

Les rachats à effet de levier : montages financiers risqués ou opportunités de développement pour les entreprises ?

Le marché des rachats à effet de levier (LBO, *leveraged buy-out*) s'est beaucoup développé ces dernières années, porté par un coût du capital historiquement bas. La hausse récente des taux d'intérêt pourrait cependant dégrader la qualité des LBO existants. Ces montages financiers complexes reposent en effet sur la maximisation de l'effet de levier en finançant le rachat d'entreprises par un volume élevé de dette. Les LBO ont des effets controversés sur la performance des entreprises et leur santé financière. L'analyse des données d'endettement bancaire d'entreprises sous LBO et de leurs pairs conclut à une hausse de l'endettement bancaire et du risque de crédit des entreprises sous LBO. Cette dégradation de leur santé financière appelle à la vigilance des prêteurs et des régulateurs dans le contexte actuel de taux d'intérêt plus élevés.

Lucille COLLET
Direction de la Stabilité financière
Service d'Évaluation des risques
et des Vulnérabilités financières

Codes JEL
G34, G32

3 300 milliards de dollars

Le montant des actifs sous gestion de LBO dans le monde en 2023

+ 44%

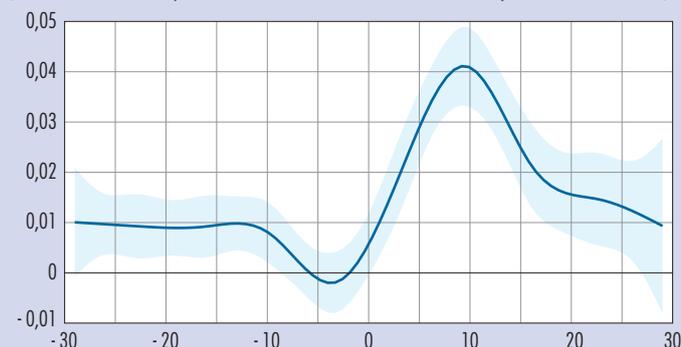
En moyenne, la probabilité de défaut des entreprises européennes sous LBO est 44% plus élevée que celle de leurs pairs un an après le LBO

+ 35%

En moyenne, le taux de croissance de la dette des entreprises européennes sous LBO est 35% plus élevé que celui de leurs pairs un an après le LBO

Évolution lissée du taux de croissance de l'endettement bancaire des sociétés non financières autour d'une opération de LBO

(en abscisse : temps en mois; en ordonnée : taux moyen mensuel en%)



Lecture : L'axe horizontal indique le nombre de mois écoulés avant (valeurs négatives) et après (valeurs positives) l'opération. La zone bleu clair matérialise un intervalle de confiance à 95% : elle traduit la marge d'incertitude statistique autour de la moyenne estimée.

Note : LBO, *leveraged buy-out* ou rachat par effet de levier (rachat d'entreprise par recours à un endettement élevé).

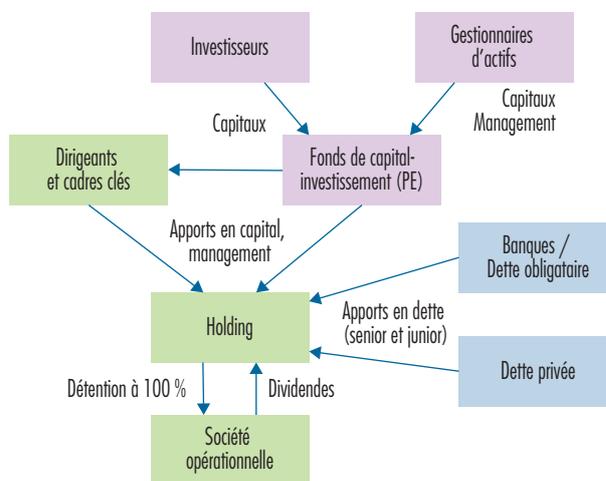
Sources : Eurosysteme (base AnaCredit) ; calculs de l'autrice.

1 Le LBO, un financement complexe par la dette

Le LBO repose sur un montage financier complexe

Les *leveraged buy-out* (LBO), ou rachats à effet de levier, sont des opérations de rachat d'entreprises financées par la dette. Les LBO consistent en des montages financiers complexes qui permettent de maximiser le contrôle par l'acquéreur en minimisant l'investissement. L'acheteur, souvent un fonds de capital-investissement (mais pas uniquement), crée un véhicule, ou holding, dont il détient la majorité du capital. Cette holding acquiert ensuite l'entreprise cible en utilisant des prêts contractés auprès de banques (dette usuellement dite senior), de fonds de dette privée, ainsi que de la dette obligataire (dette usuellement dite junior). La dette contractée par la holding est plus ou moins risquée. Le LBO est caractérisé par le recours intensif à la dette, avec des emprunts qui représentent généralement entre 60 % et 90 % du financement du rachat (Kaplan et Strömberg, 2009). Les charges financières de la dette sont remboursées par les dividendes versés par l'entreprise cible (cf. schéma 1). Le LBO devient profitable lorsque les dividendes excèdent le coût du capital emprunté. L'effet de levier est donc central pour assurer la rentabilité du montage du point de vue de l'investisseur, qui n'a mobilisé que les fonds propres nécessaires à la constitution de la holding. Plus la part de la dette est importante dans le financement du rachat, plus l'investisseur bénéficie de l'effet de levier, dans la limite de la capacité de la cible à dégager suffisamment de dividendes pour honorer la charge de cette dette. Le LBO permet également aux investisseurs de bénéficier d'un effet de levier fiscal : la holding peut en effet déduire de l'impôt sur les sociétés les intérêts de l'emprunt. À la fin du cycle d'investissement, les entreprises sous gestion sont revendues soit au moyen d'une introduction en bourse (14 % des sorties en moyenne en Europe entre 2013 et 2023), soit d'un rachat par une entreprise (42 %), soit d'un rachat par un autre fonds de capital-investissement (*private equity* [PE], 43 % – PitchBook, 2023).

