



Jean-Michel BRETON
jeanmichel.breton@gmail.com

La Performance Boursière des RLBOs

Sous la direction de M. Ulrich HEGE

Majeure Finance
Promotion 2008

Table des matières

REMERCIEMENTS.....	4
RESUME	5
INTRODUCTION.....	6
I. LE MARCHÉ DU LBO EN EUROPE	11
A. L'EXPLOSION DU MODELE LBO.....	11
<i>i. Le Royaume-Uni, pionnier en Europe.....</i>	<i>11</i>
<i>ii. La professionnalisation du secteur accélère la croissance du modèle LBO en Europe</i>	<i>12</i>
B. LES ORIGINES DU SUCCES	13
<i>i. Un contexte économique favorable.....</i>	<i>13</i>
<i>ii. Une abondance de capitaux propres.....</i>	<i>15</i>
<i>iii. Des cibles nombreuses.....</i>	<i>16</i>
<i>iv. Un modèle de gouvernance plébiscité.....</i>	<i>17</i>
C. LA FIN DU MODELE LBO ?.....	18
<i>i. Une dette en crise</i>	<i>18</i>
<i>ii. Le modèle LBO reste solide et efficace.....</i>	<i>20</i>
II. METHODOLOGIE	22
A. DEMARCHE DE LA RECHERCHE	22
<i>i. Une décennie pour deux marchés</i>	<i>22</i>
<i>ii. La difficile identification des RLBOs</i>	<i>23</i>
<i>iii. Présentation des principales données utilisées</i>	<i>25</i>
B. DESCRIPTION DE L'ECHANTILLON OBTENU.....	26
<i>i. Une répartition géographique et temporelle déséquilibrée.....</i>	<i>26</i>
<i>ii. Analyse de la répartition sectorielle</i>	<i>29</i>
III. LA PERFORMANCE DES RLBOs EST-ELLE MEILLEURE QUE CELLE DES AUTRES SOCIETES INTRODUITES EN BOURSE ?	32
A. PRECISIONS SUR LA METHODOLOGIE UTILISEE.....	32
B. LES PERFORMANCES DES INTRODUCTIONS EN BOURSE SUR LE PREMIER JOUR DE COTATION	33
<i>i. La décote d'introduction en bourse</i>	<i>33</i>
<i>ii. Le problème de l'asymétrie d'informations</i>	<i>34</i>
<i>iii. Le jeu de l'offre et de la demande</i>	<i>35</i>
<i>iv. L'effet sélectif de la dette</i>	<i>37</i>
<i>v. Des résultats manipulés ?.....</i>	<i>38</i>
<i>vi. Conclusion</i>	<i>39</i>
C. LA SURPERFORMANCE PERSISTE-T-ELLE SUR PLUS LONGUE PERIODE ?.....	40
<i>i. Analyse des principaux résultats obtenus.....</i>	<i>40</i>
<i>ii. Des sociétés comparativement meilleures</i>	<i>42</i>
<i>iii. Les acquisitions soutiennent les performances.....</i>	<i>42</i>
<i>iv. Conclusion</i>	<i>43</i>
D. LA TAILLE IMPACTE-T-ELLE LA PERFORMANCE DES SOCIETES INTRODUITES EN BOURSE ? 43	
<i>i. Présentation des principaux résultats obtenus</i>	<i>43</i>

ii.	<i>Une absence de corrélation déjà mise en évidence pour les RLBOs.....</i>	45
iii.	<i>Le lien entre taille et performance pour les sociétés « classiques »</i>	45
iv.	<i>Conclusion.....</i>	46
IV.	COMMENT EXPLIQUER LA PERFORMANCE DES RLBOs ?.....	48
A.	L'ABSENCE DE CORRELATION A COURT TERME	48
B.	LA DETTE ACCELERE LA PERFORMANCE BOURSIERE A LONG TERME.....	49
C.	LE CONTROLE DU FONDS NUIT AUX PERFORMANCES A LONG TERME DES RLBOs	51
	CONCLUSION	53
	BIBLIOGRAPHIE	55
	ANNEXES.....	57

Remerciements

Je souhaite remercier M. Ulrich HEGE, professeur de finance à HEC Paris, pour ses conseils avisés dans la conduite de ce travail de recherche.

Je tiens également à remercier mes camarades Henri ANGELO et Guillaume MALLÉN pour l'aide qu'ils m'ont apporté et les conseils qu'ils ont su me donner tout au long de la rédaction de ce mémoire de recherche.

Je remercie aussi le personnel du Centre de Documentation de l'AMF pour la qualité de son accueil.

Enfin, je profite de cette page pour adresser un remerciement tout particulier à Thibault LECLERC pour son aide si précieuse dans le travail ô combien délicat de collection des prospectus d'introduction en bourse.

Résumé

Nous étudions dans ce mémoire la performance boursière des sociétés introduites en bourse entre 1995 et 2004 en Europe. En moyenne, les RLBOs dégagent une performance à court, moyen et long terme non seulement supérieure à celle du marché mais aussi à celles des autres sociétés faisant l'objet d'une introduction en bourse. Cette surperformance tend à se réduire progressivement au fil du temps. Nous expliquons en partie cette surperformance par le recours plus fréquent à un endettement important qui permet d'améliorer significativement les performances des RLBOs alors que la part du capital restée aux mains du fonds de LBO après l'introduction en bourse a un impact négatif sur la performance des RLBOs sur le long terme.

Introduction

La crise des « subprimes » intervenue au cours de l'été 2007 a profondément remis en cause les innovations financières apparues ces dernières années et notamment le développement considérable des mécanismes de dette. Les banques sont ainsi pointées du doigt par certains analystes comme source de la crise des subprimes pour avoir favorisé le développement à outrance de la titrisation qui leur a permis de se « débarrasser » d'un important stock de dettes accordé dans des conditions privilégiées à des acteurs dont le niveau de risque a sans doute été sous-estimé pour le bien (ou le malheur) de tous. Une partie non négligeable de ces dettes a pour contrepartie les fonds de LBO (Leveraged BuyOut). Les opérations de rachat d'entreprises avec effet de levier se sont en effet démultipliées ces dernières années pour atteindre un pic au premier semestre de l'année 2007 avec des niveaux de valorisation et de levier records. Ainsi, en avril 2007, KKR annonçait le rachat pour près de 16 milliards d'euros de l'entreprise pharmaceutique britannique Alliance Boots qui reste à ce jour le plus gros LBO réalisé en Europe. Trois mois plus tard, en pleine crise des subprimes, les banques rencontraient les pires difficultés pour revendre les 9 milliards de livre sterling de titres de dettes qu'elles avaient accordé à KKR. Dans le même temps, le fonds Terra Firma, qui avait annoncé le rachat du groupe d'édition musicale EMI pour la somme de 3,4 milliards de livres sterling, ne parvenait pas à se procurer les 1,5 milliards de livres sterling de dettes nécessaires pour finaliser l'acquisition. Il faut dire qu'avec un ratio dette / EBITDA proche de 10, les banques sont devenues extrêmement réticentes à prêter des sommes conséquentes. Cette crise a aussi mis un terme aux espoirs de certains fonds de « déboucler » leurs montages LBO, il existe en effet plusieurs façons de sortir d'un LBO : la première consiste à revendre la société à un autre fonds qui recréera un LBO (on parle alors de « LBO secondaire » voire même de « LBO tertiaire »), la seconde se traduit par la vente de la société à un acteur industriel (dans 30% des cas), et enfin la troisième consiste à introduire cette société sur le marché (dans 31% des cas). Le rachat par un autre fonds de LBO est aujourd'hui exclu en raison de la très grande difficulté des fonds à se procurer de la dette auprès des banques. De même, les processus d'introduction en bourse ont été stoppés en raison des mauvaises conditions de marché consécutives à la crise des subprimes qui a considérablement réduit les niveaux de valorisations des sociétés cotées. Pourtant, la période 2004 – 2007 avait vu l'explosion du nombre de transactions de LBO. Certains fonds de LBO avaient même été critiqués pendant ces « années folles » pour leur attitude spéculative

consistant à racheter avec effet de levier des sociétés pour les revendre à peine un an plus tard en réalisant une confortable plus-value sans pour autant avoir réellement restructuré ces sociétés.

Ces pratiques s'écartent en effet du principe même du LBO dont la performance économique ne réside pas tant dans l'effet de levier et les économies fiscales dégagées que dans l'amélioration globale des performances de l'entreprise permise par le travail d'une équipe de management motivée par un fort intéressement au résultat. Or une équipe de management peut-elle réellement transformer une entreprise en l'espace de seulement quelques mois ? C'est la principale critique formulée à l'encontre des fonds de LBO accusés de devenir des spéculateurs plus que de vrais investisseurs. De même, on s'aperçoit que de plus en plus de recapitalisations de LBO sont nécessaires pour éviter de dépasser les covenants fixés par les banques à l'image une nouvelle fois des difficultés rencontrées par le fonds Terra Firma avec son LBO sur l'éditeur de musique EMI ou tout simplement pour éviter la faillite. Nous ne pouvons cependant pas nous étonner de constater que, malgré ces critiques, les introductions en bourse de LBO rencontrent de beaux succès comme en atteste la récente introduction de Bureau Veritas, sursouscrit plus de dix fois par les investisseurs institutionnels en pleine tempête des subprimes. De même, un an plus tôt, Wendel introduisait avec succès un autre LBO, Legrand, sursouscrit plus de six fois par les particuliers.

