

Chapitre 1 - Effets des LBO sur les sociétés cibles

**Le LBO
permettrait
d'améliorer la
performance des
cibles.**

Selon la théorie du free cash flow développée par Jensen (1989)², le LBO permet de réduire les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. L'endettement élevé, l'augmentation de la part du capital détenu par les dirigeants et le contrôle exercé par les investisseurs en capital engendrent de fortes motivations pour les dirigeants à maximiser la valeur de la firme. De nombreuses études empiriques³ ont montré que les firmes reprises en LBO ont une meilleure performance économique après l'opération que les autres firmes de leur secteur d'activité.

Le principal débat concernant les rachats d'entreprises avec effet de levier est relatif aux raisons de la meilleure performance apparente de la nouvelle structure organisationnelle représentée par le LBO (Jensen, 1986, 1989). La question fondamentale est de savoir si cette meilleure performance résulte de divers transferts de richesse ou est due à une véritable création de valeur. Outre l'hypothèse du free cash flow, les principaux arguments théoriques et empiriques concernant les effets des LBO sur les sociétés cibles sont les suivants⁴. Premièrement, les avantages fiscaux associés à la déductibilité des intérêts de la dette peuvent être une source importante de gains dans les LBO, ce qui peut induire un transfert de richesse au détriment de l'administration fiscale. Deuxièmement, les détracteurs des LBO affirment qu'il n'y a pas de véritable création de valeur dans ces opérations mais uniquement des transferts de richesse au détriment des créanciers et des salariés de la société rachetée. Troisièmement, les LBO peuvent avoir des effets négatifs sur la compétitivité à long terme des sociétés cibles, dans la mesure où la dette risque d'empêcher les dépenses d'investissement. Toutefois, selon l'hypothèse de l'efficacité, la mauvaise politique d'investissement de la cible peut être une motivation des LBO.

L'approche qualitative a parfois été utilisée pour étudier la question de la création de valeur dans les opérations de LBO. En particulier, Baker et Wruck (1989) se sont intéressés aux changements organisationnels qui se sont produits chez O.M. Scott & Sons Company, suite au LBO réalisé en 1986. Les résultats de leur étude confirment que la pression exercée par le service de la dette ainsi que la participation au capital des dirigeants ont conduit à une augmentation de la performance. En outre, ils montrent - ce qui ne pourrait pas apparaître dans une étude quantitative - que d'autres éléments permettent également d'expliquer cet accroissement de la performance.

2 Jensen (1986, 1989) définit le free cash flow comme les flux de trésorerie en excès de ce qui est nécessaire pour entreprendre tous les projets rentables. La meilleure utilisation de ces fonds consiste alors à les verser sous forme de dividendes aux actionnaires.

3 Voir Le Nadant (1998) pour une synthèse.

4 Voir Le Nadant (2000) pour une synthèse.