S1 Acteurs et interactions dans un LBO



Note : LBO, *leveraged buy-out* ou rachat (d'entreprise) par effet de levier ; PE, *private equity* ou capital-investissement.
Source : Autrice.

Les LBO apparaissent dans les années 1970, alors que les conflits entre actionnaires et gestionnaires d'entreprises font débat aux États-Unis. Les actionnaires s'inquiètent d'une dilution de leur pouvoir sur l'entreprise, sous l'effet de la multiplication du nombre d'actionnaires, du recours accru à des gestionnaires qui siègent en leur nom aux conseils d'administration et de conflits d'intérêts des dirigeants d'entreprises. Dans le cadre de ces problèmes d'aléa moral¹, le LBO permet de réaligner les intérêts des actionnaires sur ceux des dirigeants : les niveaux élevés de remboursements imposent à l'entreprise de dégager une rentabilité supplémentaire. Et, lorsque les dirigeants sont associés en tant qu'investisseurs au LBO (opération appelée *management buy-out*), ils sont incités à réduire le poids de la dette pour augmenter la valeur de leur capital. Le LBO renforcerait donc les incitations de l'entreprise à maximiser sa valeur, ce qui aligne également ses intérêts sur ceux des prêteurs, banques ou détenteurs d'obligations (Barron Baskin et Miranti, 1997). Le LBO représente bien, à sa création, une innovation financière (et non managériale) qui permet d'améliorer l'efficacité de l'entreprise du point de vue de l'actionnaire.

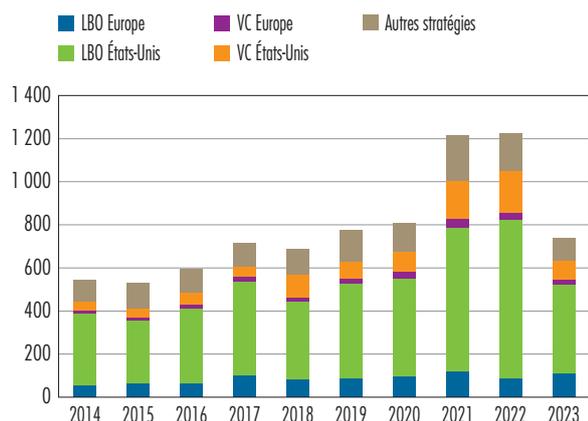
¹ L'aléa moral désigne une situation où une asymétrie d'information ou une protection permet à un agent économique d'adopter un comportement plus risqué (ou moins vertueux) que s'il devait supporter les conséquences de son comportement, au détriment d'une autre partie.

Les LBO représentent aujourd’hui la majorité du financement en capital-investissement en Europe

Depuis le début des années 2010, les LBO ont bénéficié d’un regain d’intérêt et ont porté la croissance des actifs sous gestion des fonds de capital-investissement (cf. graphique 1). La baisse du coût du capital liée aux politiques monétaires non conventionnelles ainsi que les rendements attendus plus élevés du PE ont permis un afflux de capitaux vers cette classe d’actifs. En effet, pour les fonds mis en place entre 2010 et 2020, le rendement moyen du PE est plus élevé de 6,97 points de pourcentage que l’indice Morningstar Global, qui couvre le marché mondial des actions cotées. Les LBO représentent 73 % des actifs sous gestion de fonds de PE en Europe², contre 50% des fonds de PE états-unis, et 46% dans le monde en 2022 (Banque de France, 2023), soit 850 milliards de dollars d’actifs sous gestion (2016 milliards de dollars aux États-Unis, 3 300 dans le monde). Cependant, cette estimation ne prend pas en compte les LBO dans lesquels l’entreprise acheteuse est une entreprise non financière (et non un fonds de capital-investissement). Le poids réel des LBO dans le financement des entreprises est donc plus élevé, mais difficile à quantifier précisément.

G1 Part des LBO dans les levées de fonds de capital-investissement

(en milliards de dollars)



Champ : États-Unis et Europe.

Note : LBO, *leveraged buy-out* ou rachat par effet de levier ;

VC, *venture capital* ou capital risque.

Source : Pitchbook.

La hausse des taux d’intérêt entamée en 2022 a toutefois mis fin à un environnement de financement jusque-là propice au PE. Les dépréciations d’actifs et la moindre liquidité des marchés ont incité les gestionnaires d’actifs à repousser les liquidations de fonds de capital-investissement et les investisseurs à réduire leurs investissements. Les LBO dépendant de l’effet de levier, la remontée des taux d’intérêt constitue un frein à leur développement.