L'exemple de Legrand est caractéristique de ce que les anglo-saxons ont appelé les Reverse Leveraged Buy-Outs (RLBOs). Coté à la bourse de Paris jusqu'en 2002, l'échec de son projet de fusion avec Schneider incite les fonds Wendel Investissement et KKR à déposer une offre de 3,6 milliards d'euros pour s'offrir l'électricien français. Legrand est ensuite retiré de la cotation par ses deux actionnaires majoritaires en 2003. En avril 2006, après un peu plus de trois ans de LBO, Legrand revient avec succès à la Bourse de Paris. Nous pouvons ainsi définir un RLBO comme un LBO réintroduit en bourse, il faut donc que la société qui a fait l'objet d'un LBO ait été par le passé cotée. Pour ce travail de recherche, nous reprenons la définition élargie formulée par Mian et Rosenfeld (1993) qui considèrent que les filiales de groupes cotés ayant fait l'objet d'un LBO et introduites en bourse par la suite peuvent aussi être assimilées à des RLBOs. Les « RLBOs purs » sont en effet rares sur la période que nous avons étudié pour deux raisons principales. Premièrement, le développement des premiers LBOs s'est surtout concentré sur les sociétés contrôlées par un actionnaire majoritaire, c'est-à-dire soit des sociétés non cotées et souvent détenues par

l'actionnaire fondateur et/ou sa famille, soit des filiales de grands groupes. La raison est simple, il était plus facile et plus rapide de s'emparer d'une société contrôlée par un actionnaire majoritaire car il suffisait de négocier avec une seule partie. De plus, le rachat d'une société cotée est souvent plus cher que le rachat d'une société non cotée car il faut payer une prime relativement importante pour convaincre l'ensemble des actionnaires alors que parallèlement le risque d'exécution est beaucoup plus élevé. Il a donc fallu attendre le développement d'une industrie spécifique animée par des fonds de LBO disposant de capitaux plus importants pour voir se généraliser les opérations de LBO sur des sociétés cotées. Ensuite, contrairement aux Etats-Unis, le développement des marchés financiers en Europe et notamment en France reste relativement récent ce qui explique que peu de sociétés cotées aient fait l'objet d'un LBO sur la période 1995 – 2004, le nombre de cibles potentielles était bien plus important dans l'univers du non coté que dans celui du coté.

Nous sommes donc face à un paradoxe : d'un côté, les fonds de LBO sont de plus en plus critiqués pour leurs méthodes et les niveaux de leviers toujours plus élevés qu'ils utilisent, de l'autre les investisseurs plébiscitent ces mêmes sociétés qui ont fait l'objet d'un ou plusieurs LBOs et reviennent ensuite en bourse. L'incroyable développement du marché du LBO aux Etats-Unis et en Europe depuis les années 1970 s'est accompagné d'un nombre croissant d'études et d'articles de recherche. La performance des RLBOs a en particulier été largement discutée par plusieurs études notamment Holthausen et Larcker (1996) qui, avec un échantillon de 90 RLBOs introduits entre 1983 et 1988, soulignent que les RLBOs surperforment leurs pairs le premier jour de cotation et les quatre années qui suivent. Cette surperformance est à la fois boursière et comptable et s'explique en partie par une meilleure gestion de certains agrégats tels que les dépenses d'investissement et le besoin en fonds de roulement. Ils notent cependant que cette surperformance a tendance à se dissiper sur le long terme.

Mian et Rosenfeld (1993) arrivent aux mêmes conclusions avec un échantillon de 85 RLBOs pris sur la même période. Ils justifient cette surperformance par les acquisitions dont sont plus fréquemment l'objet les RLBOs que les autres sociétés, notamment parce que c'est la technique la plus utilisée par les fonds pour sortir une société du marché (vente du bloc restant à un autre fonds). Plus récemment, Cao et Lerner (2006) montrent avec un échantillon de 496 RLBOs pris sur une période beaucoup plus longue (1980-2002) que ces derniers surperforment le marché et leurs pairs. De plus, ils avancent qu'il n'y a pas de preuve de détérioration de cette surperformance sur longue période et ajoutent que le niveau de levier

n'a pas d'impact significatif sur la performance des RLBOs. Pour Muscarella et Vetsuypens (1990), cette surperformance est avant tout liée aux profonds changements organisationnels institués par les fonds qui permettent d'améliorer significativement les résultats opérationnels des sociétés sous LBO. Degeorge et Zeckhauser (1993) expliquent cette surperformance avec un échantillon de 62 RLBOs introduits entre 1983 et 1987 et révèlent que les performances économiques des RLBOs l'année précédant leur introduction sont supérieures à celles des autres sociétés de l'échantillon témoin et correspondent la plupart du temps à leur pic de performance. Les fonds et les managers de RLBOs semblent toujours choisir le bon moment pour s'introduire sur le marché, raison pour laquelle les RLBOs ont tendance à décevoir sur le long terme même s'ils ne parviennent pas à prouver que leur performance est inférieure à celle du marché.

Pour Chou, Goh, Gombola et Liu (2002), les managers manipulent les performances économiques des RLBOs l'année précédant leur introduction en bourse afin de maximiser leur retour sur investissement. Jalilvand et Switzer (2002) montrent également que les fonds choisissent toujours le bon moment pour introduire les RLBOs. En revanche, le prestige du fonds de LBO à l'origine de l'introduction n'a aucun impact sur la surperformance des RLBOs ce qui vient en partie contredire les conclusions de Cao et Lerner (2006).

Si les RLBOs ont fait l'objet de nombreuses études et de quantité d'articles de recherche depuis le début des années 1990, il est étonnant de constater que toutes ces études empiriques ont été basées sur l'étude du marché américain. Il n'existe en effet à notre connaissance quasiment pas d'article de recherche sur la performance des RLBOs en Europe. Bien que le marché du LBO en Europe soit beaucoup moins mature et développé qu'il ne l'est aux Etats-Unis, il nous est apparu intéressant de l'étudier. En effet, nous pouvons nous demander si cette surperformance des RLBOs aux Etats-Unis est un phénomène local ou s'il est généralisable à l'ensemble des régions du monde et donc caractéristique du modèle LBO. Nous tenterons par ailleurs d'expliquer cette surperformance à la lumière des études réalisées aux Etats-Unis en mettant tout particulièrement l'accent sur un potentiel effet taille et sur l'impact du levier de la dette sur les performances des RLBOs. Cao et Lerner (2006) ont étudié ces deux critères sur leur échantillon de 496 RLBOs américains sans pour autant être en mesure d'apporter la preuve de l'existence d'une relation entre le niveau du levier de la dette ou la taille (mesurée par la capitalisation boursière) d'un RLBO et sa performance boursière.

Enfin, il nous semble intéressant d'étudier deux autres facteurs qui sont susceptibles d'avoir une influence sur la performance financière des RLBOs : le temps passé par une société sous le « traitement de choc » du LBO et la part du capital offerte par le fonds aux investisseurs. Intuitivement, nous pourrions être en mesure de supposer que plus une société reste longtemps sous LBO et plus les transformations opérationnelles et organisationnelles mises en place par le fonds vont produire leurs effets. Nous sommes donc en droit de nous attendre à une surperformance des RLBOs restés longtemps sous LBO. De même, nous pouvons faire l'hypothèse en vertu de la théorie du signal qu'il existe une corrélation négative entre la part du capital cédée par le fonds de LBO et la performance boursière du RLBO. En effet, si un fonds garde une part importante du capital du RLBO, cela signifie qu'il pense que sa société reste sous-évaluée compte tenu des conditions de marché et qu'il espère sans doute céder le reste du capital à un meilleur prix ultérieurement. Cette décision constitue un signal positif pour le marché qui accordera sans doute une décote d'introduction plus faible au RLBO en question d'où une performance le premier jour de cotation plus faible que pour les autres RLBOs mais une performance plus élevée sur le long terme puisque la société semble sous-évaluée.

Après avoir dressé un rapide état des lieux du marché du LBO en Europe, nous présenterons la méthodologie adoptée dans notre étude empirique. Notre troisième partie sera consacrée à l'étude des performances boursières des RLBOs et la comparaison avec celles des sociétés « classiques ». Nous étudierons ensuite plus en détail les performances des RLBOs pour tenter de les expliquer à la lumière des quatre facteurs exposés ci-avant. Enfin, notre cinquième et dernière partie conclura ce travail de recherche.

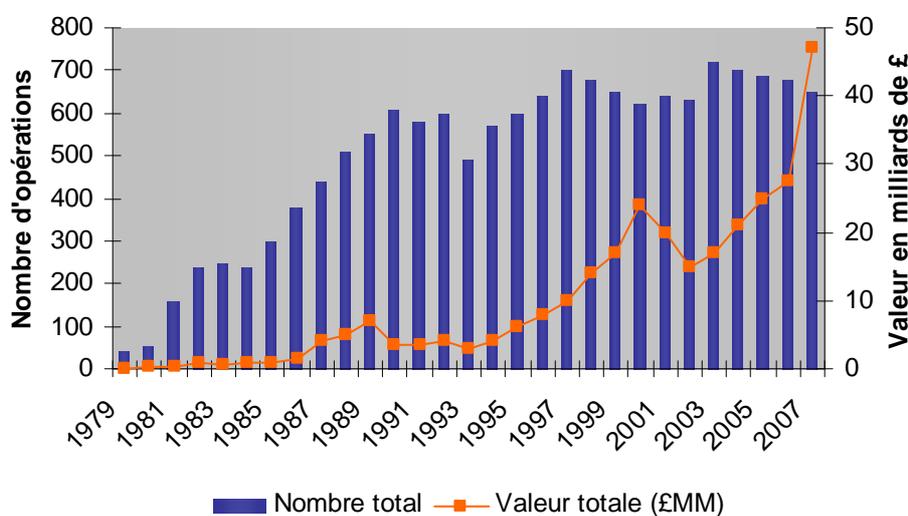
I. Le marché du LBO en Europe

a. L'explosion du modèle LBO

i. Le Royaume-Uni, pionnier en Europe

Si les premiers montages LBO sont apparus aux Etats-Unis au milieu des années 1960, il faut attendre la fin des années 1970 pour voir apparaître les premiers LBOs au Royaume-Uni et le début des années 1980 pour qu'ils débarquent en Europe Continentale. Les Etats-Unis ont en effet fait figure de pionnier lorsqu'en 1964 Rollins Inc. a racheté Orkin Exterminating Company sous les conseils avisés de deux banquiers de Bear Stearns : Henry Kravis et Jerome Kohlberg. Ce montage a été rendu possible grâce à une législation moins contraignante qu'en Europe et une culture du crédit beaucoup plus affirmée aux Etats-Unis qu'en Europe. Il faut ainsi attendre la fin des années 1970 – début des années 1980 et la grande vague des dérèglementations pour voir apparaître les premiers LBOs en Europe.

