

FONDS D'INVESTISSEMENT : BULLE FINANCIÈRE ? LEVIERS DE CRÉATION DE VALEUR, ENDETTEMENT ET GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

PÉTER HARBULA *

179

Les fonds d'investissement ou les fonds de capital-investissement, traductions françaises de l'expression anglaise *private equity*, sont des termes qui désignent un des acteurs du marché des investissements, de transfert de propriété et de prise de contrôle, le marché des fusions-acquisitions au sens générique. L'expression fusions-acquisitions (ou opérations de *mergers and acquisitions* en anglais, M&A ci-après) recouvre les différents aspects du rachat d'une entreprise par un acteur économique, généralement une autre entreprise. Le terme de capital-investissement concerne généralement l'investissement dans des sociétés non cotées en Bourse (d'où son nom de capital non coté ou de *private equity* en anglais, en opposition au terme *public equity* pour les sociétés cotées).

* Directeur exécutif *corporate finance* de Accor Services, vice-président de la commission Évaluation de la SFAF.

Je souhaite remercier Bruno Beauvois et Roland Clère de la SFAF pour leurs commentaires ainsi que ma femme, Olena. Je dédie cet article à ma fille Esther. Les opinions exprimées dans cet article n'engagent que son auteur.

Un marché actif pour le contrôle des sociétés (une autre définition possible du marché des fusions-acquisitions) est essentiel pour le fonctionnement efficace dans une économie capitaliste. Grâce à celui-ci, les équipes dirigeantes peuvent acquérir des ressources dans un temps minime en prenant le contrôle d'une autre société. Sous l'angle de la gouvernance des entreprises (*corporate governance*), le marché des fusions-acquisitions est un mécanisme de contrôle et de discipline de l'équipe dirigeante et de résolution des conflits entre les actionnaires et la direction (problèmes d'agence). Il a également un rôle de transmission et d'optimisation, l'essentiel du volume des transactions se faisant sur un marché privé de gré à gré.

L'intervention des fonds d'investissement dans le marché du M&A s'est développé principalement sous l'effet de l'essor des opérations avec effet de levier (*leveraged buy-out* en anglais, ci-après LBO). Sur un marché des transactions supérieur à 4 500 milliards de dollars américains pour l'année 2007, le niveau global de transactions initiées par ou impliquant des fonds d'investissement s'approche des 1 000 milliards de dollars. Aujourd'hui, les fonds d'investissement montrent un appétit croissant, mais aussi des capacités financières inégalées.

180

Dans le cadre de cet article, seront étudiés principalement les fonds d'investissement opérant avec effet de levier (capital-transmission ou fonds LBO), avec comme cible les investissements de grande taille (*large caps*) et moyenne taille (*midcap*) ; ciblant des rachats de sociétés cotées, de divisions cotées, d'entreprises privées détenues par d'autres investisseurs ou des fondateurs, les opérations menées conjointement avec l'équipe de direction (les *management buy-out* ou MBO ci-après). Ne seront pas concernés, ou très peu, les fonds d'amorçage, les fonds de capital-risque (*venture capital* et assimilés) ainsi que les fonds dits « spéculatifs », les fameux *hedge funds*.

UN PEU D'HISTOIRE...

Les origines des fonds d'investissement remontent à 1946 ainsi que la fondation de deux entreprises de capital-développement : (1) la American Research and Development Corporation, fondée par Georges Doriot, le « père » du capital-investissement, et financée par des investisseurs institutionnels, et (2) la J.H. Whitney & Company. Le premier investissement d'ARDC, en 1957, a été une prise de participation dans Digital Equipment Corporation. Pour un investissement initial de 70 000 dollars, la société sera valorisée en 1968 plus de 300 millions de dollars¹. Le concept d'utiliser de l'endettement pour financer des acquisitions a été notamment

exploré par J. Kohlberg, H. Kravis et G. Roberts, en tant que banquiers de Bear Sterns, orchestrant nombre de rachats de sociétés avec surtout des fondateurs désirant prendre leurs retraites. Ils fondent KKR en 1976 sur des bases *ad hoc* et leur acquisition de Houdaille Industries en 1979 représente la première opération initiée par un fonds LBO, visant une société cotée de taille significative (335 millions de dollars)².

En Grande-Bretagne, les rachats d'entreprises cotées et l'utilisation de l'effet de levier trouvent leurs origines également dans le début des années 1980. Entre 1994 et 2000, un très fort développement se trouve jumelé avec une croissance économique très soutenue en Grande-Bretagne, avec un pic de 709 transactions initiées par des fonds d'investissement en 1997. Le marché des transactions LBO est nettement moins développé en Europe continentale. En 1996, on ne trouve qu'une centaine de transactions, dont environ 50 % en France et aux Pays-Bas. Entre 1998 et 1999, la tendance est à la hausse avec 150 à 170 transactions par an, soit environ un cinquième des transactions LBO totales (Europe plus Grande-Bretagne). La France, l'Allemagne, l'Espagne et les Pays-Bas dominent le marché avec 70 % des opérations LBO de l'Europe continentale³.

LE RÔLE CROISSANT DES FONDS D'INVESTISSEMENT DANS LE MARCHÉ DES FUSIONS-ACQUISITIONS DEPUIS LES ANNÉES 2000

181

Depuis le milieu de notre décennie, une croissance importante du rôle des fonds d'investissement dans le marché des fusions-acquisitions est enclenchée. Contrairement à la première vague des années 1980, le niveau d'activisme, la présence et le nombre d'intervenants sont probablement inédits au niveau mondial. Le tableau 1 illustre les tendances sur le marché des fusions-acquisitions entre 2003 et 2008. Les opérations de M&A, après une période très favorable entre 1998 et 2001, ont subi un net recul entre 2002 et 2004, puis une croissance fulgurante à partir de début 2005 : 2006 et 2007 ont été des années record dans le marché mondial du M&A. Par rapport à un taux actuariel de 35 % des opérations au niveau mondial entre 2003 et 2007, l'Europe a connu une croissance encore plus forte, excédant 40 %. Sur la même période, la montée en puissance des opérations initiées par les fonds d'investissement est très forte. Alors qu'ils ne représentent que 10 % du nombre de transactions cumulé sur la période 2003-2007, ils totalisent 17 % de la valeur totale des opérations. L'essor des fonds d'investissement est surtout spectaculaire en Europe.

Tableau 1
Répartition des opérations de fusion-acquisition
par type d'opérateurs

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Cumul 2003 - 2007			
							Total 2003-2007	Répartition en valeur (Md US\$)	Répartition en nombre (M US\$)	Taille moyenne
Acquéreurs stratégiques	1 269	1 857	2 457	3 046	3 665	923	12 294	83 %	90 %	75
Fonds d'investissement	152	198	265	879	987	122	2 481	17 %	10 %	153
Total	1 421	2 055	2 722	3 925	4 652	1 045	14 775			
<i>% des fonds d'investissement</i>	11 %	10 %	10 %	22 %	21 %	12 %	17 %			

Source : Thomson Financial, Dealogic, Mergerstat

182

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Cumul 2003 - 2007			
							Total 2003-2007	Répartition en valeur (Md US\$)	Répartition en nombre (M US\$)	Taille moyenne
Acquéreurs stratégiques européens	393	591	814	1 345	1 820	278	4 963	81 %	96 %	87
Fonds d'investissement européens	123	154	251	297	332	74	1 157	19 %	4 %	135
Total	516	745	1 065	1 642	2 152	352	6 120			
<i>% des fonds d'investissement</i>	24 %	21 %	24 %	18 %	15 %	21 %	19 %			

Source : Thomson Financial, Dealogic, EVCA

Les tendances observées au niveau européen sont également vraies pour la France. Ainsi, si le niveau des fusions-acquisitions a atteint un record dans les années 2005 à 2007 en France également, il faut noter également le niveau d'activisme très important des fonds, de l'ordre de 20 % en moyenne. Ces tendances, globalement en ligne avec les tendances mondiales, témoignent de l'essor spectaculaire des fonds d'investissement en France.