2 Les LBO, source de valeur ou de risque pour l’économie réelle ?

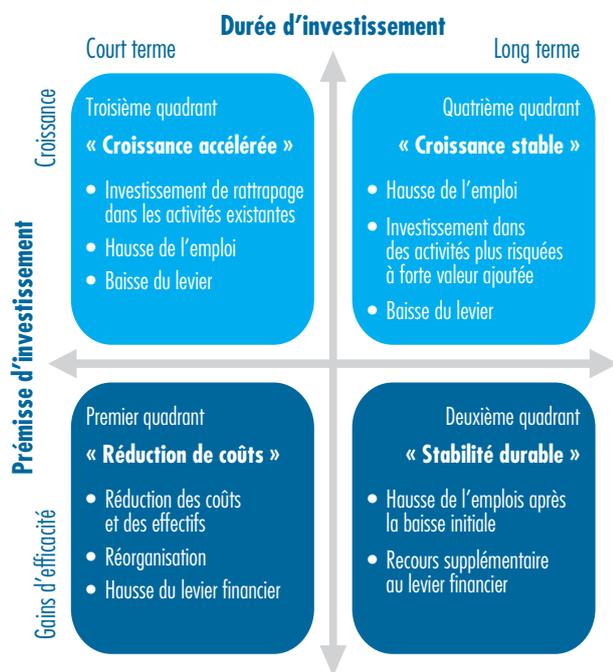
Les effets des LBO sur la gestion opérationnelle des entreprises

Comme le succès d’un LBO repose sur la capacité de l’entreprise cible à générer des dividendes, le fonds gérant est conduit à modifier la gestion de l’entreprise pour en augmenter la valeur. La création de valeur par le fonds est généralement attribuée à deux facteurs : des améliorations opérationnelles ou le changement de structure de capital et le recours à l’effet de levier au sein de l’entreprise (à distinguer de l’effet de levier dans la holding). Un fonds d’investissement peut cependant choisir l’une ou l’autre de ces stratégies, et tous les fonds n’ont pas le même comportement. Au contraire, le choix de stratégies de croissance peut être un facteur différenciant et de surperformance pour les fonds (cf. schéma 2) [Acharya *et al.*, 2013].

La diversité des stratégies déployées par les fonds et le manque d’analyses exhaustives du marché suscitent des débats riches dans la littérature académique sur les effets des LBO sur les entreprises cibles. Le capital-investissement permettrait de retrouver une agilité managériale qui facilite le repositionnement stratégique des entreprises, en particulier pour celles qui étaient anciennement cotées (Acharya *et al.*, 2013 ; Boucly *et al.*, 2011 ; Bergström *et al.*, 2007). À l’inverse, d’autres analyses soutiennent que les fonds tirent la valeur de leur placement en limitant les investissements (surtout en recherche et développement) et en réduisant les coûts, y compris salariaux. Les LBO n’auraient pas d’effet sur la performance opérationnelle et ont

² Europe désigne ici la zone géographique, Royaume-Uni compris, et non l’Union européenne.

S2 Types de rachats, stratégies et délais



Source : Gilligan et Wright, 2020.

tendance à entraîner une hausse de l'endettement des entreprises (Cohn *et al.*, 2014 ; Guo *et al.*, 2011 ; Leslie et Oyer, 2008 ; Ayash et Schütt, 2016). C'est la question de l'extraction d'une rente, plutôt que de la création de valeur, qui se joue dans ces visions différentes, et de savoir si le rendement supplémentaire dégagé par le LBO est le résultat d'une stratégie pérenne ou qui fragilise l'entreprise en l'endettant (Gilligan et Wright, 2020).

Risque pour les entreprises ou risque pour les investisseurs ?

Si les stratégies de LBO reposent sur une hausse de l'endettement de l'entreprise cible, et que cet endettement n'est pas justifié par des investissements de nature à renforcer sa valeur, son risque de crédit peut augmenter à terme. Les LBO impliquant des fonds de capital-investissement représentent une part limitée des financements des

entreprises et du système financier dans son ensemble, soit 0,48% de la totalité des actifs du système financier européen (Banque de France, 2023). Les LBO existent également dans d'autres cadres, comme les opérations de fusion-acquisition. Faute de données disponibles, ces derniers ne sont pas pris en compte dans cette analyse, mais ils contribuent bien à l'empreinte des LBO sur le système financier.

Le marché des LBO est triplement concentré. D'abord, parce que les fonds de capital-investissement sont dirigés sur quelques secteurs uniquement. Le secteur des technologies de l'information et de la communication atteint 33% de l'ensemble des transactions en valeur en 2022, contre 17,9% pour les biens et services de consommation et 17,5% pour les biens et services aux entreprises (Invest Europe, 2023). Ensuite, parce que les actifs sous gestion sont concentrés sur quelques fonds de capital-investissement : 15% des actifs sous gestion en 2022 dans le monde étaient détenus par trois sociétés de gestion. Enfin, parce que les investisseurs dans ces fonds présentent des profils peu diversifiés : 27% d'entre eux sont des fonds de pension, 19% des fonds de fonds. Autrement dit, les LBO peuvent concentrer le risque de crédit, compte tenu de la faible diversité des acteurs impliqués, qu'il s'agisse des entreprises cibles ou des investisseurs.