Graphique 1 : Evolution des opérations de LBO au Royaume-Uni depuis 1979



Source: Centre for Management Buy-Out Research (CMBOR)

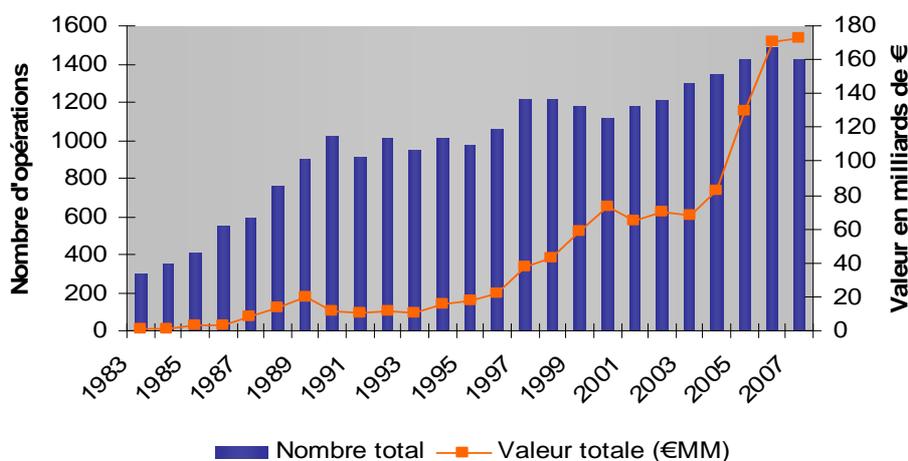
Comme le montre le graphique 1, les premiers LBOs apparus au Royaume-Uni au début des années 1980 concernaient principalement des sociétés de petite taille car si le nombre d'opération de LBO a rapidement augmenté au début des années 1980, le montant total des opérations est resté relativement faible jusqu'à la fin des années 1980. Nous pouvons d'ailleurs remarquer deux tendances très distinctes : jusqu'au milieu des années 1990, la

croissance du marché du LBO est largement soutenue par la forte augmentation du nombre d'opérations qui passe d'un peu moins de 200 par an en 1981 à près de 600 opérations par an en 1995. Après 1995, la croissance du marché du LBO est majoritairement alimentée par l'augmentation de la taille moyenne des opérations.

ii. La professionnalisation du secteur accélère la croissance du modèle LBO en Europe

Entre 1995 et 2007, le montant annuel des opérations de LBO réalisées au Royaume-Uni a en effet été multiplié par 9 alors que dans le même temps le nombre d'opérations effectués n'est passé que de 600 à 650. Nous pouvons enfin noter que la valeur totale annuelle des opérations de LBO est fortement corrélée aux cycles des marchés financiers avec trois pics en 1989, 2000 et 2007 qui correspondent aussi à des pics boursiers. Cela s'explique principalement par deux raisons : premièrement, la proportion de P2P¹ a fortement augmenté depuis le début des années 1980 ce qui tend à expliquer l'existence de cette corrélation ; ensuite, la « professionnalisation » du secteur, provoquée par l'apparition de fonds spécifiquement dédiés aux opérations de LBO et par l'activisme de plus en plus prononcé des grandes banques de financement et d'investissement, a favorisé l'alignement des niveaux de valorisation des opérations de LBO sur ceux de l'univers du coté. Ainsi, en 2007, les fonds de LBO ont contribué à près d'un quart du total des opérations de fusion-acquisition dans le monde, ce chiffre monte à un tiers aux Etats-Unis.

Graphique 2 : Evolution des opérations de LBO en Europe depuis 1983



Source: Centre for Management Buy-Out Research (CMBOR)

¹ Public to Private : opération de LBO qui consiste à racheter la totalité des actions d'une société cotée pour ensuite la retirer du marché.

On retrouve au niveau européen les mêmes tendances que celles observées au Royaume-Uni avec une forte croissance de la taille moyenne des opérations à partir du milieu des années 1990. On note cependant que le ralentissement de la croissance du nombre d'opérations réalisées chaque année est beaucoup moins prononcé qu'au Royaume-Uni ce qui semble indiquer que le marché du LBO britannique est proche de la maturité. Le Centre for Management Buy-Out Research (CMBOR) a recensé au total 1436 transactions en 2007 pour une valeur globale de 171,4 milliards d'euros soit 119 millions d'euros en moyenne par opération de LBO en Europe en 2007. Ce montant reste bien en deçà des niveaux moyens observés aux Etats-Unis puisqu'il atteignait 665 millions de dollars par transaction en 2005 (soit environ 560 millions d'euros).

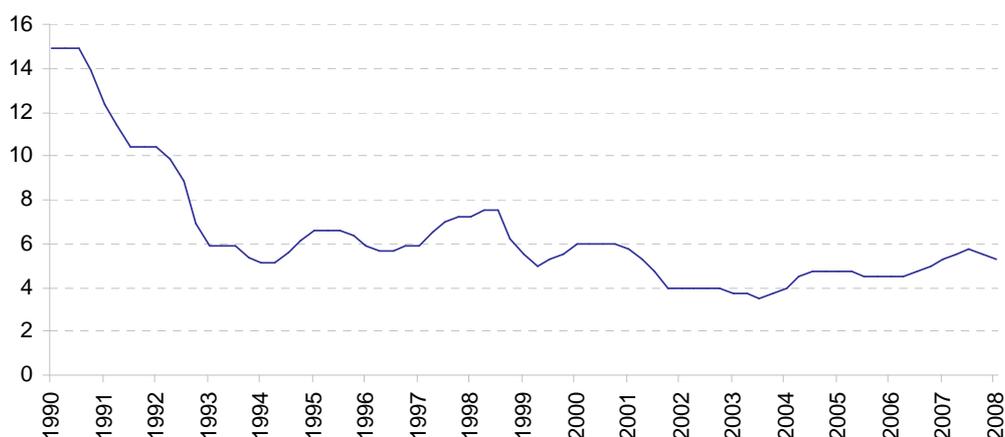
b. Les origines du succès

i. Un contexte économique favorable

Plusieurs facteurs ont contribué à l'immense succès rencontré par les opérations de LBO. Premièrement, la déréglementation et la financiarisation de l'économie en Europe ont permis un assouplissement des règles juridiques et fiscales propice au développement des LBOs. De plus, cette vague de déréglementation a aussi permis un assouplissement des règles de crédit des banques. Le développement des marchés financiers en Europe depuis le début des années 1980 a joué un rôle important dans le développement des opérations de LBO car cela a offert aux fonds de LBO une solution de sortie concurrente des solutions traditionnelles que peuvent être la vente à un autre fonds de LBO ou à un industriel.

En outre, la baisse des taux d'intérêt observée depuis la fin des années 1990 non seulement au Royaume-Uni mais aussi en Europe suite à la mise en place de la monnaie unique dans la majorité des pays de l'Union Européenne a non seulement favorisé le développement du nombre d'opérations de LBO mais aussi la forte croissance de la valeur moyenne des transactions réalisées. Ainsi, il existe une relation quasiment symétrique entre la baisse du taux de base bancaire au Royaume-Uni depuis 1990 et l'explosion de la valeur totale des opérations de LBO effectuées chaque année.

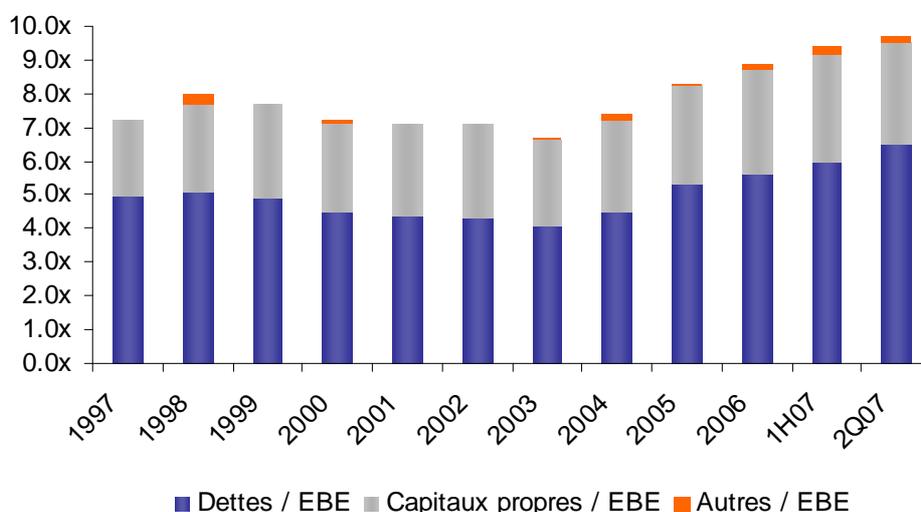
Graphique 3 : Evolution du taux directeur au Royaume-Uni depuis 1990 (en %)



Source: Bank of England

Les fonds de LBO ont profité de ces conditions très favorables sur le marché de la dette pour augmenter significativement la part de la dette dans les financements de LBO de manière à maximiser leur retour sur investissement. Le graphique 4 illustre un certain nombre de points évoqués précédemment, en particulier la corrélation entre l'évolution des marchés financiers et les prix des transactions LBO (pics en 1998 et 2007, creux en 2002-2003) en partie liés à la contraction du volume de dette accordé par les banques prêteuses. De plus, le modèle LBO a bénéficié du développement d'un cercle vertueux (ou vicieux pour certains) : une dette peu chère alliée à un contexte boursier très favorable qui a conduit à une appréciation régulière des actifs. Tout cela a contribué à accroître considérablement les rendements des fonds sur les opérations de LBO et a ainsi attiré des banques en quête d'opérations plus rémunératrices (car plus risquées) que les faibles rendements offerts par les opérations de financement par dette « classique » dans un contexte de taux d'intérêt historiquement faibles. La concurrence entre les banques était si intense que les fonds ont pu obtenir des conditions de financement très avantageuses compte tenu du risque inhérent aux opérations de LBO qui ajoutent au risque opérationnel un risque financier lié aux charges d'intérêt que la société devra payer.