Le rôle des fonds d'investissement a été historiquement particuliè-

rement important dans les périodes de crises (début des années 1990, 2002-2003). En effet, ces périodes sont propices aux « bonnes affaires », permettant d'acquérir à moindre coût des entreprises avec des fondamentaux intéressants, mais des actionnaires souvent sous pressions (recentrage des activités, niveau d'endettement excessif...)⁴. En revanche, depuis 2004, il s'agit d'un activisme plus structurel, en résonance avec des éléments macroéconomiques favorables (internationalisation des échanges, retour de la croissance, taux d'intérêt historiquement très bas, afflux de liquidité sur les marchés de la dette et afflux de liquidité de la part des investisseurs dans les fonds).

Après s'être concentrée dans les années 1980 sur le démantèlement des conglomérats et, dès les années 1990, sur les retraits de Bourse, sous l'impulsion des fonds anglo-saxons et notamment américains, véritables tours de contrôle de la profession, la nouvelle tendance est dans la stratégie de *build-up*. Cette stratégie se résume à l'acquisition de plusieurs sociétés ayant la même activité, avec comme objectif de les fusionner et de bénéficier à la fois d'un effet de taille et de synergies opérationnelles. Ce comportement modifie significativement la perception et le comportement des fonds d'investissement, dans la mesure où ils passent d'un statut de « financier » à un statut « opérationnel » avec les implications que nous verrons plus tard.

183

FONDS D'INVESTISSEMENT ET ACQUÉREURS STRATÉGIQUES : QUELLES RELATIONS ?

L'activité renforcée des fonds d'investissement à partir de 2004 les place à nouveau de plus en plus en compétition directe avec les acquéreurs stratégiques. En 2006 ou début 2007, il n'était pas rare d'entendre les acquéreurs stratégiques se plaindre de ne pas pouvoir offrir les mêmes niveaux de valorisation que les fonds d'investissement et perdre systématiquement dans les procédures d'acquisition compétitive. Quelles sont donc les relations entre les fonds d'investissement et les entreprises dans cette concurrence ?

Une étude menée début 2008 conjointement par AON Accuracy et CFNews révèle une vision contrastée des fonds par les groupes « industriels ». Ainsi, sur les 200 dirigeants d'entreprise interrogés (dont deux tiers environ travaillent dans des entreprises cotées), 37 % se sont trouvés en concurrence directe avec un fonds lors d'une étude d'acquisition, mais seulement 7 % ont été partenaires pour investir ensemble. Selon l'étude, dans 35 % des cas, l'entreprise cédait une de ses activités et, dans 21 % des cas, le fonds vendait une de ses participations. Si la plupart des entreprises pensent rencontrer tout autant, voire davantage, les fonds d'investissement dans le futur, seules moins de la

moitié d'entre elles (42 %) pensent pouvoir s'allier avec un fonds lors d'une opération.

Les entreprises perçoivent l'avantage des fonds d'investissement essentiellement pour l'optimisation et l'innovation des montages financiers, l'adhésion de l'équipe de direction dans le cadre du *management package*⁵ ainsi que pour la vitesse d'exécution et les exigences contractuelles de garanties. De plus, 58 % des dirigeants pensent que le niveau de prix offert par les fonds est plus intéressant. Par contre, 94 % des entreprises estiment qu'ils sont plus à même de valoriser les synergies dans le prix, et 80 % considèrent pouvoir proposer à l'équipe de direction un projet industriel plus intéressant et d'obtenir une adhésion plus forte des salariés de la cible à la stratégie future de l'entreprise après la transaction. Au total, 55 % considèrent que les fonds ont davantage « le vent en poupe » que les acquéreurs stratégiques dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions. 86 % estiment que les fonds avaient l'avantage pendant la période 2005-2007. Plus intéressant, et plus choquant, 98 % des répondants estiment que les fonds d'investissement savent mieux motiver et rémunérer la direction et mettre en place une gouvernance efficace (71 % sur ce dernier point).

Les conséquences d'une acquisition par un fonds ne sont pas négligeables. C'est ainsi que les entreprises pensent devoir apprendre à mieux rémunérer et motiver la direction (54 %), infuser la culture « cash » des fonds (42 %) et rationaliser la politique d'investissement (42 %). En termes de pratiques, 67 % pensent s'inspirer de l'exemple des fonds, notamment en allégeant le processus de décisions (55 % des réponses), en élaborant des montages financiers plus compétitifs (45 %) et en définissant un projet commun avec la direction et les salariés de la cible (40 %).

In fine, même si 67 % des dirigeants avouent s'être inspirés de la pratique des fonds d'investissement et qu'ils reconnaissent la contribution des fonds d'investissement au développement de l'économie et leur capacité de création et partage de la valeur (65 %), plus de deux tiers estiment que les fonds d'investissement manquent cruellement de transparence dans leur mode de fonctionnement et 50 % estiment que les fonds ont une vision trop « court terme ».

OPÉRATIONS DE M&A ET FONDS D'INVESTISSEMENT : VALORISATION DES ACTIFS

Après avoir regardé les résultats d'un sondage et donc la perception des acteurs économiques, il est intéressant de comparer les statistiques et observations par rapport aux idées reçues. Toutefois, un petit rappel s'impose sur la logique de fonctionnement des fonds d'investissement.

Dans le cadre de l'évaluation et de l'exécution des opérations de fusions-acquisitions, au lieu de se focaliser sur un niveau de valorisation

« objectif » de la cible, l'analyse des fonds d'investissement est surtout axée sur deux questions majeures : (1) quel taux de rendement interne (TRI) la transaction peut-elle offrir et (2) quel est le levier financier maximum qui correspond à la capacité de remboursement du projet ? Ainsi, à l'inverse d'une entreprise « classique », dont l'objectif dans le cadre des acquisitions est d'augmenter la création de richesse à destination de ses actionnaires *a priori ad vitam æternam*, l'horizon d'investissement des fonds d'investissement est bien plus court : trois à cinq ans en moyenne, avec une claire et nette perspective de cession de l'investissement au bout de cette période.

Au-delà d'une analyse de la valorisation intrinsèque que pourrait faire un acquéreur stratégique, l'analyse du fonds d'investissement se porte donc sur les facteurs qui seront déterminants pour le TRI :

- l'accroissement de la capacité génératrice de richesse pendant cette période, souvent à travers l'évolution des ratios financiers les plus couramment utilisés (résultat brut d'exploitation, *EBITDA* en anglais ou le résultat opérationnel, *EBIT* en anglais) ;
- la capacité à améliorer les cash-flows de l'entreprise à travers la gestion du besoin de fonds de roulement (BFR) et en optimisant le niveau des investissements et de la fiscalité ;
- la capacité de désendettement pendant la période de détention (en orientant les cash-flows générés par la société prioritairement au remboursement de l'endettement) ; et
- le niveau espéré de valorisation lors de la cession.