En cas de faillites importantes dues à des conditions macrofinancières défavorables pour un ou plusieurs secteurs d'activité, le débouclage des positions de levier³ pourrait non seulement engendrer des pertes pour les investisseurs et les prêteurs, mais aussi affaiblir les principaux gestionnaires d'actifs. Les différents niveaux d'exposition des intermédiaires financiers systémiques, comme prêteurs et investisseurs dans les fonds de capital-investissement et de dette privée ou comme prêteurs aux entreprises, pourraient se matérialiser en parallèle et se renforcer mutuellement. L'effet serait potentiellement procyclique pour les intermédiaires financiers les plus exposés aux LBO et à un retournement macrofinancier.

³ Le débouclage des positions de levier désigne une situation dans laquelle des investisseurs ou des entreprises qui avaient emprunté pour investir sont obligés de vendre rapidement leurs actifs ou de rembourser leurs dettes dans des conditions défavorables.

3 Les LBO induisent une hausse de l'endettement des entreprises cibles

Évaluer l'effet des LBO sur les entreprises malgré des données parcellaires

L'évaluation de l'effet des LBO sur les entreprises cibles implique d'abord d'identifier les entreprises sous LBO, ce que seules les données commerciales permettent de réaliser,

mais elles ne sont pas exhaustives. Dans cet article, les entreprises sous LBO étudiées sont européennes, avec un LBO intervenu à partir du mois de septembre 2018⁴, sans critère de taille ou de secteur. Elles sont identifiées à partir des bases de données commerciales Eikon et Orbis, qui ont permis de constituer un échantillon de 383 entreprises. Le manque de données sur la valorisation des transactions de LBO (dans l'échantillon et dans l'ensemble du marché des LBO) empêche d'estimer sa représentativité.

ENCADRÉ

Analyse de l'effet du LBO sur la structure de capital de l'entreprise, son chiffre d'affaires et la probabilité de défaut estimée par les banques

L'analyse de l'effet du LBO sur ces variables repose sur la méthode des doubles différences. La variable explicative principale est une variable indicatrice (*dummy*) de valeur 1 dès le moment où l'entreprise concernée fait l'objet d'un LBO. Chaque mois, et pour chaque entreprise, le modèle reçoit des effets fixes pour tenir compte des variables non observables associées à ces dimensions et « démoynner » la variable dépendante. Les caractéristiques financières de l'entreprise (hausse du chiffre d'affaires et de l'endettement bancaire sur la période passée) et ses conditions de financement (hausse du taux d'intérêt sur la période passée) servent de variables de contrôle. Formellement, la relation estimée s'écrit :

$$Y_{it} = \alpha_t + \delta_i + \beta_1 LBO_{it} + \gamma X_{it} + \epsilon_{it}$$

(*i*, entreprise cible ; *t*, mois d'observation des variables)

La méthode des doubles différences nécessite également un groupe de contrôle constitué d'entreprises qui n'ont pas fait l'objet d'un LBO, mais dont la probabilité que cela advienne est identique à celle des entreprises de l'échantillon (compte tenu de leurs caractéristiques de taille, de secteur d'activité et de situation géographique). Le groupe de contrôle réunit 337 entreprises sélectionnées par appariement d'après leur score de propension à faire l'objet d'un LBO (cf. graphique en annexe).

L'échantillon se compose de 720 entreprises entre septembre 2018 et juillet 2023, dont 383 impliquées dans un LBO au cours de la période. La sélection des entreprises ne dépend pas de leur survie au cours de la période, ce qui réduit les risques de biais dans l'échantillon. L'échantillon comprend en majorité des entreprises françaises (dont 31 % objet d'un LBO), italiennes (34 %) et allemandes (17 %) – cf. tableau A1.a en annexe. Les secteurs de l'information et de la communication (11,5 %), de l'industrie (37,1 %), du commerce et de la consommation discrétionnaire¹ (16,4 %) et des activités spécialisées (11,6 %) forment également la majorité de l'échantillon (cf. tableau A1.b). Enfin, elles sont majoritairement de taille moyenne (47 %) ou grande (28 %) – cf. tableau A1.c. La méthode d'appariement à partir du score de propension à faire l'objet d'un LBO permet d'obtenir un groupe de contrôle aux caractéristiques de pays, secteur et taille homogènes. Toutefois, les entreprises du groupe de traitement et du groupe de contrôle diffèrent dans leurs caractéristiques financières au début de la période. Les entreprises qui feront l'objet d'un LBO au cours de la période présentent un niveau d'endettement moyen supérieur à celui des entreprises du groupe de contrôle. Leur chiffre d'affaires et leur taille de bilan sont également plus élevés (cf. tableau A2). La probabilité de défaut moyenne estimée par les banques dans AnaCredit est cependant moins élevée pour les entreprises qui feront l'objet d'un LBO que pour le groupe de contrôle. Les entreprises qui entreront dans un LBO sont donc plus endettées, mais avec un risque de crédit moins grand en moyenne.

¹ Cf. biens et services caractérisés comme non essentiels.

⁴ Date choisie pour des raisons de disponibilité des données AnaCredit.