Graphique 4 : Evolution du prix et du mode de financement des entreprises sous LBO

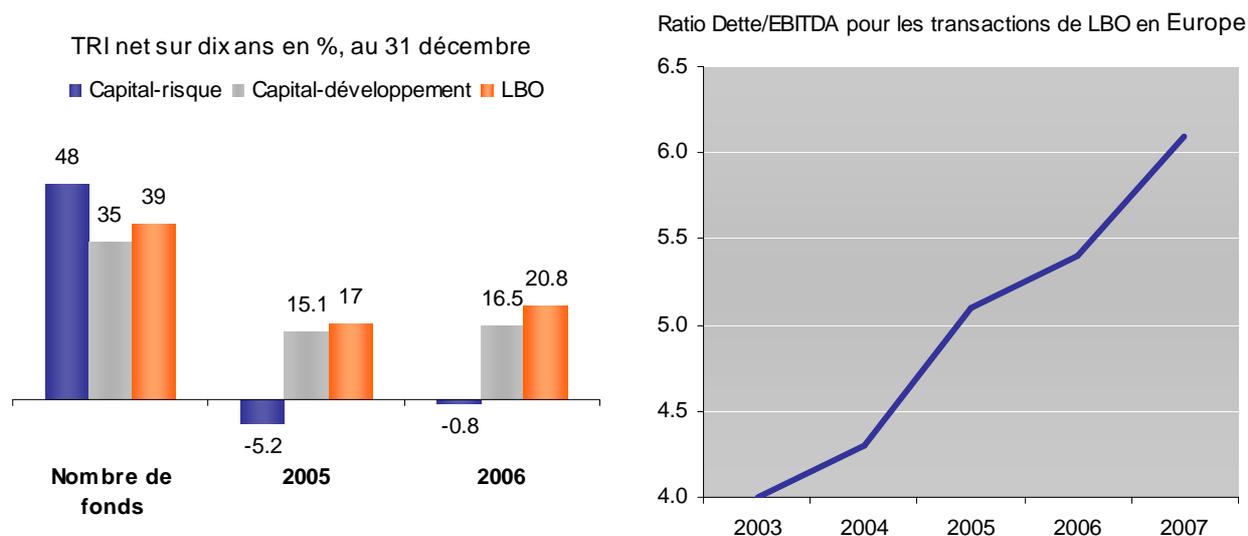


Source: La Lettre Vernimmen n°61

ii. Une abondance de capitaux propres

Les capitaux levés par les fonds de LBO sont de plus en plus importants ce qui contribue à accroître le montant global des opérations de LBO ainsi que la taille moyenne des transactions. Les fonds de LBO ont pu massivement lever des capitaux depuis le début des années 1990 en raison de la baisse des rendements des titres obligataires consécutive à la baisse des taux directeurs des grandes banques centrales en Europe illustrée par le graphique 3. Ainsi, les capitaux levés par les fonds de LBO et de Private Equity sont passés de 10 milliards de dollars en 1991 à plus de 460 milliards de dollars en 2006. Le fonds de LBO Texas Pacific Group a par exemple réalisé plus de 100 milliards de dollars d'acquisition en 2006. En outre, les rendements offerts par les fonds de LBO, de l'ordre de 15% à 20% en moyenne ont attiré les investisseurs à la recherche de rendements élevés. De plus, la professionnalisation du secteur s'est traduite par une concurrence accrue entre les fonds qui a poussé les niveaux de valorisation à la hausse tout en réduisant les performances moyennes de ces fonds.

Graphique 5 : TRI et effet de levier des LBOs en Europe



Source: Enjeux Les Echos

iii. Des cibles nombreuses

Au surplus, cette croissance du marché du LBO a été rendue possible par la croissance de l'offre d'entreprises cibles alimentée par deux phénomènes distincts : la réorganisation stratégique des grands groupes d'une part et les problèmes de transmission d'entreprises d'autre part. Les grands groupes européens ont amorcé au début des années 1990 un vaste mouvement de réorganisation stratégique destiné à recentrer leur activité sur quelques points forts. Ces groupes ont alors cédé un grand nombre de leurs filiales, soit à des groupes industriels qui souhaitaient se renforcer dans certaines activités, soit à des fonds de LBO (beaucoup de filiales de grands groupes ont été cédées à leur management via des opérations de MBO notamment), ou encore en décidant d'introduire directement ces sociétés en bourse (*spin off*). En outre, la croissance des opérations de fusion-acquisition observée depuis le début des années 1990 a aussi participé à la croissance du marché du LBO dans la mesure où nombre d'acquéreurs choisissaient de se séparer de certaines filiales des sociétés cibles qu'ils considéraient comme non stratégiques. Ce phénomène est renforcé par le degré de concentration de plus en plus élevé rencontré dans certains secteurs qui contraint les autorités de contrôle de la concurrence à exiger des cessions qui ne peuvent se faire qu'au profit d'investisseurs financiers. De plus, la fin des années 1990 a vu un grand nombre d'entreprises changer de main en raison du départ à la retraite de leurs fondateurs. Beaucoup d'entrepreneurs n'ont en effet pas pu trouver un successeur au sein de leur famille et ont donc cédé leur entreprise le plus souvent aux équipes de management en place via des

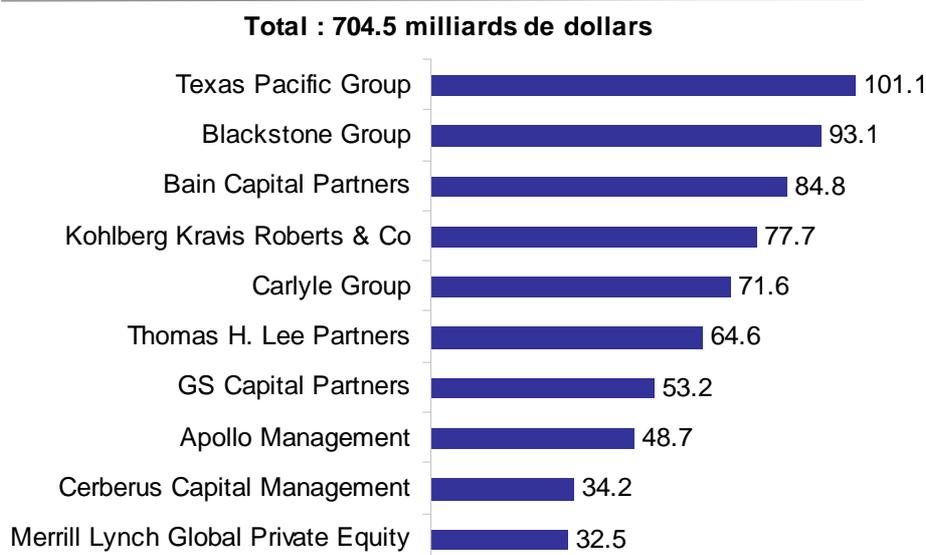
montages de MBO (Management Buyout). Ce phénomène alimente durablement la croissance du marché des LBOs en Europe en raison de la vague de départ en retraite des enfants du baby boom amorcée depuis la fin des années 1990.

iv. Un modèle de gouvernance plébiscité

Enfin, la raison principale du succès du modèle LBO tient à un mode de gouvernance nouveau qui améliore l'efficacité opérationnelle de l'entreprise. Leur succès s'appuie certes sur le levier de la dette qui permet de démultiplier le retour sur investissement mais surtout sur la motivation des équipes de management à travers des programmes de partage des bénéfices (participation au capital, stock options, etc...). Le modèle LBO permet de fait de réduire les conflits d'agence qui peuvent exister entre les actionnaires et le management en alignant les intérêts des deux parties. La mise sous tension de toute une entreprise par l'intermédiaire de la dette, qui fait planer une menace sur l'ensemble des salariés, permet d'améliorer les performances opérationnelles. Holthausen et Larcker (1996) montrent ainsi que la surperformance des LBOs, et des RLBOs en particulier, repose sur une meilleure gestion des principaux leviers opérationnels tels que les dépenses d'investissement qui ont tendance à être plus faibles dans les entreprises sous LBO. De même, ils montrent que la maîtrise du besoin en fonds de roulement est plus efficace dans les sociétés sous LBO même si cet avantage tend à s'estomper après leur introduction en bourse.

Graphique 6 : Le palmarès mondial des fonds de LBO en 2006

Par transactions annoncées en 2006*, **total de la valeur d'entreprise**
(dette comprise), en milliards de dollars (*nombre de deals*)



* 100% des transactions auxquelles le fonds participe

Source: Les Echos

c. La fin du modèle LBO ?

i. Une dette en crise

La crise des *subprimes* de l'été 2007 semble avoir marqué un coup d'arrêt à la formidable expansion du modèle LBO en Europe et dans le monde. Les niveaux de levier pratiqués jusqu'alors dans les opérations d'acquisition n'ont plus cours, les banques refusent de plus en plus de prêter aux fonds de LBO dont l'activité est aujourd'hui jugée trop risquée pour être assumée au bilan des banques (en l'absence de toute titrisation possible par des mécanismes de CDO/CLO). Nombre d'opérations annoncées par les fonds au début de l'année 2007 sont reportées ou tout simplement annulées à l'image des difficultés rencontrées par le fonds Cerberus pour lever les 12 milliards de dollars nécessaires au rachat de Chrysler ou encore celles des banques qui ont syndiqué les 10 milliards d'euros de dette du LBO de KKR sur Alliance Boots, le plus gros LBO de l'histoire en Europe. Ainsi, le montant des dettes accordées par les banques aux fonds de LBO a plus que triplé entre 2003 et 2006 comme le montre le graphique 7. D'autres LBOs se retrouvent en difficulté de trésorerie en raison du retournement de la conjoncture mondiale et de niveaux de dettes devenus insoutenables. Franchissant les covenants fixés par les prêteurs, ils se voient dans l'obligation de renégocier leur dette pour assurer leur survie. Le nombre de transactions annulées ou repoussées a fortement augmenté depuis 2005 et la baisse attendue pour l'année 2008 n'est due qu'à la réduction significative du nombre d'opérations de LBO annoncées. Le marché français du LBO s'est en effet fortement contracté en 2007, en revenant en dessous de son niveau de 2005. C'est par ailleurs la première année où la France a perdu son leadership sur le marché du LBO d'Europe continentale, dépassé par le très dynamique marché allemand (+14% en 2007 à 29,1 milliards d'euros).

La crise bancaire mondiale qui sévit depuis l'été 2007 a privé les fonds de LBOs de leur matière première : la dette. Les titres de dettes des principaux LBOs européens cotaient à la fin octobre 2008 à 65% de leur valeur faciale, un chiffre qui décourage plus d'une banque à financer une opération de LBO. Les grandes banques de financement et d'investissement qui apportaient naguère la dette nécessaire aux opérations de LBO sont aujourd'hui confrontées à de graves difficultés financières. Elles sont devenues averses au risque et refusent catégoriquement de financer des opérations aussi risquées.