Le TRI du fonds d'investissement ne se définit pas, en conséquence, uniquement à travers sa valorisation d'entrée (souvent synthétisée sous forme d'un « multiple d'entrée ») mais également tout aussi fortement par sa valeur de sortie, (elle aussi résumée par un « multiple de sortie »). Il est tout à fait courant et usuel dans le cadre de transactions de ramener la valeur des actifs (la « valeur d'entreprise ») à des ratios financiers du compte de résultat comme référence de la transaction (valeur d'entreprise (VE) / *EBITDA* par exemple). La vision court ou moyen terme des fonds d'investissement se conçoit, dans la mesure où ces derniers doivent rapidement rendre compte de leur performance financière à leurs propres actionnaires, qui attendent des rendements proches de 20 %, voire plus. Il convient également de noter que les gestionnaires (les associés) de fonds d'investissement tirent leur rémunération d'une part d'une facturation forfaitaire basée sur les fonds investis (entre 1 % et 3 %, 2 % étant la norme la plus habituelle) et en participant à la plus-value créée lors de la revente des participations (*carried interest* ou *carry*). Ce dernier élément est le plus souvent de l'ordre de 20 %, mais ne se déclenchant que si le TRI du fonds excède un certain seuil (*hurdle rate*). Ce mécanisme est particulièrement vertueux en termes de gouvernance, puisqu'il incite à des

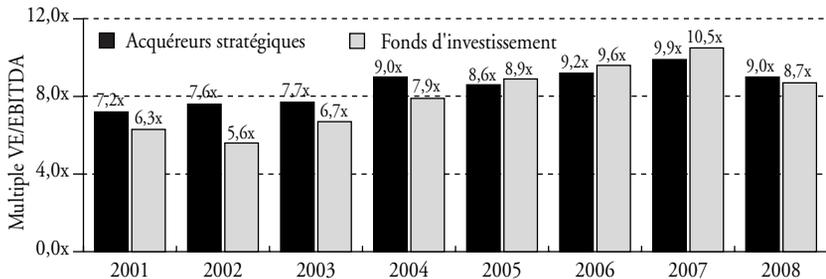
bonnes performances de la part des gestionnaires (les associés) des fonds⁶.

Dans le contexte évoqué précédemment, d'aucuns pourraient considérer que les fonds d'investissement sont enclins à des valorisations des actifs sous-jacents des sociétés qui sont au-delà des niveaux des acteurs stratégiques, grâce à l'effet de levier utilisé. En poussant cette logique à l'extrême, dans un environnement avec abondance des crédits, cette situation se traduit par une « bulle financière ».

En analysant les tendances des multiples moyens payés lors des transactions de M&A (graphique 1), il apparaît effectivement que les fonds d'investissement offrent en moyenne des multiples de valorisation de plus en plus élevés sur les dernières années. De surcroît, cette hausse des multiples s'accompagne d'une hausse du niveau de levier financier contracté par les fonds d'investissement dans le cadre des opérations de rachat par effet de levier (graphique 2).

Graphique 1
Évolution des multiples moyens de transactions
entre 2001 et 2008 (multiple de VE/EBITDA)

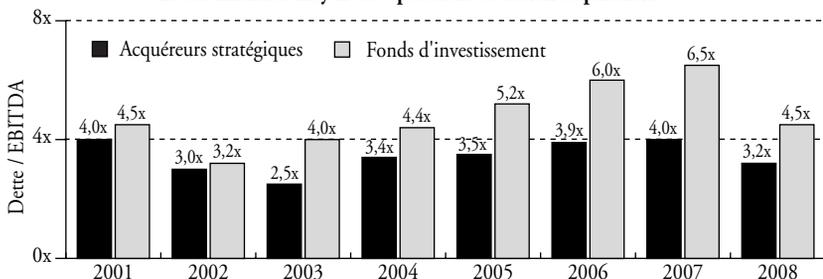
Niveau de valorisation moyen des opérations de M&A



Source : Thomson Financial, Dealogic, AFIC/PWC, AFIC/Deloitte

Graphique 2
Évolution du levier financier moyen des opérations de fusions-
acquisitions entre 2001 et 2008

Levier financier moyen des opérations de fusion acquisitions



Source : Thomson Financial, Dealogic, AFIC/PWC, AFIC/Deloitte

Est-il possible dès lors de parler de bulle financière et sur-paiement des fonds ? Pour répondre à cette question, il est nécessaire de passer par une analyse des leviers de création de valeur des fonds d'investissement.

*FONDS D'INVESTISSEMENT :
LES THÉORIES SUR LES LEVIERS DE CRÉATION DE VALEUR
ET LA PRATIQUE*

Les principaux leviers de création de valeur ont été analysés par des travaux théoriques suite à la vague des opérations de LBO des années 1980. La plupart des études et travaux⁷ concordent pour faire ressortir les éléments suivants :

1. *La réduction des coûts d'agences (agency costs) entre la direction et les actionnaires :*

a. *Effet de discipline de l'endettement :* comme suggéré par Jensen (1986) à travers sa théorie du *free cash flow*, la hausse de l'endettement réduit les flux de trésorerie disponibles à la discrétion de la direction et les oblige à suivre des investissements créateurs de valeur.

b. *Surveillance accrue permettant de minimiser les coûts d'agences :* les fonds d'investissement, par le biais de leur structure de direction plus directe et leur incitation financière, sont des « contrôleurs » méticuleux de la performance.

c. *Motivation et actionnariat de l'équipe dirigeante :* dans le cadre des opérations de LBO, la participation de la direction aux résultats de l'opération de LBO permet d'aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants, conformément à l'effet évoqué par Jensen et Meckling (1976).

2. *La réduction des coûts d'agences entre les créanciers et les actionnaires :*

a. *Hierarchisation de l'endettement et fixation du rang des prêteurs.*

b. *Le strip financing :* cette technique permet à chacun des investisseurs de détenir une proportion de la dette senior, des obligations convertibles et des actions préférentielles et / ou ordinaires.

c. *Les garanties (covenants).*

3. *Sous-valorisation relative des opérations :* les cibles favorites des opérations de LBO et MBO sont les entreprises cotées souffrant d'une sous-évaluation relative notoire.

4. *Avantage fiscal de l'utilisation de l'effet de levier :* selon Kaplan (1989c), l'avantage fiscal lié à la déductibilité fiscale de l'endettement est un des principaux leviers de création de valeur dans les LBO et MBO.

5. *L'asymétrie d'informations :* les dirigeants des entreprises connaissent mieux les opportunités de leurs sociétés que les investisseurs financiers sur les marchés publics. Une opération de LBO permet donc de gommer cet écart de valorisation.

6. *Amélioration des performances opérationnelles* : la maîtrise des coûts et des investissements, l'augmentation de la rentabilité opérationnelle (en % du chiffre d'affaires et des capitaux investis) et la gestion du BFR.