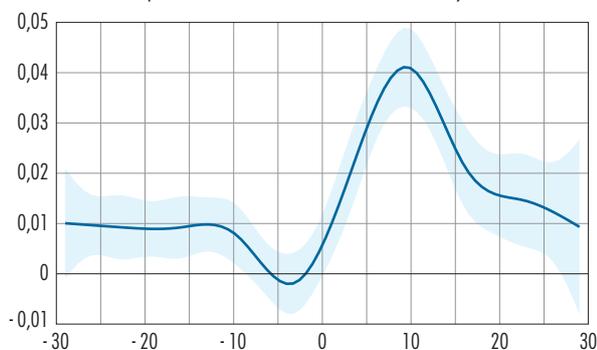
Les données du registre de crédit européen AnaCredit⁵ apportent un suivi mensuel des crédits bancaires accordés à ces entreprises. Issues de déclarations contrat par contrat, elles permettent non seulement d'évaluer l'endettement bancaire des entreprises, mais aussi d'estimer l'effet d'un changement d'actionnariat sur la structure de leur capital, de leur chiffre d'affaires et de la probabilité de défaut estimée par les banques (cf. encadré *supra*).

Les LBO augmentent l'endettement bancaire et le risque de crédit des entreprises

Faire l'objet d'un LBO a un effet significatif à la hausse sur l'endettement bancaire de l'entreprise. D'un mois sur l'autre, il s'accroît en moyenne de 2,54 points de pourcentage (pp) – cf. tableau A3 en annexe. Un an après le LBO, le taux d'endettement bancaire des entreprises visées est 35 % plus élevé que celui de leurs pairs.

G2 Évolution lissée du taux de croissance mensuel moyen de l'endettement bancaire des sociétés non financières autour d'une opération de LBO

(en abscisse : temps en mois ; en ordonnée : taux moyen mensuel en %)



Lecture : L'axe horizontal indique le temps écoulé avant (valeurs négatives) et après (valeurs positives) l'opération. La courbe bleue représente la tendance moyenne du taux de croissance mensuel de l'endettement bancaire sur l'échantillon étudié. Elle est estimée selon la méthode Loess de lissage localisé à partir d'un nuage de points (*locally estimated scatterplot smoothing*). La zone bleu clair qui suit la courbe matérialise un intervalle de confiance à 95% autour de la moyenne estimée. Elle traduit la marge d'incertitude statistique associée à l'estimation locale.

Note : LBO, *leveraged buy-out* ou rachat par effet de levier (rachat d'entreprise par recours à un endettement élevé).

Sources : Eurosystem (base AnaCredit) ; calculs de l'auteur.

Faire l'objet d'un LBO apparaît donc comme le principal facteur d'endettement. Comparativement, une augmentation de taux d'intérêt de 1 pp sur la période qui précède n'a pas d'effet significatif sur le taux de croissance de l'endettement de l'entreprise (cf. tableau A3). Le LBO augmente donc le recours au levier bancaire dans l'entreprise et son effet dans le temps est visible sur le taux de croissance de l'endettement (cf. graphique 2). Ainsi, le taux de croissance moyen de l'endettement des entreprises, modéré avant LBO, augmente une fois l'investissement réalisé.

L'effet sur l'activité est difficile à estimer

Les données de l'étude ne permettent pas de mettre en évidence un effet significatif du LBO sur l'évolution du chiffre d'affaires de l'entreprise ; l'absence d'un tel effet pourrait s'expliquer par trois hypothèses :

- l'entreprise ne modifie pas son exploitation (dans l'objectif d'améliorer son résultat net) et recourt à l'effet de levier uniquement pour augmenter sa rentabilité (Cohn *et al.*, 2014) ;
- l'entreprise effectue des changements opérationnels pour améliorer son résultat net, mais agit par réduction de coûts et non par stratégie de croissance d'activité (Muscarella et Vetsuypens, 1990) ;
- l'entreprise suit une stratégie de croissance qui repose sur des investissements de long terme, mais leurs effets ne sont pas visibles à moyen terme, qu'il s'agisse de hausse de productivité (Lichtenberg et Siegel, 1990 ; Amess, 2003 ; Harris *et al.*, 2005) ou de développement de nouveaux produits (Wright *et al.*, 1992 ; Bruining et Wright, 2002 ; Zahra, 1996).

Les banques estiment que les LBO augmentent le risque de crédit

Faire l'objet d'un LBO a un effet significatif à la hausse de la probabilité de défaut des entreprises déclarée par les banques. Les entreprises cibles voient en effet leur

⁵ Ce registre recense mensuellement, au niveau du contrat, les instruments de crédit accordés en Europe par des banques ou par des institutions délivrant des crédits et dont les actifs sous gestion sont supérieurs à 30 milliards d'euros. La profondeur historique des données est cependant limitée, et remonte à septembre 2018.

probabilité de défaut augmenter de 3,07 pp d'un mois sur l'autre après leur rachat. Un an après le LBO, elle est 44% plus élevée que celle de leurs pairs. Le LBO a donc une répercussion visible sur le taux de croissance de la probabilité de défaut, qui augmente sensiblement dès sa mise en œuvre (cf. graphique 3). Les LBO dégradent la santé financière des entreprises, même s'il est difficile d'évaluer leurs effets sur la soutenabilité des stratégies opérationnelles. Selon Ayash et Rastad (2021), la hausse de la probabilité de défaut sous l'effet des LBO concorde avec celle de la probabilité de faillite, estimée à 18%.