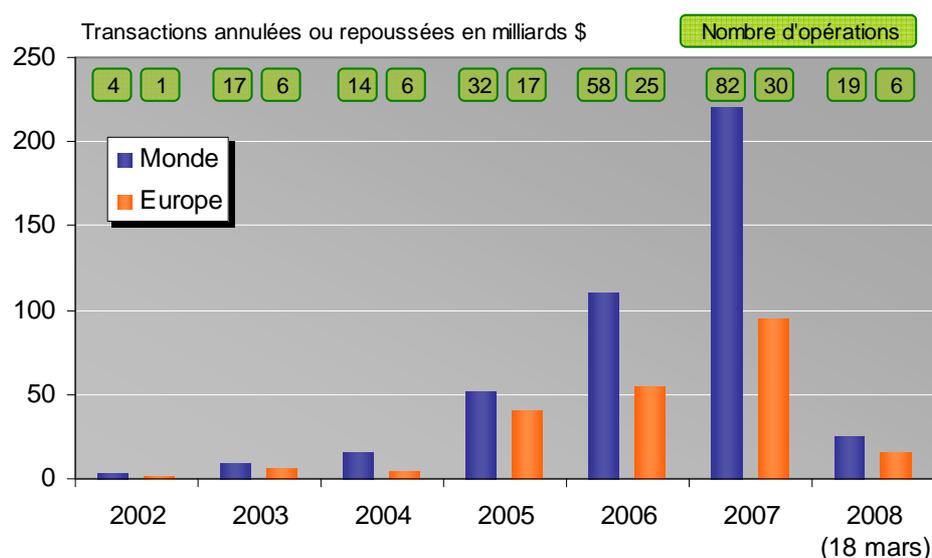
Graphique 7 : Les encours des banques sur les LBOs



Source : Les Echos

Au-delà de la crise de confiance qui règne sur les marchés financiers, il apparaît évident que les fonds de LBO vont devoir réajuster les modes de financement de leurs opérations en apportant beaucoup plus de capitaux propres qu'auparavant. Or, l'augmentation de la part des capitaux propres dans les opérations de LBO va entraîner une baisse du rendement de ces opérations car l'effet de levier sera d'autant moins important. Les rendements des opérations de LBO vont alors chuter et pourrait à leur tour entraîner une baisse des capitaux propres apportés au fonds, les investisseurs se détournant d'opérations toujours aussi risquées mais beaucoup moins rémunératrices qu'avant. Ainsi pourrait se développer un cercle vicieux néfaste au modèle LBO dans lequel la raréfaction des fonds propres entrainerait une réduction plus que proportionnelle du montant de dette accordée par les banques remettant alors en cause le mode de financement si caractéristique du modèle LBO. L'effondrement du nombre de transactions LBO depuis le début de l'année 2008 et la réduction significative de la taille des opérations financées semblent abonder en ce sens. Les fonds de LBO sont contraints de cibler des entreprises de taille plus réduite car ils savent qu'ils ne pourront pas obtenir les montants de dette nécessaires pour financer des opérations de grande ampleur. Dans le même temps, ils ne peuvent pas augmenter significativement leur apport en capitaux propres car ils sont eux-mêmes victimes de la crise financière et reçoivent beaucoup moins de capitaux des investisseurs. Au surplus, ils savent bien que plus ils augmenteront la part des capitaux propres dans le financement d'une transaction et plus le rendement de leurs opérations de LBO sera faible. Allons-nous alors assister dans les années qui viennent au crépuscule du modèle LBO ?

Graphique 8 : Le durcissement des conditions de crédit



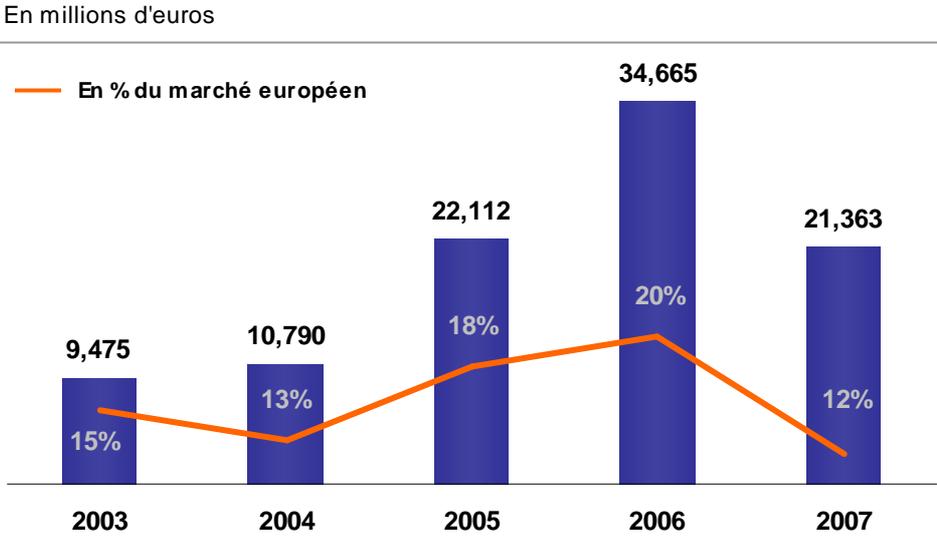
Source : L'Agefi Hedbo

ii. Le modèle LBO reste solide et efficace

Pour autant, le modèle LBO n'a pas dit son dernier mot. Certes, le rythme des opérations s'est considérablement ralenti et les annonces de LBOs records qui faisaient hier encore les choux gras de la presse économique ont bel et bien disparues. Les très rares transactions concernent dorénavant des entreprises de plus petite taille dont les montants de dettes peuvent être absorbés plus facilement par les banques et les marchés. La crise n'a pas remis en cause le modèle de base du LBO, les investisseurs continuent de plébisciter les transformations profondes qu'apporte un fonds de LBO à une entreprise en matière de management et d'organisation. En revanche, il apparaît clair que le mode de financement des LBOs devra se remettre en cause en revenant à des multiples de dettes / EBITDA plus traditionnels (de l'ordre de 4x ou 5x), ce qui va donc nécessairement dégrader les taux de rendement interne affichés jusqu'à présent par les fonds de LBO. C'est donc avant tout le mode de financement des LBOs et ses excès qui sont aujourd'hui remis en cause plus que son mode de gouvernance qui reste solide et efficace. Une chose est sûre, le grand nombre d'opérations réalisées ces dernières années va sans aucun doute alimenter les introductions en bourse de LBOs dans les prochaines années. Nous devrions donc assister à une hausse du nombre de RLBOs en circulation ce qui nous fournit une raison de plus d'étudier leur performance et de tenter de l'expliquer.

Graphique 9 : Un ralentissement du marché du LBO plus prononcé en France

Le marché français des acquisitions à effet de levier



Source : Les Echos

II. Méthodologie

a. Démarche de la recherche

i. Une décennie pour deux marchés

Nous avons choisi de constituer un échantillon de sociétés introduites en bourse sur la période allant de 1995 à 2004. L'année 1995 semble être une date de départ judicieuse pour les LBOs en Europe car elle correspond peu ou prou à la période des débouclages des premiers LBOs apparus en Europe à la fin des années 1980 (notamment au Royaume-Uni). Ensuite, notre échantillon s'arrête en 2004 pour de simples raisons techniques puisque nous avons besoin d'un horizon suffisant pour pouvoir analyser la performance des sociétés introduites en bourse. Un horizon de trois ans de données boursières nous a paru acceptable pour apprécier la performance de ces sociétés dans la mesure où comme le montre Mian et Rosenfeld (1993) nombre de sociétés introduites en bourse sont rachetées (et donc sorties de la cote) dans les trois ans qui suivent leur mise en bourse. Dans leur échantillon de RLBOs introduits en bourse, près de 40% des sociétés avaient été rachetées trois ans après leurs premiers pas sur les marchés financiers.

Notre échantillon se concentre en outre exclusivement sur deux marchés : Londres et Paris qui apparaissent à nos yeux à la fois comme les marchés les plus attractifs en matière d'introductions en bourse, et donc susceptibles d'offrir les échantillons les plus exhaustifs, et comme les marchés les plus dynamiques en terme de nombre d'opérations de LBO, en particulier le Royaume-Uni. Cependant, la très grande hétérogénéité des marchés des places londonienne et parisienne nous a conduit à écarter volontairement certains marchés ou compartiments. C'est notamment le cas de l'AIM pour la place de Londres ; la relative faible liquidité de ce marché et la faiblesse des informations réglementaires requises le rendent par certains égards opaque. La sanction est la même pour le Marché Libre de la place de Paris dont la faible (voire absente) liquidité et l'absence d'informations réglementaires nous empêche de retenir les nombreuses sociétés introduites sur ce marché depuis 1996.

Nous avons utilisé la base de données Securities Data Company (SDC) Platinum (Thomson Financial) pour recueillir l'ensemble des introductions effectuées en Europe entre 1995 et 2004. La base de données SDC Corporate New Issues fournit l'ensemble des introductions en bourse et augmentations de capital réalisées sur les principaux marchés du monde depuis 1962. Nous avons ainsi obtenu une liste de 3837 sociétés introduites sur les

marchés européens entre 1995 et 2004 dont 2460 en Europe Continentale et 1377 au Royaume-Uni (ces chiffres ont été obtenus après avoir écarté l'AIM et le Marché Libre). Afin d'écartier les sociétés non significatives et de renforcer le critère de liquidité, nous avons choisi de ne retenir que les introductions en bourse dont le montant offert au public (particuliers et institutionnels) était supérieur à 10 millions d'euros. La taille globale de notre échantillon a ainsi été réduite à 2497 sociétés, nombre duquel il faut cependant encore retirer les introductions en bourse réalisées sur des marchés autres que la France en Europe Continentale. Après retraitement de cette base, nous avons donc un échantillon de 184 sociétés pour la France et 422 sociétés pour le Royaume-Uni soit un échantillon total de 606 sociétés.

ii. La difficile identification des RLBOs

Une des difficultés majeures de notre travail de recherche consiste à bien identifier les sociétés ayant fait l'objet d'un LBO afin de distinguer les RLBOs au sein de notre échantillon. Premièrement, il y a généralement peu d'informations disponibles sur les opérations de LBO, les fonds cultivent le secret pour garder précieusement leur recette du succès. C'est en particulier le cas en France où le simple mot « LBO » a une connotation négative pour la majorité des gens, les fonds sont donc peu enclins à dévoiler des informations sur leurs LBOs. Ceci est moins vrai au Royaume-Uni où la culture financière est plus présente et le « tabou » vis-à-vis des LBOs moins important. De plus, nombre de sociétés peuvent être apparentées à des LBOs en raison de la présence au sein de leur capital de fonds dits « de LBO » tels que CVC Capital Partners, Cinven, 3i, Wendel ou encore Candover. Cependant, ces fonds ne réalisent pas uniquement des opérations de LBO, ils sont notamment très actifs dans l'univers du Private Equity, si bien qu'il est par essence très difficile de pouvoir identifier un LBO par la seule répartition de son capital. Ce critère n'en reste pas moins une condition nécessaire mais non suffisante à l'existence d'un LBO. En revanche, l'absence d'un fonds de LBO au capital d'une société introduite en bourse (ou à défaut d'une grande banque de financement²) nous a conduit à automatiquement écartier cette société de l'échantillon des LBOs.