Dans le cadre des études sur les leviers de création de valeur, plusieurs études offrent des résultats très intéressants. En analysant 192 transactions entre 1990 et 2006, Guo, Hotchkiss et Song (2008) démontrent que les principaux leviers de création de valeur sont (1) l'effet de discipline du levier financier (qui triple dans le cadre de la transaction), (2) le contrôle des actionnaires (surtout lorsque la fonction de président est séparée de celle de directeur général) et (3) la meilleure génération de *cash-flow*, notamment grâce à l'amélioration des performances financières et une gestion du BFR plus efficace. En utilisant un échantillon de 231 transactions, Nikoskelainen et Wright (2005) trouvent que le niveau de levier financier n'est pas linéairement corrélé avec la création de valeur dans les opérations de LBO. En effet, si le niveau de levier excède un certain niveau, les transactions analysées montrent un TRI inférieur à la moyenne.

L'étude, ci-après, des principaux leviers de création de valeur de 100 transactions françaises, britanniques et allemandes entre 2000 et 2008 et incluant uniquement des LBO secondaires, tertiaires ou des introductions en Bourse (IPO) sponsorisées par des fonds d'investissement (tableau 2) révèle des résultats globalement similaires :

188

Tableau 2
Analyse de levier de création de valeur des transactions initiées par des fonds d'investissement entre 2000 et 2008^s

Décomposition de la création de valeur lors de 100 transactions (France, Grande-Bretagne et Allemagne) initiées par des fonds LBO entre 2000 et 2008	Échantillon global	Transactions entre 2005 et 2007	Groupe de contrôle : 100 transactions d'acquéreurs stratégiques versus la moyenne du secteur (*)	
			IPO	d'acquéreurs stratégiques versus la moyenne du secteur (*)
Avantage fiscal de l'effet de levier	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓
Théorie du free cash-flow (endettement)	✓✓✓✓	✓✓✓✓✓✓	✓✓✓✓✓	✓
Structure de gouvernance	✓✓✓✓	✓✓	✓✓✓	✓✓
Participation du management à la transaction	✓✓✓✓✓	✓✓✓	✓✓	✓✓
Sous-valorisation relative	✓✓✓✓✓	✓✓✓	✓✓✓	✓✓
Amélioration de la gestion du BFR	✓✓	✓✓✓✓✓✓	✓✓✓✓✓✓	nc
Baisse des investissements	✓✓✓	✓✓✓✓✓✓	✓	nc
Amélioration de la rentabilité (au-delà du secteur)	✓✓✓✓	✓✓✓	✓✓✓✓✓✓	nc
Acquisitions de concurrents	✓✓	✓✓	✓✓✓✓	nc
Variation des prix de marché M&A	✓✓✓	✓✓✓✓✓✓	✓✓✓	nc
Nombre de transactions	100	31	29	100
Facteur explicatif total (R ² ajusté)	moyen (-45 %)	significatif (-55 %)	moyen (-45 %)	faible (-33 %)

NB. Significativité très faible : ✓, significativité très forte : ✓✓✓✓✓✓

(*) transactions de taille similaire, avec une exposition sectorielle et temporelle concordante à 86 % par rapport à l'échantillon initial.

Pour l'ensemble de l'échantillon, les principaux facteurs explicatifs de la création de valeur sont les suivants :

- l'effet positif de l'endettement, à travers la théorie du *free cash-flow* ;
- la participation de l'équipe de direction à la transaction (alignement des intérêts) ;
- la sous-valorisation de la cible avant l'opération ;
- dans une moindre mesure, des structures de gouvernance plus rapprochées et une amélioration de la rentabilité des sociétés.

Ces observations et résultats sont tout à fait concordants avec les précédentes études théoriques sur le sujet et évoquées ci-devant. En revanche, pour les transactions réalisées entre 2005 et 2007, les leviers de création de valeur semblent se situer sensiblement ailleurs :

- certes, l'endettement joue un rôle important, mais surtout grâce à des niveaux de *covenants* assez faibles sur la dette contractée pendant cette période ;
- le TRI est réalisé en grande partie avec une meilleure exploitation du BFR et une baisse dans les investissements productifs (augmentation de la génération de cash-flows destinée à rembourser l'endettement de l'opération) ;
- une valorisation à la hausse grâce à une conjoncture favorable sur le marché boursier et des transactions.

Si pour les sociétés introduites en Bourse, l'endettement semble aussi jouer un rôle prépondérant, les autres facteurs de création de valeur sont encore différents. Ainsi, la stratégie de *build-up* et l'amélioration de la rentabilité opérationnelle sont les leviers les plus importants dans la détermination du TRI. Ces résultats confirment globalement les études empiriques précédentes, c'est-à-dire l'importance de l'effet de levier, de la gouvernance et de l'alignement d'intérêt avec la direction sur le long terme. Cependant, le rôle du crédit « bon marché » dans le développement des fonds d'investissements sur la période 2005-2007 est également significatif. Cette dernière tendance semble accréditer l'évolution d'une certaine bulle spéculative autour des fonds d'investissement sur la période 2005-2007 et mérite une analyse plus approfondie du sujet.

189

*VALORISATION DES OPÉRATIONS DE M&A
PAR LES FONDS D'INVESTISSEMENT :
BULLE SPÉCULATIVE IRRATIONNELLE ?*

La hausse des multiples payés par les fonds d'investissement pourrait inciter à croire que les fonds d'investissement ont atteint des niveaux de valorisation peu raisonnables : si historiquement les opérations de LBO se faisaient entre 6 à 7 fois l'EBITDA, il n'est plus rare de trouver des

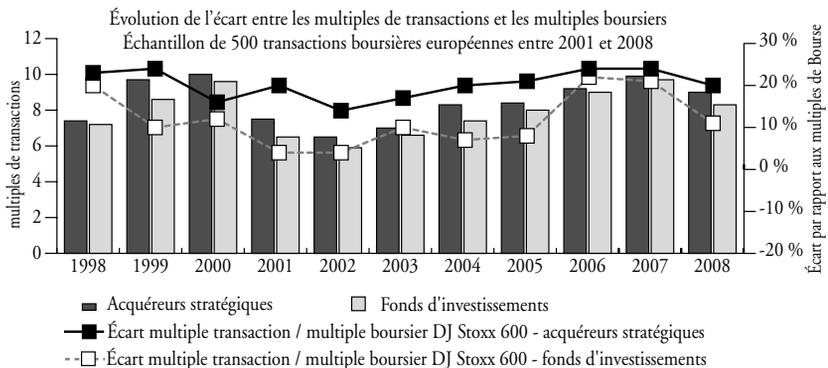
opérations entre 9 et 10 fois l'EBITDA, notamment dans le cadre de LBO secondaires ou tertiaires.

Pour analyser l'évolution du niveau de valorisation des opérations de LBO, il est intéressant de commencer par une rétrospective de l'évolution des multiples d'EBITDA sur un échantillon de 500 transactions de M&A entre 1998 et 2008 en Europe (50 transactions par année : 25 pour les acquéreurs stratégiques et 25 pour les fonds d'investissement), en le comparant au différentiel entre les multiples moyens payés lors des transactions et le multiple moyen de l'indice DJ Stoxx 600 (excluant les valeurs financières) calculé pour chaque année. En analysant l'écart par rapport à l'indice boursier, l'objectif est de prendre en considération l'évolution des marchés financiers et donc son impact sur les prix observés sur le marché du M&A. Il apparaît ainsi que les multiples payés par les acquéreurs industriels dans le cadre de transactions restent globalement stables par rapport aux multiples boursiers sur toute la période observée. En revanche, les multiples des acquisitions des fonds d'investissement se rapprochent des multiples payés par les entreprises. Notamment, les écarts se réduisent très fortement sur les années 2006 et 2007.