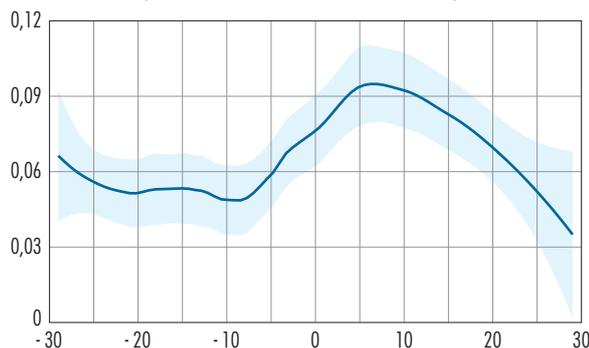
Dans l'échantillon d'étude, la probabilité de défaut médiane⁶ des entreprises ayant fait l'objet d'un LBO est donc plus élevée que celle de leurs pairs, alors qu'elle était proche de la probabilité de défaut médiane des entreprises du groupe de contrôle avant le LBO. Les LBO peuvent donc avoir un effet immédiat sur la qualité des portefeuilles des banques prêteuses, par le biais des prêts destinés au rachat des entreprises cibles. En effet, 41% de la dette des entreprises sous LBO un an après l'investissement est assortie d'une probabilité de défaut équivalent

à une notation BB+/Ba1, contre 19% pour les entreprises du groupe de contrôle (cf. graphique 4). Les entreprises sous LBO présentent donc un risque de crédit sensiblement plus élevé, mais également plus dispersé.

L'estimation des niveaux totaux d'endettement associés aux LBO est difficile, la majorité de la dette se trouvant dans la holding d'acquisition. Comme le LBO génère un haut volume de dette pour la holding, il est important que l'entreprise cible soit en bonne santé financière. Un risque de faillite de cette dernière met en péril l'ensemble du montage, qui relève d'une stratégie par nature très risquée. Estimer de manière exhaustive la dette associée aux LBO, sous toutes ses formes (dette bancaire, dette privée, et dette obligataire) et à tous les niveaux du montage (entreprise et holding), est donc nécessaire pour évaluer le risque financier attendant.

G3 Évolution lissée du taux de croissance de la probabilité de défaut des entreprises estimée par les banques autour d'une opération de LBO

(en abscisse : temps en mois ; en ordonnée : taux moyen mensuel en %)



Lecture : L'axe horizontal indique le temps écoulé avant (valeurs négatives) et après (valeurs positives) l'opération. La courbe bleue représente la tendance moyenne du taux de croissance mensuel de la probabilité de défaut sur l'échantillon étudié. Méthode de lissage Loess et intervalle de confiance à 95% (cf. graphique 2).

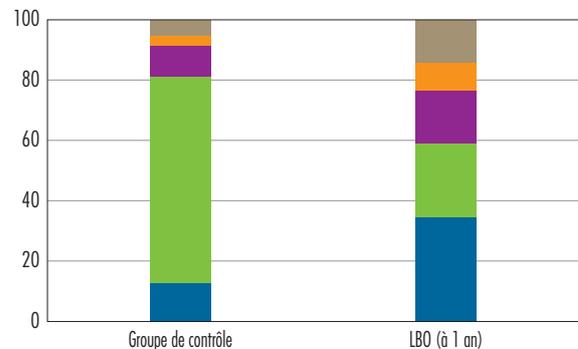
Note : LBO, *leveraged buy-out* ou rachat par effet de levier (rachat d'entreprise par recours à un endettement élevé).

Sources : Eurosystem (base AnaCredit) ; calculs de l'auteurice.

G4 Échelons de probabilité de défaut estimée par les banques pour les entreprises sous LBO et leurs pairs

(en %)

■ Échelon 2 ($\leq 0,10$) ■ Échelon 4 ($> 0,40$ et ≤ 1) ■ Échelon 6 ($> 1,5$)
■ Échelon 3 ($> 0,10$ et $\leq 0,40$) ■ Échelon 5 (> 1 et $\leq 1,5$)



Note : Le dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystem (*Eurosystem credit assessment framework*, ECAF) considère qu'une probabilité de défaut sur un horizon d'un an inférieure ou égale à 0,10% équivaut à une évaluation de la qualité du crédit au niveau 2 (haute qualité) de l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystem, sous réserve d'un réexamen régulier.

Ensuite, les intervalles successifs à 0,40%, 1% et 1,50% correspondent aux échelons 3, 4 et 5. Les deux derniers équivalent à une notation *high yield* (BB+/Ba1 ou moins) : qualité de crédit faible, et donc rendement élevé en contrepartie du risque.

Le groupe de contrôle désigne l'ensemble constitué d'entreprises qui ne sont pas placées sous LBO aux caractéristiques similaires.

Il fournit une référence comparative pour l'échantillon étudié d'entreprises objet de LBO.

Sources : Eurosystem (base AnaCredit) ; estimations de l'auteurice.

⁶ La médiane est la valeur qui partage une distribution en deux parties égales.

**

L'étude démontre une montée de l'endettement bancaire des entreprises objet d'une opération de LBO, par comparaison avec leurs pairs. Sans invalider l'hypothèse d'un effet favorable des LBO sur leur performance opérationnelle,

la hausse de la probabilité de défaut associée aux LBO marque une dégradation de la santé financière de ces entreprises. Si la part du capital-investissement reste limitée dans le financement des entreprises en France, le développement des LBO pourrait amplifier leur endettement et leur risque de crédit.