Le montant de la dette au moment de l'introduction en bourse, qui aurait pu être considéré comme un bon indicateur de la présence d'un LBO, ne peut pas être retenu comme

² Dans les années 1980, les grandes banques américaines ont constitué des « bras armés » spécialisés dans le Private Equity et le LBO pour pouvoir tirer profit du développement croissant de ces opérations. Elles ont par la suite été imitées par les banques européennes dans les années 1990.

un critère pertinent. En effet, pour les sociétés arrivées au terme de leur business plan et qui sortent donc du LBO par la voie de l'introduction en bourse, il est peu probable que le levier financier soit très important. A l'inverse, les LBOs, qui ne se sont pas déroulés comme prévu (selon le business plan) et pourraient donc avoir des niveaux de dette importants, ne sont généralement pas introduits en bourse et font souvent l'objet d'une recapitalisation par les fonds assortie d'une renégociation de la dette quand ils ne font pas tout bonnement faillite.

Le meilleur moyen pour identifier un LBO et a fortiori un RBLO est de consulter son prospectus d'introduction en bourse car c'est un moment privilégié pour tout investisseur dans la mesure où celui-ci obtient un certain nombre d'informations auxquelles il n'aurait pas accès en temps normal. En effet, les fonds sont incités à donner l'information la plus exhaustive possible concernant la société qu'ils veulent mettre sur le marché afin d'attirer les investisseurs et ainsi obtenir le meilleur placement possible. De plus, lors d'une introduction en bourse, le régulateur, que ce soit l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) en France ou la FSA (Financial Services Authority) au Royaume-Uni, exige la publication d'un certain nombre d'informations comme l'historique de la société introduite en bourse ou encore la répartition du capital social au moment de l'introduction sur le marché, autant d'informations qui permettent d'identifier relativement clairement les LBOs et les RLBOs. Nous avons donc consulté les prospectus d'introduction en bourse de chacune des sociétés de notre échantillon afin de déterminer si elle avait fait l'objet d'un LBO par le passé et si elle avait été cotée au marché ou faisait partie d'un groupe coté avant ce LBO. Nous avons téléchargé ces prospectus à partir des bases de données Thomson One Banker (Thomson Financial) et InFinancials Corporate Focus Premium (InFinancials). Ces deux bases de données nous ont permis d'obtenir la très grande majorité des prospectus d'introduction en bourse des sociétés de notre échantillon ce qui n'est pas une mince affaire quand l'on sait qu'il nous a fallu remonter jusqu'en 1995. Pour les plus anciennes sociétés introduites de notre échantillon, nous avons consulté les archives de l'AMF au Centre de Documentation de l'AMF. Lorsque l'information présente dans les prospectus d'introduction n'était pas suffisante, nous avons utilisé la base de données Factiva.com (Proquest) afin d'accéder aux archives de la presse économique au moment de l'introduction pour obtenir plus de détails sur les sociétés et les LBOs potentiels. Lorsque les prospectus d'introduction n'étaient pas disponibles et que les articles présents sur Factiva.com ne fournissaient pas suffisamment d'information, nous avons préféré écarter ces sociétés de notre échantillon plutôt que de les affecter (potentiellement à tort) à un groupe ou à un autre. Cette opération a réduit notre échantillon

d'environ une vingtaine d'unités. Malgré la minutie dont nous avons fait preuve dans notre travail de recherche et de sélection des LBOs, il n'est pas exclu que certains LBOs aient échappé à notre vigilance, notamment en raison de l'opacité qui règne autour des LBOs. Cette dernière remarque s'applique en particulier aux LBOs de petite taille, moins médiatisés que les LBOs d'une taille plus importante, et qui peuvent de ce fait être absents de la base de données Factiva.com.

iii. Présentation des principales données utilisées

Nous nous sommes ensuite servis de la base de données Datastream (Thomson Financial) pour recueillir les performances boursières historiques des différentes sociétés de notre échantillon. Comme évoqué plus haut, nous avons choisi de calculer les performances obtenues par les investisseurs ayant souscrit à ces introductions en bourse le premier jour de cotation, après un an, deux ans et trois ans. De plus, nous avons aussi choisi de baser notre critère de taille des différentes sociétés de notre échantillon sur la capitalisation boursière au premier jour de cotation. Ce critère nous paraît en effet être le plus pertinent dans la mesure où il permet d'éviter la sous-valorisation inhérente à toute introduction en bourse. Cette sous-valorisation ou « underpricing » en anglais peut s'expliquer à la lumière de la théorie du signal comme le montre le modèle d'Allen et Faulhaber (1989) : le principal objectif d'une introduction en bourse est de pouvoir accéder de nouveau au marché à travers une augmentation de capital. Les sociétés les plus performantes pourront sans aucun problème accéder à l'épargne à des conditions très favorables (leur action ayant bien performé) alors que les mauvaises sociétés ne pourront vraisemblablement pas faire de nouveau appel au marché. Pour dissuader les mauvaises sociétés de s'introduire en bourse, il faut donc que cette introduction soit coûteuse sur le court terme, c'est une des raisons pour laquelle les introductions en bourse se font toujours avec une décote. Ce phénomène a aussi été expliqué par Rock (1986) dans son modèle du « Winner's Curse » (malédiction du vainqueur) qui met en avant l'asymétrie d'information qui existe entre les investisseurs dont certains sont informés et d'autres non. Il montre que cette asymétrie d'information oblige les vendeurs à offrir une décote sur leur société afin d'attirer les investisseurs non informés dont la demande est nécessaire pour faire face à l'offre (la demande des investisseurs informés n'est généralement pas suffisante, en particulier pour les sociétés peu performantes). En revanche, dès le premier jour de cotation, l'information auparavant inégalement répartie est diffusée à l'ensemble du marché (on connaît par exemple le taux de souscription) si bien que le prix à

la fin du premier jour de cotation reflète la vraie valeur de la société compte tenu de l'information disponible, c'est la raison pour laquelle nous l'avons choisi comme indicateur de la taille des sociétés de notre échantillon.

Collecter l'ensemble de ces données fut un travail relativement long et fastidieux dans la mesure où la date de référence change pour chaque société ce qui oblige à effectuer des requêtes manuelles individuelles soit près d'un millier de requêtes Datastream pour notre base. De plus, notre échantillon remontant assez loin dans le temps, nous avons rencontré certaines difficultés pour récupérer les performances boursières historiques des sociétés les plus anciennes de notre échantillon dont la majorité a disparu de la cote de nos jours. La majeure partie de ces sociétés a été rachetée par des concurrents, d'autres ont fait l'objet de LBOs, certaines ont été réintroduites puis à nouveau retirées du marché à plusieurs reprises pendant ces dix dernières années. Lorsque ces données essentielles s'avéraient définitivement indisponible, nous avons dû nous résoudre à écarter ces sociétés de notre échantillon : cela concerne une dizaine de sociétés pour la France et près de 80 pour le Royaume-Uni dont la taille et le dynamisme sont propices aux introductions et retraits rapides.

Enfin nous avons obtenu les données de la dette nette des sociétés introduites par l'intermédiaire de la base de données Worldscope Fundamental Data (Thomson Financial) en prenant la dette nette du dernier exercice comptable précédant l'introduction en bourse. Cette base est relativement complète pour les sociétés françaises, elle l'est beaucoup moins pour les sociétés britanniques. Lorsque cette donnée n'était pas disponible dans la base Worldscope, nous avons utilisé les informations renseignées dans le prospectus d'introduction en bourse des sociétés concernées. De même, le nombre de mois passés sous LBO et la part du capital restée aux mains des actionnaires vendeurs sont extraites des données fournies par les prospectus d'introduction en bourse des sociétés étudiées.

b. Description de l'échantillon obtenu

i. Une répartition géographique et temporelle déséquilibrée

Notre échantillon final se compose donc de 507 sociétés introduites en bourse entre 1995 et 2004 dont 175 ont été introduites sur la place de Paris et 332 sur la place londonienne. Le Royaume-Uni est de loin le marché le plus actif en ce qui concerne le nombre de sociétés introduites en bourse, la capitalisation boursière (prise au premier jour de cotation) de l'ensemble des sociétés introduites entre 1995 et 2004 atteint 134,7 milliards d'euros soit une capitalisation moyenne de 405,7 millions d'euros par nouvel arrivant. Si la

France a vu beaucoup moins de sociétés s'introduire sur la place de Paris entre 1995 et 2004, la capitalisation boursière de ces sociétés est largement supérieure à celle de leurs homologues britanniques puisqu'elle atteint 233,7 milliards d'euros soit une capitalisation moyenne de 1,3 milliards d'euros par société introduite. Cette différence peut paraître surprenante mais elle peut aisément être expliquée : premièrement, à la différence du Royaume-Uni, la France a connu sur la période un certain nombre de privatisations d'entreprises publiques à l'image de France Telecom (31,5 MM€), du Crédit Agricole (16,7 MM€), du Crédit Lyonnais (7,3 MM€), d'Alstom (6,5 MM€), de la Snecma (4,2 MM€), d'Air France (3,1 MM€) ou encore des Autoroutes Paris-Rhin-Rhône (4,8 MM€). Ensuite, trois filiales du géant France Telecom ont été introduites au début des années 2000 : Wanadoo en 2000 (25,0 MM€), Orange en 2001 (45,1 MM€) et Pages Jaunes en 2004 (3,9 MM€). Ces dix sociétés capitalisent à elles seules 148,1 milliards d'euros soit 63% de la capitalisation totale des sociétés introduites entre 1995 et 2004 alors qu'elles ne représentent que 6% de l'échantillon français.

Le tableau 1 montre sans surprise que c'est l'année 2000 qui a été la plus propice aux introductions en bourse avec pas moins de 123 sociétés introduites sur l'année soit environ une tous les trois jours. A elle seule cette année 2000 représente près d'un quart de l'ensemble de notre échantillon, les startups des nouvelles technologies et de l'internet ont largement contribué à ce phénomène. A l'inverse, l'année 2003 est une année noire puisque seules 9 sociétés ont poussé le processus d'introduction jusqu'au bout, il est à noter que ces sociétés se sont toutes introduites sur la place de Londres. Nous pouvons également remarquer que le Royaume-Uni a beaucoup plus souffert de la faillite du fonds LTCM et de la crise financière russe de 1998 que la France puisque le rythme des introductions en bourse a été réduit de moitié en 1998 et d'un tiers supplémentaire en 1999. Ce sont d'ailleurs les deux seules années de notre période d'observation où la France a vu le nombre de ses introductions en bourse dépassé celui du Royaume-Uni.