La baisse de l'écart pourrait indiquer effectivement une bulle spéculative pour les opérations initiées ou impliquant des fonds d'investissement, dans la mesure où ces derniers ne devraient théoriquement pas être en mesure de payer des multiples proches de ceux des acquéreurs industriels en l'absence de synergies (sauf dans le cas minoritaire d'un investissement de *build-up*).

190

Graphique 3
Évolution de l'écart entre les multiples moyens des transactions
et les multiples de Bourse entre 1998 et 2008
(multiple de VE/EBITDA, échantillon de 500 transactions)⁹



Pour approfondir, l'étape suivante est de comparer les caractéristiques intrinsèques des cibles des opérations menées par les acquéreurs stratégiques et industriels afin d'analyser la pertinence du prix payé. Pour cette analyse, c'est l'utilisation des facteurs explicatifs justifiant le niveau des multiples de valorisations qui doit prévaloir¹⁰. Grâce à des analyses de régression multifactorielle, il est possible de tester la cohérence entre le multiple de valeur entreprise / EBITDA et les différents facteurs intrinsèques expliquant le niveau des multiples.

Comme l'illustre le tableau 3, les multiples offerts par les fonds d'investissement sont globalement tout aussi significatifs que les multiples payés par les acquéreurs stratégiques. Pour autant, un différentiel dans les caractéristiques les plus importantes pour chacun des acteurs est perceptible : les fonds d'investissement ne reflètent que faiblement les synergies dans le multiple payé et ne sont pas très intéressés par la taille des opérations. En revanche, ils valorisent fortement la stabilité des résultats (le levier opérationnel en quelque sorte) et il semble que le niveau du levier financier de l'opération joue un rôle important sur le niveau du multiple payé¹¹. À l'inverse, les acquéreurs stratégiques sont influencés par des considérations de rendement (ROCE) et de synergies futures, mais moins par la croissance ou le levier financier de l'opération de rachat.

Tableau 3
Analyse des facteurs explicatifs des multiples de transactions¹²

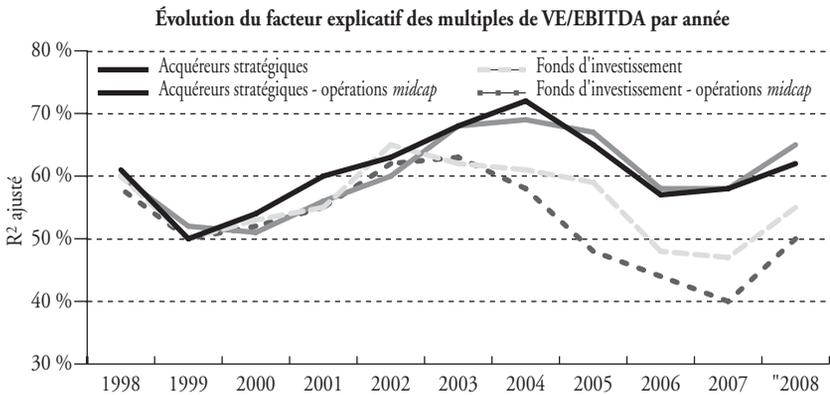
Décomposition et explication des multiples de VE/EBITDA observés lors des transactions boursières	Acquéreur stratégiques	Fonds d'investissement
Rentabilité des capitaux engagés (ROCE)	✓✓✓✓	✓✓
Croissance historique EBITDA (3 ans)	✓✓	✓✓✓
Levier opérationnel (stabilité des résultats)	✓✓✓	✓✓✓✓✓
Taille de la société	✓✓	✓
Levier de la transaction (Dette / Valeur Entreprise)	✓✓	✓✓✓✓
Rentabilité opérationnelle (EBITDA / CA)	✓✓✓	✓✓✓
Synergies (présence ou non présence)	✓✓✓	✓
Facteur explicatif total (R ² ajusté)	significatif (> 60 %)	significatif (- 55 %)

NB. Significativité très faible : ✓, significativité très forte : ✓✓✓✓✓

Au-delà des comportements différents et des motivations divergentes, qui ne sont pas surprenants en soi, il est également intéressant de regarder l'évolution dans le temps du facteur explicatif total afin de déceler des changements de comportements des différents types d'investisseurs (graphique 4), en utilisant le même échantillon que dans le

tableau 3. Le graphique 4 éclaire surtout notre vision par rapport aux différents cycles : le marché des fusions-acquisitions a connu des années fastes entre 2004 et 2007, ce qui se traduit notamment par une baisse des facteurs explicatifs sur cette période. Cependant, sur cette même période, on observe une baisse du facteur explicatif pour les transactions menées par les fonds d'investissement, tendant à accréditer la thèse d'une bulle spéculative, en particulier sur le segment *midcap*, où les cibles intéressantes sont plus rares.

Graphique 4
Évolution du facteur explicatif des multiples de VE/EBITDA dans le temps¹³



Pour élaborer l'analyse sous un autre angle, l'étape suivante consiste dans l'investigation de la prime payée par les acquéreurs dans le cadre d'offre boursière au-delà du cours de Bourse de référence (cette différence est appelée la « prime de contrôle »). Le niveau de la prime de contrôle permet de comparer la valorisation du contrôle et des synergies offerts par les acquéreurs. En théorie, la plupart des investisseurs financiers offrent une valorisation purement « financière », sans synergies industrielles particulières (sauf en cas de stratégie de *build-up*, cas néanmoins minoritaire par rapport aux transactions en total). *A contrario*, les investisseurs stratégiques peuvent faire valoir des synergies opérationnelles. Sur les marchés rationnels, les acquéreurs stratégiques devront partager une partie de leurs synergies avec les actionnaires historiques pour que ces derniers acceptent l'offre. Les fonds d'investissement ne devront céder qu'une partie de leur gain « financier », ce dernier étant également à la portée des acquéreurs stratégiques¹⁴. Au total, les acquéreurs stratégiques devraient offrir des primes plus importantes par rapport au cours de Bourse *ceteris paribus*.

Une étude de Kaplan (1989a,b) conclut sur un écart de 30 % entre les primes offertes par les acquéreurs stratégiques et les fonds de LBO. Weir, Lang et Wright (2004) trouvent, quant à eux, un écart d'environ 40 % sur la période 1997-2003, en Grande-Bretagne.

Le tableau 4 présente l'évolution des primes de contrôle et notamment les primes payées par les fonds d'investissement en France. Les fonds d'investissement offrent globalement des primes de contrôle moindres que les acquéreurs stratégiques sur l'ensemble de la période observée, en ligne avec les considérations théoriques évoquées précédemment. Toutefois, l'écart diminue considérablement sur les années 2005 à 2007, pour n'atteindre quasiment aucune différence en termes de prime de contrôle. Sur les opérations initiées par les fonds d'investissement, seulement 15 % sont relatives à des opérations de *build-up*, n'influant que très faiblement sur le niveau moyen des primes de contrôle.