Bibliographie

Banque centrale européenne (2006)

ECB Monthly Bulletin, n° 12, décembre, p. 41-43.

[Télécharger le document](#)

Acharya (V. V.), Gottschalg (O. F.), Hahn (M.)
et Kehoe (C.) (2013)

« Corporate governance and value creation: Evidence from private equity », *The Review of Financial Studies*, vol. 26, n° 2, février, p. 368-402.

Amess (K.) (2003)

« The effect of management buyouts on firm-level technical inefficiency: Evidence from a panel of UK machinery and equipment manufacturers », *Journal of Industrial Economics*, vol. 51, n° 1, mars, p. 35-44.

Ayash (B.) et Rastad (M.) (2021)

« Leveraged buyouts and financial distress », *Finance Research Letters*, vol. 38(C), janvier.

Ayash (B.) et Schütt (H.) (2016)

« Does going private add value through operating improvements? », *Journal of Corporate Finance*, vol. 40, février 2016, p. 192-215.

Banque de France (2023)

Évaluation des risques du système financier français – Juin 2023, juin.

[Télécharger le document](#)

Barron Baskin (J.) et Miranti (P. J.) (1997)

A History of Corporate Finance, Cambridge University Press.

Bergström (C.), Grubb (M.) et Jonsson (S.) (2007)

« The operating impact of buyouts in Sweden: A study of value creation », *The Journal of Private Equity*, vol. 11, n° 1, Winter, p. 22-39.

Boucly (Q.), Sraer (D.) et Thesmar (D.) (2011)

« Growth LBOs », *Journal of Financial Economics*, vol. 102, n° 2, novembre, p. 432-453.

Bruining (H.) et Wright (M.) (2002)

« Entrepreneurial orientation in management buy-outs and the contribution of venture capital », *Venture Capital*, vol. 4, n° 2, novembre, p. 147-168.

Cohn (J. B.), Mills (L. F.) et Towery (E. M.) (2014)

« The evolution of capital structure and operating performance after leveraged buyouts: Evidence from U.S. corporate tax returns », *Journal of Financial Economics*, vol. 111, n° 2, février, p. 469-494.

Gilligan (J.) et Wright (M.) (2020)

Private Equity Demystified: An Explanatory Guide, Oxford University Press, novembre.

Guo (S.), Hotchkiss (E. S.) et Song (W.) (2011)

« Do buyouts (still) create value? », *The Journal of Finance*, vol. 66, n° 2, mars, p. 479-517.

Harris (R. I.), Siegel (D. S.) et Wright (M.) (2005)

« Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: Plant-level evidence from the United Kingdom », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 87, n° 1, février, p. 148-153.

Invest Europe (2023)

Investing in Europe: Private Equity Activity 2022, mai

Kaplan (N.) et Strömberg (P.) (2009)

« Leveraged buyouts and private equity », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, Winter, p. 121-146.

Leslie (P.) et Oyer (P.) (2008)

« Managerial incentives and value creation: Evidence from private equity », *NBER Working Paper Series*, w14331, National Bureau of Economic Research, septembre.

Lichtenberg (F. R.) et Siegel (D.) (1990)

« The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 1, septembre, p. 165-194.

Muscarella (C. J.) et Vetsuypens (M. R.) (1990)

« Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs », *Journal of Finance*, vol. 45, n° 5, décembre, p. 1389-1413.

PitchBook (2023)

European PE Breakdown. Q2 2023, juillet.

Wright (M.), Thompson (S.) et Robbie (K.) (1992)

« Venture capital and management-led, leveraged buy-outs: A European perspective », *Journal of Business Venturing*, vol. 7, n° 1, janvier, p. 47-71.

Zahra (S.) (1996)

« Governance, ownership, and corporate entrepreneurship: The moderating impact of industry technological opportunities », *The Academy of Management Journal*, vol. 39, n° 6, décembre, p. 1713-1735.

Annexe

Statistiques descriptives et tables de régression

TA1 Caractéristiques démographiques des entreprises de l'échantillon d'étude

(en %)

a) Répartition des entreprises par pays

	Groupe de traitement (LBO)	Groupe de contrôle
Belgique	1,3	2,1
Suisse	0,3	0,3
Allemagne	17,3	15,7
Danemark	0,0	0,9
Espagne	6,0	5,6
Finlande	2,4	3,0
France	31,0	31,2
Royaume-Uni	0,8	0,0
Grèce	0,3	0,0
Irlande	0,3	0,3
Italie	33,9	35,0
Pays-Bas	6,0	4,5
Norvège	0,3	1,2
Suède	0,3	0,3

b) Répartition des entreprises par secteur

	Groupe de traitement (LBO)	Groupe de contrôle
Activités financières et d'assurance	6,0	2,7
Activités immobilières	1,6	2,1
Activités spécialisées, scientifiques et techniques	11,7	12,5
Administration publique, enseignement, santé	0,3	0,3
Agriculture	0,3	0,3
Autres activités de services	0,5	0,6
Commerce, transport, hébergement et restauration	16,4	14,5
Industrie manufacturière, extractive et autres	37,1	37,1
Information et communication	11,5	13,6
Autres	14,6	16,3

c) Répartition des entreprises par taille

	Groupe de traitement (LBO)	Groupe de contrôle
Microentreprises	6	7
Petites entreprises	18	25
Moyennes entreprises	47	40
Grandes entreprises	28	28

Notes : Classification par taille fondée sur les recommandations de la Commission européenne.