Tableau 1 : Répartition de l'échantillon en fonction de l'année d'introduction en bourse

Année d'IPO	RLBO			LBO			Total		
	France	UK	Total	France	UK	Total	France	UK	Total
1995	0	7	7	0	10	10	7	41	48
1996	0	6	6	0	14	14	8	55	63
1997	2	5	7	2	10	12	14	50	64
1998	2	1	3	4	2	6	28	24	52
1999	1	1	2	2	1	3	38	17	55
2000	2	3	5	4	5	9	53	70	123
2001	1	0	1	2	1	3	13	29	42
2002	1	0	1	2	3	5	6	23	29
2003	0	1	1	0	2	2	0	9	9
2004	1	7	8	2	8	10	8	14	22
Total	10	31	41	18	56	74	175	332	507

Entre 1995 et 2004, nous avons recensé au total 74 introductions en bourse de LBOs en Europe. Une fois encore le Royaume-Uni tient le haut du pavé avec 56 LBOs soit les trois quarts des LBOs de notre échantillon contre 18 pour la France. Ce résultat n'est pas surprenant dans la mesure où le marché britannique du LBO est plus ancien et plus mature que son homologue français, il est donc logique de retrouver un plus grand nombre de LBOs introduits en bourse au Royaume-Uni. Plus surprenant, la grande majorité de ces 56 LBOs britanniques a été introduite entre 1995 et 1997 alors que l'on aurait pu s'attendre à voir un nombre élevé de LBOs plutôt en fin de période. Deux phénomènes sont susceptibles d'expliquer ce paradoxe : d'une part, le Royaume-Uni, qui est le premier pourvoyeur de LBOs, a mal digéré la crise financière russe de 1998, le nombre d'introductions en bourse s'est fortement contracté et les introductions de LBOs n'ont fait que suivre cette tendance. Le même phénomène est à l'œuvre après 2001, les conditions de marché difficiles découragent nombre de prétendant à la cotation, on note tout de même un net redressement en 2004. D'autre part, la bulle internet de la fin des années 1990 a sans doute mobilisé les énergies des fonds d'investissement en direction du private equity et du capital-risque pour financer les innombrables jeunes pousses de l'internet et des nouvelles technologies dont les rendements faisaient rêver tous les investisseurs. Les LBOs qui concernent avant tout des sociétés évoluant dans des secteurs relativement matures ont indubitablement fait les frais de cette mode des startups de l'internet. Enfin, nous pouvons remarquer que la durée moyenne des LBOs de notre échantillon est de 45 mois soit un peu moins de 4 ans, la médiane se situe quant à elle aux alentours de 39 mois. Ce chiffre est légèrement supérieur à ceux des

échantillons de Kaplan (1991) dont la durée médiane était de 32 mois et de Muscarella et Vetsuypens (1990) dont la durée médiane était de 29 mois.

Enfin, les RLBOs suivent globalement les mêmes tendances que les LBOs. Les trois quarts du sous-échantillon viennent du Royaume-Uni, la grande majorité des introductions en bourse de RLBOs a eu lieu entre 1995 et 1997 avec un léger rebond en 2000 et 2004 comme observé pour les LBOs. La durée moyenne des RLBOs de notre échantillon est légèrement inférieure à celle des LBOs puisqu'elle est de 42 mois et la durée médiane est de 37 mois soit exactement la même que celle de l'échantillon de Cao et Lerner (2006). Le gearing moyen après introduction en bourse de l'ensemble des RLBOs ressort à 38,6% tandis que la médiane se situe aux alentours de 26,4%.

ii. Analyse de la répartition sectorielle

Nous nous sommes de plus intéressés à la répartition sectorielle des différentes sociétés de notre échantillon. Nous avons utilisé les codes SIC fournis par la base de données SDC Platinum pour créer un univers plus réduit de secteurs d'activité afin de ne pas trop disperser notre échantillon. Nous nous sommes ainsi limités à huit secteurs : les activités primaires (agriculture, pêche, mines et pétrole) ; la construction ; l'industrie ; les transports et communications ; le commerce et la distribution ; la finance, l'assurance et l'immobilier ; les services ; et les nouvelles technologies. Ce dernier secteur mérite selon nous d'apparaître comme un groupe à part entière en raison de l'importance du phénomène de la bulle internet sur notre période d'observation.

Le tableau 3 présenté en annexes fournit la distribution de notre échantillon en fonction du secteur d'activité, il donne notamment la correspondance entre les codes SIC et les groupes sectoriels que nous avons créé. Un premier constat s'impose, celui de la très grande hétérogénéité de nos trois échantillons. Ainsi, l'échantillon des RLBOs est largement composé de sociétés évoluant dans l'industrie (pour près de 44%) et les services (25%). Les nouvelles technologies ne représentent que 10% de l'échantillon soit autant que le secteur du commerce et de la distribution. Ce résultat n'est pas étonnant dans la mesure où d'une part le secteur des nouvelles technologies est apparu à la fin des années 1990 soit quasiment à la moitié de notre période d'observation alors qu'un LBO dure en moyenne quatre ans ce qui ne permet pas d'introduction en bourse de LBOs avant le début des années 2000. La difficulté est encore accentuée pour les RLBOs qui exigent d'avoir été cotés avant la période de LBO, c'est la raison pour laquelle, malgré une période d'observation propice, les nouvelles

technologies représentent une faible part de notre échantillon de RLBOs. D'autre part, le modèle LBO s'applique traditionnellement à des secteurs d'activité matures, tels que l'industrie et dans une moindre mesure les services, il n'est donc pas étonnant de voir ces secteurs surreprésentés dans notre échantillon de RLBOs d'autant plus que ces secteurs ont été parmi les premiers à s'introduire en bourse. La présence des autres secteurs dans notre échantillon de RLBOs reste quant à elle anecdotique.

Le constat est sensiblement identique pour les LBOs dont l'industrie et les services sont les premiers pourvoyeurs. Nous pouvons cependant remarquer que ce sont les services (avec 30% du total) qui tiennent le haut du pavé contrairement à ce qui se passe au niveau des RLBOs, preuve que cet échantillon montre l'évolution du modèle LBO qui, parti de l'industrie, s'est orienté vers de nouveaux secteurs comme les services, le commerce et la distribution (21% du total), et très récemment les nouvelles technologies (12% de l'échantillon).

Enfin, la répartition de l'échantillon des sociétés « classiques » est plus homogène et reflète certainement un peu mieux la réalité économique de la France et du Royaume-Uni. Nous pouvons cependant noter la très forte représentation du secteur de la finance, de l'assurance et de l'immobilier qui avec près de 30% des sociétés est de loin le premier secteur de cet échantillon. Cela peut paraître surprenant mais nous pouvons aisément l'expliquer : premièrement, le Royaume-Uni, et dans une moindre mesure la France, est le centre financier de l'Europe et attire de nombreuses sociétés spécialisées dans la finance et l'assurance. Les plus performantes d'entre elles choisissent alors de s'introduire en bourse, en particulier pendant les périodes d'euphorie boursière où les niveaux de valorisation sont tirés vers le haut. Ensuite, le Royaume-Uni et la France ont connu une formidable expansion de leur secteur immobilier respectif depuis la fin des années 1990 avec des prix au mètre carré qui ont plus que doublé en l'espace d'une décennie. Cette croissance a favorisé l'apparition de nombreuses sociétés profitables qui dans un contexte boursier favorable ont choisi de s'introduire en bourse. Il est donc relativement « normal » de retrouver ce secteur en tête des pourvoyeurs de sociétés introduites en bourse entre 1995 et 2004. Il n'est pas non plus étonnant de retrouver une forte proportion de sociétés issues des secteurs de l'industrie (20%) et des services (14%) dans la mesure où ils représentent une part importante de l'activité de pays développés comme le Royaume-Uni et la France. Enfin, le secteur des nouvelles technologies représente lui aussi une part importante de notre échantillon pour des raisons conjoncturelles liées à la bulle internet de la fin des années 1990 - début des années

2000. Avec près de 18% de l'ensemble de l'échantillon des sociétés « classiques », les nouvelles technologies sont le troisième secteur le mieux représenté. Nombre de ces sociétés ont été créées ou soutenues par des fonds de private equity, dont certains sont aussi des fonds de LBO à l'image de 3i ou Candover, qui se sont fortement développés depuis la fin des années 1990.

III. La performance des RLBOs est-elle meilleure que celle des autres sociétés introduites en bourse ?

a. Précisions sur la méthodologie utilisée

Les tableaux 4 à 7 disponibles en annexes présentent les performances des RLBOs, des autres LBOs et des sociétés « classiques » sur différents horizons de temps en fonction de leur année d'introduction en bourse. Dans chaque tableau, les sociétés introduites la même année sont regroupées au sein d'un même portefeuille en raisonnant de la manière suivante : nous avons constitué ces portefeuilles en supposant qu'un investisseur choisisse de souscrire à l'ensemble des introductions en bourse de RLBOs ou de LBOs ou de sociétés « classiques » intervenues dans l'année. On considère que le portefeuille se constitue par apports successifs c'est-à-dire que la valeur globale du portefeuille augmente au fur et à mesure des introductions de sociétés et qu'il n'y a donc pas lieu de rémunérer des capitaux potentiellement « dormants » sur une partie de l'année. Le portefeuille benchmark est construit de la même façon en raisonnant comme si un investisseur souscrivait à une date x à une introduction en bourse et recevait en échange la performance de l'indice de référence sur la période considérée. Cet indice change en fonction de la localisation de l'introduction en bourse : ainsi, si la société est introduite en France, le portefeuille benchmark recevra la performance de l'indice CAC 40 réalisée sur la même période en prenant comme base de départ la date de l'introduction en bourse de la société. De la même façon, une société introduite sur la place de Londres aura pour benchmark la performance de l'indice FTSE 100 sur la même période avec comme base de départ le jour de l'introduction en bourse de cette société.

La performance relative peut se définir comme la performance du portefeuille face au portefeuille benchmark, elle se calcule à l'aide de la formule suivante :

$$Performance_relative = \frac{1 + Performance_de_la_société_observée}{1 + Performance_du_benchmark}$$

La performance de la société observée et la performance du benchmark sont quant à elles calculées à l'aide d'un simple pourcentage de variation sur la période étudiée. Si la performance relative est supérieure à 1 alors nous pouvons en déduire que la société observée, ou plus largement le portefeuille observé, a surperformé le portefeuille benchmark

donc le marché. Inversement, si la performance est inférieure à 1 alors nous en déduisons que le portefeuille observé a sous-performé le marché.