Tableau 4
Analyse de l'évolution de la prime de contrôle
sur les opérations boursières entre les acquéreurs
stratégiques et les fonds d'investissement (FI) en France¹⁵

	Offres publiques	Opérations initiées par FI	%	Prime de contrôle toutes offres publiques		Prime de contrôle offre des FI		Ecart prime moyenne (*)	Ecart prime médiane (*)
				Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane		
1998	71	10	14 %	16,1 %	16,4 %	15,4 %	16,5 %	5,3 %	-0,7 %
1999	67	9	13 %	22,2 %	25,3 %	16,5 %	15,6 %	39,9 %	71,8 %
2000	70	7	10 %	18,6 %	20,3 %	17,5 %	15,1 %	7,0 %	38,4 %
2001	52	7	13 %	15,0 %	19,7 %	13,5 %	18,6 %	12,3 %	6,5 %
2002	67	6	9 %	21,9 %	20,9 %	14,5 %	19,8 %	57,0 %	6,2 %
2003	48	10	21 %	18,9 %	19,3 %	15,6 %	14,5 %	26,0 %	40,6 %
2004	46	6	13 %	18,6 %	21,9 %	15,1 %	15,2 %	35,1 %	66,1 %
2005	39	6	15 %	20,1 %	20,8 %	15,6 %	17,2 %	37,3 %	27,1 %
2006	32	5	16 %	20,6 %	21,9 %	20,7 %	22,0 %	-0,7 %	0,2 %
2007	42	10	24 %	23,5 %	24,0 %	21,2 %	24,5 %	15,2 %	-2,4 %
2008	17	8	47 %	20,8 %	22,5 %	18,5 %	17,7 %	23,5 %	51,2 %
Total	551	84	15 %						
Moyenne				19,7 %	21,2 %	16,7 %	17,9 %	23,4 %	27,7 %
Moyenne 2005-2007				21,4 %	22,2 %	19,2 %	21,2 %	17,3 %	8,3 %

NB. Primes calculées en excluant les primes supérieures à 50 % et inférieures à -25 % ; 3 mois avant l'annonce de l'offre.

N'ont été retenues que des transactions pour lesquelles le cours de Bourse était un indicateur paraissant fiable. Prime moyenne respective 1 mois avant l'offre pour l'ensemble de l'échantillon : moyenne de 16,6 % ; médiane de 17,7 %.

(*) Écart entre la prime payée par les acquéreurs industriels et la prime payée par les fonds d'investissement.

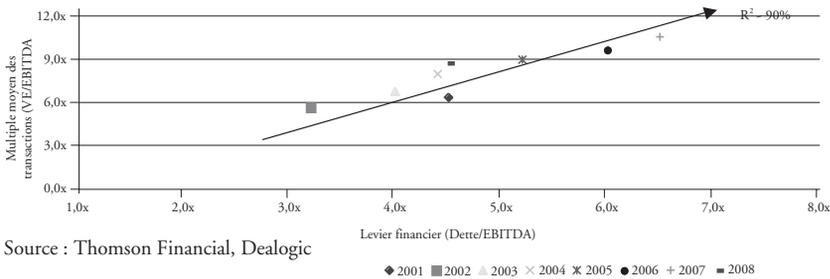
Au global, la conclusion de l'ensemble des études précédentes est que sur les trois dernières années, une certaine bulle spéculative s'est installée dans l'environnement du marché des fusions-acquisitions et notamment par rapport à l'activité des fonds d'investissement. Néanmoins, cette tendance à surpayer ne semble pas structurelle, mais essentiellement conjoncturelle. Dans le cadre de l'analyse de la première « bulle » des opérations à effet de levier fin des années 1980, la situation a été finalement similaire, avec les mêmes écarts de conduite, mais qui ont fini par se résoudre (Kaplan (1989a,b)). Si les différentes observations et analyses accréditent de manière plus forte l'existence d'une bulle spéculative sur la période 2005-2007, cette observation n'est pas pertinente sur l'ensemble de la période analysée. Ce n'est donc pas l'approche globale des fonds d'investissement qui doit être « mise en cause », mais uniquement les tendances hasardeuses des dernières années. Il apparaît également de manière claire que si l'effet de levier est un des facteurs les plus importants impactant la valorisation des opérations et le TRI des fonds d'investissement, il semble aussi commander une hausse des multiples ou des primes de contrôle payées lors des acquisitions de la période 2005-2007.

*LEVIER FINANCIER, GOUVERNANCE
ET FOND D'INVESTISSEMENTS :
ANALYSES ET RÉFLEXIONS*

L'impact de l'effet de levier sur les transactions LBO n'est pas une surprise en soi, il s'agit d'une tautologie, c'est l'analyse de l'impact additionnel par rapport « à la moyenne » qui rend les observations ci-devant intéressantes. En représentant les données des graphiques 1 et 2 sur un seul et même graphique, la relation entre le niveau moyen des multiples payés dans les opérations initiées par les fonds d'investissement semble assez évidente (graphique 5). Cette analyse reste cependant relativement simpliste car elle ne se base que sur des moyennes annuelles et ne permet pas de tirer des conclusions précises.

Graphique 5 Levier financier et multiple moyen des opérations de fusion-acquisition initiées par les fonds d'investissement en Europe entre 2001 et 2008

Évolution du levier financier moyen et du multiple de valorisation entre les transactions initiées par des fonds d'investissements entre 2001 et 2008



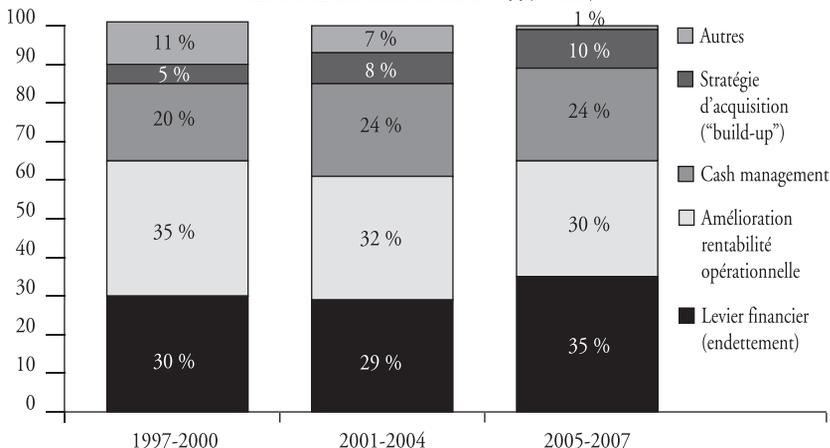
Source : Thomson Financial, Dealogic

En reprenant les données de différentes opérations de LBO analysées précédemment sur la période 1998-2007, la décomposition du TRI de chacune des transactions permet d'expliquer les différents leviers (graphique 6). Il apparaît assez clairement que la contribution de l'endettement, qui a été la plus importante pendant toute la période 2005-2007, est en ligne avec les résultats obtenus précédemment. Autre phénomène intéressant, l'importance croissante dans le TRI moyen des opérations d'acquisitions de sociétés ayant la même activité (le *build-up*), tendance peu présente dans les années antérieures¹⁶.