Microentreprise : < 10 employés, ≤ 2 millions d'euros de chiffre d'affaires annuel ; petite entreprise : < 50 employés, ≤ 10 millions d'euros ; moyenne entreprise : < 250 employés, ≤ 50 millions d'euros ; grande entreprise : valeurs au-delà.

Le groupe de contrôle désigne l'ensemble constitué d'entreprises qui ne sont pas placées sous LBO. Il fournit une référence comparative pour l'échantillon étudié d'entreprises objet de LBO.

Sources : Euroystème (base AnaCredit), Reuters (base Eikon) ; calculs de l'autrice.

TA2 Caractéristiques financières des entreprises de l'échantillon d'étude, en septembre 2018

(endettement, chiffre d'affaires, taille du bilan en milliers d'euros ; probabilité de défaut en%)

	Endettement		Chiffre d'affaires		Taille du bilan		Probabilité de défaut	
	LBO	Contrôle	LBO	Contrôle	LBO	Contrôle	LBO	Contrôle
Minimum	0,1	0,9	0	0	0	0	0	0
Premier quartile	673,4	67,9	7 279 358	977 500	6 352,1	901,9	0	0
Médiane	2 801,7	246,8	19 655 905	3 592 500	19 058	3 237	0,28	0,41
Moyenne	22 862,3	3 603,8	105 760 465	30 540 278	267 983,4	58 591,2	2,22	5,84
Troisième quartile	109 66,2	1 263,6	43 384 500	14 387 906	58 356	11 242	0,75	1,90
Maximum	1 136 000	531 786,5	366 337,9	2 140 000	21 669 429	7 900 368	100	100
N/A	-	-	105	106	119	112	-	-

Notes : « LBO » pour groupe de traitement LBO, « Contrôle » pour groupe de contrôle. N/A : valeur non disponible.

Les quartiles sont les valeurs qui partagent une distribution en quatre parties égales. La médiane la partage en deux parties égales.

Sources : Eurosystem (base AnaCredit), Reuters (base Eikon) ; calculs de l'autrice.

TA3 Tables de régression sur l'échantillon d'étude

(coefficients de régression)

	Croissance du chiffre d'affaires	Croissance de l'endettement	Croissance de la probabilité de défaut	Croissance du chiffre d'affaires	Croissance de l'endettement	Croissance de la probabilité de défaut
LBO	0,044 (0,0247)	1,472*** (0,258)	1,908** (0,637)	- 0,041 (0,032)	2,542*** (0,507)	3,072** (1,017)
Croissance de l'endettement (t-1)	0,001 (0,0005)	-	0,0561 (0,0329)	0,001 (0,001)	-	0,054 (0,037)
Croissance du chiffre d'affaires (t-1)	-	0,115 (0,059)	-	-	0,0831 (0,057)	-
Croissance du taux d'intérêt (t-1)	-	0,049 (0,035)	-	-	0,044 (0,040)	-
Effets fixes date	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes firme	Non	Non	Non	Oui	Oui	Oui
Erreurs standards clusterisées	Par date	Par date	Par date	Par date et firme	Par date et firme	Par date et firme
Observations	32 925	32 032	28 306	32 925	32 032	28 306
R ²	0,082	0,008	0,011	0,111	0,042	0,034

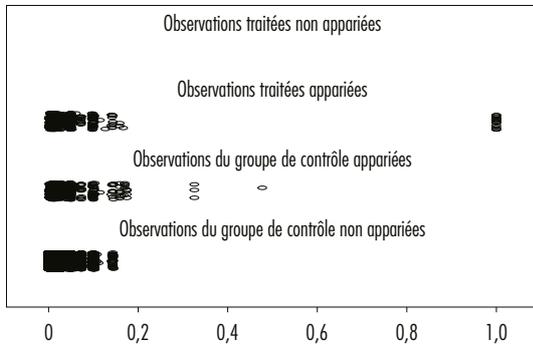
Lecture : Ce tableau présente l'effet estimé de plusieurs facteurs (dont celui de faire l'objet d'un LBO) sur la croissance du chiffre d'affaires, de l'endettement et de la probabilité de défaut des entreprises. Les coefficients indiquent la direction et l'intensité de chaque effet

Notes : Correspondance des significativités statistiques (seuils de signification) :

*** p-valeur proche de 0, ** p-valeur < 0,1 %, * p-valeur < 1 %, (sans astérisque) p-valeur < 5 %.

Source : Estimations de l'autrice.

GA Distribution des scores de propension des entreprises à faire l'objet d'un LBO



Champ : Entreprises du groupe de traitement LBO et entreprises du groupe de contrôle.

Lecture : Le score de propension correspond à la probabilité conditionnelle de faire l'objet d'un LBO, pondérée par la présence des covariables (caractéristiques financières et démographiques des entreprises). Ce score de propension est donc compris entre 0 et 1.

Source : Estimations de l'autrice.

Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Didier Névonnic

Directeur de la publication

Claude Piot

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Céline Mistretta-Belna

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://www.banque-france.fr/fr/alertes/abonnements>

