Quarterly journal of Economics*, août, pp. 433-416 (1979).
- A. AUERBACH — **Taxes, Firm Financial Policy and the cost of capital: an empirical analysis**, *Journal of Public Economics*, février-mars, pp. 22-57 (1984).
- A. AUERBACH — **Taxation, Corporate Financial Policy and the cost of capital**, *Journal of Economic literature*, septembre, pp. 905-940 (1983).
- P. BARON — **Tender offers and management resistance**, *Journal of Finance*, mai, pp. 331-343 (1983).
- M. BRADLEY, A. DESAI, E.H. KIM — **The Rational behind interfirm tender offers: Information or synergy**, *Journal of Financial Economics*, avril, pp. 183-206 (1983).

L E S R A C H A T S D ' E N T R E P R I S E

- M. BRADLEY, A. DESAL, E.H. KIM — **Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms**, *Journal of Financial Economics*, mai, pp. 3-40 (1988).
- M. BRADLEY, G. JARRELL, E.H. KIM — **On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence**, *Journal of Finance*, juillet, pp. 857-878 (1984).
- B. BERNANKE, J. CAMPBELL — **Is there a corporate debt crisis?**, *Brookings papers on Economic Activity*, n° 1, pp. 83-125 (1988).
- B. BERNANKE, M. GERTLER — **Financial Fragility and Economic Performance**, Nber working paper 2318 (1987).
- T. CAMPBELL, W. KRACAW — **Information production, market signalling and the theory of financial intermediation**, *Journal of Finance*, septembre, pp. 863-882 (1980).
- M. CORNETT, N. TRAVLOS — **Information effects associated with debt for equity or equity for debt exchange offers**, *Journal of Finance*, juin, pp. 451-468 (1989).
- L. DANN — **Common stock repurchase: an analysis of returns to stockholders and bondholders**, *Journal of Financial Economics*, vol. 9, pp. 113-138 (1981).
- H. DE ANGELO, R. MASULIS — **Optimal capital structure under corporate and personal taxation**, *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 157-186 (1980).
- H. DE ANGELO, L. DE ANGELO — **Management Buyout of Publicly Traded corporations**, *Financial Analysis journal*, mai, juin 1987 (1987).
- H. DE ANGELO, L. DE ANGELO, E. RICE — **Going private: Minority Freezouts and stockholder wealth**, *Journal of Law and Economics*, octobre, pp. 367-401 (1984).
- W. DAVIDSON, D. DUTIA, I. CHENG — **A Re-Examination of the Market Reaction to Failed Mergers**, *Journal of Finance*, septembre, pp. 1077-1083 (1989).
- H. DEMSETZ, K. LEHN — **The structure of corporate ownership: causes and consequences**, *Journal of Political Economy*, décembre, pp. 1155-1177 (1985).
- H. DEMSETZ — **Corporate control, insider trading and rates of return**, *American Economic Review*, mai, papers and proceedings, pp. 313-316 (1986).
- B.E. ECKBO — **Horizontal Mergers, Collusion and stockholder wealth**, *Journal of Financial Economics*, avril, pp. 247-273 (1983).
- E. FAMA — **Agency problems and the theory of the firm**, *Journal of Political Economy*, avril, pp. 288-307 (1980).
- S. FAZZARI, G. HUBBARD, B. PETERSEN — **Financial constraints and corporate investment**, *Brookings on Economic Activity*, n° 1, pp. 141-195 (1988).
- D. GALE, M. HELLING — **Incentive compatible debt contracts: the one period problem**, *Review of Economic Studies*, octobre, pp. 647-664 (1985).
- D. GALAI, P. MASULIS — **The option pricing model and the risk factor of stock**, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 53-81 (1976).
- R. GORDON, D. BRADFORD — **Taxation and the stockmarket valuation of capital gains and dividends: theory and empirical results** *Journal of Public Economics*, octobre, pp. 109-136 (1980).
- B. GREENWALD, J. STIGLITZ, A. WEISS — **Information imperfection in the capital market and macro-economic fluctuation**, *American Economic Review*, mai, pp. 194-199 (1984).
- S. GROSSMAN, O. HART — **Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation**, *Bell Journal of Economics*, vol. 11, pp. 42-64 (1980).
- S. GROSSMAN, O. HART — **The allocational role of takeover bids in situations of asymmetric information**, *Journal of Finance*, mai, pp. 253-270 (1981).
- C. HAYN — **Tax attributes as determinants of shareholder gains in corporate acquisitions**, *Journal of Financial Economics*, juin, pp. 121-153 (1989).
- C. HOLDERNESS, D. SHEENAN — **Raiders or Saviors: the evidence on six controversial investors**, *Journal of Financial Economics*, décembre, pp. 555-579 (1985).
- M. JENSEN — **Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers**, *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-339 (1986).
- M. JENSEN, W. MECKLING — **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, capital structure**, *Journal of Financial Economics*, octobre, p. 305 (1976).
- M. JENSEN, J. ZIMMERMAN — **Management compensation and the managerial labor market**, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, pp. 3-9 (1985).
- M. JENSEN — **The takeover controversy: analysis and evidence** in Coffee, Lowenstein and Rose-Ackerman, eds, *Oxford university Press*, Oxford, (1987).
- M. JENSEN, R. RUBACK — **The market for corporate control: the scientific evidence**, *Journal of Financial Economics*, avril, pp. 5-50 (1983).
- S. KAPLAN — **Management Buyouts: evidence on tax as a source of value**, *Journal of Finance*, juillet, pp. 611-632 (1989).