195

Graphique 6 Décomposition du TRI des fonds de LBO (1997-2007)

Décomposition de l'impact des différents leviers de création de valeur sur le TRI des fonds de LBO : 1997 - 2007



Le concept de l'effet de levier, élément vertueux du modèle des LBO, semble être pris en porte-à-faux sur les dernières années et contribuer de manière positive à une bulle spéculative financière. Une des raisons de ce changement se trouve dans les modifications du marché de la dette sur les dernières années : l'apparition des crédits syndiqués. Altman (2007) estime que les émissions obligataires des entreprises représentent un tiers des montants de crédits syndiqués octroyés par les banques en 2006, alors que le même ratio était de 5 à 1 environ en faveur des émissions obligataires en 2000, tout en sachant par ailleurs que le montant des dettes mises sur le marché au total (obligations et crédit syndiqué) a plus que doublé entre 2001 et 2007.

Le concept même des crédits syndiqués est de partager les risques entre les prêteurs. Pour autant, ce système nourrit fortement des coûts d'agences entre les prêteurs et les actionnaires emprunteurs. En effet, du moment que les risques de faillite sont partagés entre les prêteurs et ne sont pas supportés par une seule banque, les incitations pour l'analyse et la sélection des dossiers de LBO sont grandement diminuées dès l'origination¹⁷. Le vrai risque de ce nouveau modèle d'origination et de distribution des emprunts LBO est notamment de se retrouver dans une situation de « sélection adverse » type Stiglitz - Weiss¹⁸. En effet, dans la mesure où l'exposition de chacune des banques par rapport aux dettes LBO n'est pas connue par les marchés financiers, une crise de faillite des LBO pourrait donc engendrer une crise de défiance générale et prolonger les déboires d'un marché des crédits déjà très fortement perturbé par la crise actuelle. Le risque est donc une prime « d'incertitude » sur les crédits octroyés en général.

À cet effet de changement de modèle se rajoutent des effets structurels, avec l'affluence sans précédent de liquidité sur les marchés de la dette, ce qui a eu pour effet de faire baisser les primes de risque sur l'endettement (*spreads*) et un affaiblissement global des garanties et conditions (*covenants*) exigées par les banques sur la période 2005-2007. Même si pour le moment aucune faillite spectaculaire des opérations de LBO n'est à déplorer, la hausse de l'endettement dans les opérations de LBO entre la période 2005 et 2007 n'est pas sans rappeler les moments avant l'éclatement de la bulle spéculative des LBO aux États-Unis fin des années 1980 et début des années 1990. Il ne reste qu'à faire le lien avec l'utilisation des *collateralized loan obligations* dans le cadre du refinancement des banques prêteuses entre elles sur les emprunts LBO, pour être au cœur même de la machine infernale qui a été à l'origine de la crise financière actuelle¹⁹.

Différentes études pointent du doigt l'utilisation d'un levier financier différent entre fonds de LBO et acquéreurs stratégiques, à l'intérieur d'un même secteur et ce pour des entreprises de maturité similaire, de

même que les sociétés cotées sont généralement moins endettées que les sociétés privées²⁰. Comme constaté partiellement dans l'étude sur les primes de contrôle, l'utilisation inégale de l'effet de levier se concrétise dans des situations où des acquéreurs avec peu de synergies mais un effet de levier important offrent des valorisations plus élevées que les acquéreurs avec beaucoup de synergies et peu d'effet de levier.

Cependant, pour contrer cet effet, les entreprises cotées disposent de deux outils puissants : (1) la possibilité d'offrir des actions en guise de rémunération aux actionnaires de la cible et (2) les synergies opérationnelles²¹. Même si la réalisation *ex post* effective des synergies prévues *ex ante* est plus que sujet à discussion, les anticipations de synergies *ex ante* restent clés dans la capacité à réaliser des opérations de M&A menées par des acquéreurs stratégiques. Avec l'émergence de plus en plus forte de fonds d'investissement poursuivant des stratégies de *build-up* (graphique 6), dans le futur, les acquéreurs stratégiques devront prendre en compte cette nouvelle double nature des fonds d'investissements.

Cette situation peut poser un véritable défi aux dirigeants d'entreprises cotées en termes de gouvernance. En effet, les offres « simples », sans synergies, risquent d'être repoussées par les dirigeants et les actionnaires, ces derniers préférant mettre la direction existante sous pression pour la mise en place d'une partie des actions proposées par l'acquéreur LBO et notamment ajuster l'effet de levier (avec distribution exceptionnelle aux actionnaires par la suite). Un conseil d'administration, fort de sa responsabilité fiduciaire, pourrait refuser l'offre de fonds LBO tout en respectant l'intérêt des actionnaires, en se fondant sur la présomption que les solutions préconisées par le fonds d'investissement peuvent être mise en place en interne. L'acquéreur qui accepte de payer le prix le plus fort pour acquérir une société est-il le mieux placé pour exploiter au mieux les actifs opérationnels de l'entreprise ? À l'avenir, le rôle de l'endettement dans la valorisation devrait également être analysé par un conseil d'administration dans l'examen des offres reçues, afin d'appréhender la situation au mieux et sous tous les angles possibles.

L'activisme des fonds d'investissement sur la dernière décennie a culminé durant la période 2005-2007 dans des niveaux d'activité jamais atteints auparavant. Cette même période a été aussi l'objet d'une bulle financière et spéculative de la part des fonds d'investissement en termes de valorisation des opérations. Ce n'est pas pour autant le modèle global et le rôle des fonds d'investissement qui doit être mis en cause en général, mais simplement la situation excessive des trois dernières années. Sur le long terme, le comportement des fonds d'investissement reste tout à fait rationnel par rapport à leurs propres logiques de fonctionnement. Ainsi,

la hausse des multiples de transactions ou des primes de contrôle lors d'OPA, si elle traduit une tendance à « surpayer » sur les dernières années, ne reflète pas une situation structurelle, mais conjoncturelle. Plus que l'appétit vorace des fonds d'investissement, c'est l'émergence de nouveaux modèles de distribution de l'endettement et l'utilisation de produits structurés qui, du fait des problèmes d'agences et des risques de sélection adverse, a contribué à la bulle spéculative née lors des trois dernières années. Finalement, il ne faut pas oublier que la hausse du prix des actifs sur le marché des fusions-acquisitions a également contribué lors des dernières années au succès mais aussi à l'activisme des fonds d'investissement.

Les fonds d'investissement ont probablement encore de beaux jours devant eux, pour autant que les marchés du crédit reviennent à la normale. Comme évoqué précédemment, d'aucuns pourraient considérer que la déductibilité des intérêts financiers octroie une sorte « d'aide cachée » de la part de l'État pour l'enrichissement d'actionnaires privés. Avant de tirer à « boulets rouges » sur les fonds d'investissement en général, cet argumentaire mériterait une analyse plus approfondie en termes de rôle des sociétés sous LBO dans l'économie française et de leur contribution aux Finances de l'État de manière générale. D'autre part, il ne faut pas oublier que les fonds d'investissement seront probablement amenés à jouer un rôle important dans la transmission des sociétés, un des prochains défis de la France et de l'Europe à l'aube du *papy boom*.

S'il existe un élément qui risque de sonner le glas des fonds d'investissement, c'est probablement la prise de conscience de leur rôle dans l'économie et un certain abandon de leur part de la culture du secret, comme la cotation de Blackstone en Bourse. Habités à négocier sous le couvert de l'anonymat et sans le contrôle des autorités de marché, le mode de fonctionnement des fonds d'investissement pourra-t-il survivre à un tel changement ?

NOTES

1. Blair et Litan (1990).
2. Armour et Cheffins (2007).
3. Wright, Renneboog, Simons et Scholes (2006).
4. On pensera par exemple à l'acquisition de Converteam auprès d'Alstom par Barclays Private Equity.
5. Participation de l'équipe de direction à la réussite de l'opération de LBO à travers un intéressement au TRI de l'opération.

6. Gomper et Lerner (1999).
7. Notamment Blair et Litan (1990), Kaplan (1989b), Guo, Hotchkiss et Song (2008).
8. Étude réalisée par l'auteur. L'étude est réalisée en comparant le prix de transaction initial de l'acquisition par rapport à la valorisation lors de la cession (LBO secondaire ou tertiaire, éventuellement IPO) et en essayant d'identifier les leviers de création de valeur à travers l'utilisation d'une analyse de régression multifactorielle. Les résultats présentés dans le tableau ci-dessous sont la synthèse des résultats de cette analyse. La définition précise des différentes variables testées et retenues ainsi que les tests statistiques exhaustifs sont disponibles auprès de l'auteur sur demande. Les résultats sont statistiquement pertinents à un niveau de confiance de 10 %.
9. Par souci de cohérence et comparabilité, n'ont été retenues que des transactions avec des multiples positifs mais inférieurs à 15 fois l'EBITDA. L'échantillon des transactions a été défini de manière à le rendre le plus proche possible du poids des différents secteurs d'activité dans l'indice.
10. Cette étude est fondée sur l'analyse des facteurs explicatifs des multiples de valorisation (Harbula (2007)).
11. *A contrario*, Harbula (2007) ne trouve qu'une faible corrélation positive (non-linéaire) entre le niveau de l'endettement et les multiples boursiers.
12. Étude statistique menée par l'auteur sur un échantillon de 500 transactions en France, Allemagne et Grande-Bretagne d'une taille supérieure à 50 M€. L'analyse des facteurs explicatifs a été réalisée par le biais d'une analyse de régression multifactorielle. Les résultats présentés dans le tableau ci-dessous sont la synthèse des résultats de cette analyse. La définition précise des différentes variables testées et retenues ainsi que les tests statistiques exhaustifs sont disponibles auprès de l'auteur sur demande. Les résultats sont statistiquement pertinents à un niveau de confiance de 10 %.
13. Évolution du coefficient de détermination (R2 ajusté) dans le temps suivant l'analyse du tableau 3.
14. Grossman et Hart (1980) : théorie sur les prises de contrôle et *the free rider problem*.
15. Étude menée par l'auteur. L'hypothèse que les résultats sont influencés par la composition des échantillons et les spécificités sectorielles des entreprises rachetées a été rejetée après analyses statistiques.
16. À noter que les opérations de *build-up* représentent moins de 15 % des transactions analysées.
17. Acharya, Franks et Servaes (2007).
18. Stiglitz et Weiss (1981) analysent les cas de sélection adverse et de rationnement de crédit en raison de l'asymétrie d'information.
19. Acharya, Franks et Servaes (2007).
20. Amihud, Lev et Nickolaos (1990).
21. Économies d'échelles, économie de coûts fixes, rationalisation des structures de production, synergies de revenus, etc.

BIBLIOGRAPHIE

- ALTMAN E. (2007), « Global Debt Markets in 2007: New Paradigm or the Great Credit Bubble? » *Journal of Applied Corporate Finance*, 19 (3).
- AMIHUD Y., LEV B. et NICKOLAOS, T. (1990), « Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisition » *Journal of Finance*, 45.
- ARMOUR J. et CHEFFINS B. (2007), « The Eclipse of Private Equity ». European Corporate Governance Institute Working Paper.
- ACHARYA V., FRANKS J. et SERVAES H (2007), « Private Equity : Boom or Bust ? ». *Journal of Applied Corporate Finance*, 19 (4).

- BLAIR M. et LITAN R. (1990), « Corporate leverage and leveraged buyouts in the eighties », in Shoven J., Waldfogel J. (eds.): *Debt, Taxes and Corporate Restructuring*. Brookings, New York.
- BRUNNER R. (2002), « Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision Maker ». *Journal of Applied Corporate Finance*, 48.
- GOMPER P. et LERNER J. (1999), « An Analysis of Compensation in the U.S. Venture Capital Partnership ». *Journal of Financial Economics*, vol. 51(1), January.
- GROSSMAN J. et HART O. (1980), « Takeover Bids and the Free Riding Problem and the Theory of the Corporation ». *Bell Journal of Economics*, vol. 11.
- GUO S., HOTCHKISS E. et SONG W. (2008), « Do Buyouts (still) Create Value? » Document de travail non publié, disponible sur www.ssrn.com.
- HARBULA P. (2007), « Multiples de valorisation : une approche approfondie ». *Analyse Financière*, 2007, 25.
- JENSEN M. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Governance and Takeovers ». *American Economic Review*, vol. 76.
- JENSEN M. (1989) : « Eclipse of the Public Corporation » *Harvard Business Review*, (Sept.-Oct. 1989).
- JENSEN M. et MECKLING W. (1976), « The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure ». *Journal of Financial Economics*, vol. 3.
- KAPLAN S.N. (1989a), « Campeau's Acquisition of Federated: Value Destroyed or Value Added ». *Journal of Financial Economics*, pp. 191-212, December.
- KAPLAN S.N. (1989b), « The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value ». *Journal of Financial Economics*, vol. 24, pp. 217-254.
- KAPLAN S.N. (1989c), « Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value ». *Journal of Finance*, vol. 44, n°3, pp. 611-632.
- STIGLITZ J. et WEISS A. (1981), « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information ». *American Economic Review*, vol. 71.
- WEIR C., LANG D. et WRIGHT M. (2004), « Public to Private Takeovers and the Market for Corporate Control », University of Nottingham, document de travail disponible sur www.ssrn.com.
- WRIGHT M., RENNEBOOG L., SIMONS T. et SCHOLLES L. (2006), « Leveraged Buyouts in the UK and Continental Europe: Retrospect and Prospects ». *Journal of Applied Corporate Finance*, 18 (3).
- WRIGHT M. et NIKOSKELAINEN E. (2005), « The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Value Increase in Leveraged Buyouts ». Document de travail disponible sur www.ssrn.com.
- Rapport annuel sur l'activité du capital investissement en France. AFIC - Étude PriceWaterhouseCoopers, éditions 2001 à 2007.
- La fiche thématique du Capital Investissement, AFIC - Deloitte, mars 2005, février 2007, mai 2007.
- 2007 Preliminary European Activity Figures, European Venture Capital Association (EVCA).
- European Investment Benchmarks Study - European Private Equity Performance 2007, EVCA.
- Compte rendu de l'étude Accuracy - CF News. Entreprises et fonds : liaisons dangereuses ou fructueuses ? Présenté le 13 février 2008 dans les Salons Boffrand de la présidence du Sénat.