LES RACHATS D'ENTREPRISE

- H. KIM — **A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity**, *Journal of Finance*, vol. 33, pp. 45-63 (1978).
- L. LANG, R. STULZ, R. WALKING — **Tobin's q and the gains from successful tender offers**, *Journal of Financial Economics*, à paraître (1989).
- K. LEHN, A. POULSEN — **Free cash flow and stockholder gains in going private transaction**, *Journal of Finance*, juillet, pp. 771-787 (1989).
- H. LELAND, D. PYLE — **Information asymmetries, financial structure and financial intermediaries**, *Journal of Financial*, vol. 32, pp. 371-387 (1977).
- F. LICHTENBERG, D. SIEGEL — **Productivity and changes in ownership of manufacturing plants**, *Brookings papers on economic activity*, n° 3, pp. 643-673 (1987).
- F. LICHTENBERG, D. SIEGEL — **The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior**, Nber working paper n° 3022, juin (1989).
- C. MA, R. RAO, R. PETERSON — **The Resiliency of the High Yield Bond Market: the LTV Default**, *Journal of Finance*, septembre, pp. 1085-1097 (1989).
- P. MALATESTA — **The Wealth effect of merger activity and the objective functions of merging forms**, *Journal of Financial Economics*, avril, pp. 155-181 (1983).
- L. MARAIS, K. SCHIPPER, A. SMITH — **Wealth effects of going private for senior securities**, *Journal of Financial Economics*, juin, pp. 155-191 (1989).
- R. MASULIS — **The effects of capital structure changes on security prices: a study of exchange offers**, *Journal of Financial Economics*, vol. 8, pp. 139-178 (1980).
- R. MEHRA, E. PRESCOTT — **The Equity premium: a puzzle**, *Journal of Monetary Economics*, mars, pp. 145-161 (1985).
- M. MILLER — **Debt and taxes**, *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 261-275 (1977).
- M. MILLER, K. ROCK — **Dividend Policy under asymmetric information**, *Journal of Finance*, septembre, pp. 1031-1051 (1985).
- R. MORCK, A. SCHLEIFER, R. VISHNY — **Does managerial objectives drive bad acquisitions?**, NBER Working paper n° 3000, juin (1989).
- S. MYERS, N. MAJLUF — **Corporate Financing and Investment decisions when firms have information that investors do not have**, *Journal of Financial Economics*, juin, pp. 187-221 (1984).
- S. MYERS — **The capital structure puzzle**, *Journal of Finance*, juillet, pp. 575-592 (1984).
- J. POTERBA — **Tax Policy and corporate saving**, *Brookings papers on Economic Activity*, n° 2, pp. 455-504 (1987).
- J. POUND — **The information effects of takeover bids and resistance**, *Journal of Financial Economics*, décembre, pp. 207-227 (1988).
- R. ROLL — **The Hubris hypothesis of corporate takeovers**, *Journal of Business*, avril, pp. 197-216 (1986).
- S. ROSS — **The determination of financial structure: the incentive signalling approach**, *Bell Journal of Economics*, spring, pp. 23-40 (1977).
- R. RUBACK — **Assessing competition in the market for corporate acquisitions**, *Journal of Financial Economics*, avril, pp. 141-153 (1983).
- K. SCHIPPER, R. THOMPSON — **Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms**, *Journal of Financial Economics*, avril, pp. 85-119 (1983).
- A. SCHLEIFER, R. VISHNY — **Large shareholders and corporate control**, *Journal of Political Economics*, vol. 94, pp. 461-488 (1986).
- A. SCHLEIFER, R. VISHNY — **MBO's as a response to market pressure**, in A. Auerbach, *Mergers and acquisitions*, University of Chicago Press (1988).
- S. SHAH, A. THAKOR — **Private versus public ownership investments, ownership distribution and optimality**, *Journal of Finance*, mars, pp. 1-59 (1988).
- J. SHOVEN — **The tax consequences of share repurchases and other non dividend cash payments to equity owners**, in L. Summers, *Tax Policy and the Economy*, MIT Press (1987).
- C. SMITH, J. WARNER — **On financial contracting: an analysis of bond covenants**, *Journal of Financial Economics*, juin, pp. 117-161 (1979).
- J. STEIN — **Takeover threats and managerial myopia**, *Journal of Political Economy*, février, pp. 61-80 (1988).
- R. TOWNSEND — **Optimal contracts and competitive markets with costly state verification**, *Journal of Economic Theory*, octobre, pp. 265-293 (1989).
- T. VERMAELEN — **Common stock repurchases and market signalling an empirical study**, *Journal of Financial Economics*, vol. 9, pp. 139-183 (1981).
- S. WILLIAMSON — **Financial intermediation, Business Failures and Real Business Cycle**, *Journal of Political Economy*, décembre, pp. 1196-1216 (1987).