De plus, ces portefeuilles suivent une stratégie de « buy and hold » c'est-à-dire qu'ils sont achetés et conservés jusqu'à la maturité (qui correspond dans notre cas à différents horizons de un jour à trois ans). Si la société a fait l'objet d'une Offre Publique d'Achat (OPA) sur notre horizon d'observation, nous avons utilisé le prix de l'offre comme prix de référence de la société en question sur le reste de la période d'observation. Nous n'avons en effet pas souhaité rémunérer notre investisseur potentiel sur le reste du temps en considérant d'une part que la performance ainsi obtenue aurait pu fausser dans une certaine mesure la performance réelle du titre (en fonction notamment de l'indice de référence choisi qui n'aura pas le même risque que le titre en question) et d'autre part que la prime offerte lors de l'acquisition offrait en quelque sorte la performance à venir de la société (notamment sur le reste de la période d'observation) et qu'il n'y avait donc pas lieu d'apporter une rémunération supplémentaire.

Enfin, nous avons constitué deux types de portefeuille : le premier, intitulé « à valeurs de marché équivalentes », est construit en faisant abstraction de la différence de taille qui peut exister entre les sociétés qui composent notre échantillon, la performance obtenue est en fait une simple moyenne arithmétique des performances dégagées par chaque société sur la période d'observation ; le second portefeuille, appelé « pondéré par les valeurs de marché des sociétés », prend en compte ces différences de taille et la performance affichée par le portefeuille est en fait la moyenne pondérée par les capitalisations boursières des performances dégagées par chaque société sur l'horizon étudié.

b. Les performances des introductions en bourse sur le premier jour de cotation

i. La décote d'introduction en bourse

Le tableau 4 présente en annexes les performances absolues et relatives des sociétés introduites en bourse entre 1995 et 2004. En moyenne, les RLBOs tout comme les LBOs et les sociétés « classiques » surperforment leur marché lors de leur premier jour de cotation. Cette surperformance s'explique par la décote dont font l'objet toutes les introductions en bourse. En effet, pour attirer les investisseurs, les actionnaires vendeurs sont généralement obligés d'offrir une prime au marché, matérialisée par une décote de l'ordre de 10% à 20% et

partiellement effacée lors des premières cotations. Cette décote s'explique par le phénomène d'asymétrie d'informations qui existe entre les investisseurs et les actionnaires vendeurs. En effet, à la différence des actionnaires vendeurs, les investisseurs n'ont accès qu'à très peu d'informations sur la société qui va s'introduire en bourse. En outre, cette information est sélectionnée par les actionnaires vendeurs qui sont susceptibles de la présenter de façon à rendre plus attractive leur société. Les investisseurs demandent donc une prime (soit une décote pour les vendeurs) pour se protéger en quelque sorte contre les informations que leur auraient « cachées » les actionnaires vendeurs. C'est aussi un moyen d'inciter les actionnaires vendeurs à donner le plus d'informations possibles sur leur société car la décote sera d'autant plus réduite que les investisseurs auront eu d'informations. De plus, il existerait un conflit d'intérêt entre les actionnaires vendeurs et les banques d'affaires chargées du placement lors de l'introduction en bourse. Si les banques d'affaires sont effectivement incitées à fixer un prix élevé pour percevoir une commission plus importante, elles doivent aussi assurer le succès de l'opération en offrant une décote suffisante alors que dans le même temps elles cherchent à attirer et fidéliser les investisseurs pour les prochaines introductions pour lesquelles elles seront mandatées. Aussi, les banques d'affaires sont en partie responsables de l'existence d'une décote au moment des introductions en bourse. D'autres théories à l'image de la théorie du signal ou encore de la théorie du « Winner's Curse » de Rock (1986), que nous avons évoqué précédemment, permettent d'expliquer ce phénomène de décote.

ii. Le problème de l'asymétrie d'informations

Les LBOs (+15,6%) performant en moyenne très légèrement mieux que les RLBOs (+15,4%) dont la performance est deux fois supérieure à celle des sociétés « classiques » (+7,7%). Cette différence s'accroît un peu plus encore si nous regardons les performances des portefeuilles pondérés par la valeur de marché des sociétés introduites puisque la performance moyenne des RLBOs est de +16,8% contre +18,4% pour les autres LBOs et +7,3% pour les sociétés « classiques ». Ce résultat est surprenant car on aurait pu s'attendre, en vertu de la théorie de l'asymétrie d'informations, à une décote plus faible pour les RLBOs et donc à une performance plus faible pour le premier jour de cotation. En effet, les investisseurs sont censés disposer de relativement plus d'informations sur les RLBOs que sur les LBOs et les sociétés « classiques » pour la simple raison que ces sociétés ont par le passé été cotées. Or, toute société cotée est tenue de fournir un certain nombre d'informations réglementaires au marché, les investisseurs ont donc à leur disposition des informations qui

ne leur sont pas fournies pour les introductions en bourse des autres LBOs ou de sociétés « classiques ». Nous pourrions ainsi supposer comme le fait Kjell Nyborg, professeur de finance à la London Business School, que la décote sert à dédommager les investisseurs pour les frais qu'ils ont engagé dans la recherche d'informations pour valoriser la société introduite en bourse.

Nous devrions donc avoir une décote plus faible pour les RLBOs ce qui n'est pas notre cas. Ce résultat n'est cependant pas contraire aux résultats de Cao et Lerner (2006) qui montrent une surperformance des RLBOs sur les autres types de sociétés le premier jour de cotation aux Etats-Unis. Il diffère en revanche des conclusions de Holthausen et Larcker (1996) pour qui les RLBOs performant moins bien que les sociétés « classiques » lors de leur premier jour de cotation avec un gain de 2,12%. Degeorge et Zeckhauser (1993) arrivent aux mêmes conclusions avec un gain au premier jour de cotation similaire (2,60%). Comment pouvons-nous alors justifier nos résultats ? Premièrement, Holthausen et Larcker (1996) et Degeorge et Zeckhauser (1993) ont basé leur étude empirique sur des sociétés introduites au milieu des années 1980 alors que nos recherches se basent sur des sociétés introduites près de quinze plus tard. Nous pouvons donc nous interroger sur un possible effet temps qui expliquerait ces différences de performance d'autant plus que notre période d'observation se situe au cœur de la fin du XXème siècle qui correspond à une période d'euphorie boursière. Ce phénomène est renforcé par le fait que la majorité des introductions en bourse de RLBOs s'est faite avant la crise de 2000 - 2001 comme nous l'avons vu précédemment.

iii. Le jeu de l'offre et de la demande

Cependant, cette surperformance moyenne des RLBOs n'est pas un cas isolé puisque les autres LBOs font aussi bien voire mieux que les RLBOs. Nous devons tout d'abord rétablir quelque peu la vérité qui transparaît de ces chiffres : la surperformance moyenne des LBOs est tirée vers le haut par le +46,7% réalisé par Brime Technologies pour son premier jour de cotation (un des premiers effets visibles de la bulle internet ?) qui est en outre le seul LBO introduit en 1999. Il n'en reste pas moins que cette surperformance est réelle et mérite d'être expliquée. Plusieurs facteurs plaident en faveur d'une décote plus importante pour les RLBOs. Premièrement, le risque perçu par les investisseurs est sans doute plus grand pour un LBO ou un RLBO que pour une société « classique » dans la mesure où les sociétés sous LBO cumulent un risque opérationnel et un risque financier lié à la dette. Ensuite, la performance économique des sociétés sous LBOs est comparativement bien meilleure que

celle des sociétés « classiques » l'année précédant son introduction en bourse comme le montrent Muscarella et Vetsuypens (1990) ou encore Holthausen et Larcker (1996) qui soulignent que cette surperformance économique persiste sur plus long terme. La demande des investisseurs serait donc plus importante pour ce type de sociétés en raison de leurs performances économiques passées ce qui justifierait une performance meilleure le premier jour de cotation. Enfin, les fonds de LBO, qui sont les actionnaires vendeurs, sont incités à offrir une décote généreuse aux investisseurs pour en quelque sorte « fidéliser » leur clientèle en vue de futures introductions en bourse. Les fonds de LBO sont effectivement amenés à faire régulièrement appel aux marchés financiers pour déboucler leurs montages LBO, ils ont donc tout intérêt à s'assurer une « porte de sortie » en offrant une décote plus importante que ce que nous aurions pu attendre afin d'attirer et de fidéliser les investisseurs.

Si nous regardons à présent plus en détail les performances réalisées par les différents types de sociétés, nous pouvons remarquer que les performances sont très disparates en fonction des années d'introduction. Notre échantillon de sociétés « classiques » reflète assez bien l'évolution des marchés financiers au fil des années 1995 à 2004. Ainsi, entre 1998 et 2000, la performance moyenne des sociétés « classiques » au premier jour de cotation oscille entre 14% et 18% alors qu'elle reste contenue entre 2% et 4% sur la période 2001 – 2004. Ce résultat est quelque peu surprenant car nous étions en droit de nous attendre à une corrélation inverse. En effet, en période d'euphorie boursière, la demande des investisseurs est relativement plus élevée qu'elle ne l'est dans des conditions de marché « normales ». Aussi, les actionnaires vendeurs n'ont pas besoin d'offrir une décote aussi importante lorsque la demande est forte, nous devrions donc avoir des performances faibles lorsque les marchés se portent bien et des performances plus élevées lorsque les marchés sont moroses. Nous pouvons nous risquer à une tentative d'explication de ce phénomène : tout d'abord, en période d'euphorie boursière, la demande est forte, bien plus forte que l'offre disponible, si bien que beaucoup d'investisseurs ne sont pas servis à la hauteur de leur demande lors du processus de souscription. La décote n'est pas pour autant réduite en raison des rigidités structurelles que nous avons évoqué précédemment. Les investisseurs profitent donc du premier jour de cotation, tant que le niveau de valorisation est encore « attractif », pour acheter les titres qu'ils n'ont pas reçus au moment de la souscription. Dans le même temps, la plupart des investisseurs qui ont reçu des titres souhaitent les garder sur une période plus ou moins longue pour obtenir une performance qu'ils ont déterminé. Dans un contexte de marchés haussiers, ils préfèrent généralement garder leurs titres, il y a donc les premiers jours

de cotation un déséquilibre entre l'offre et la demande qui favorise des performances élevées. A l'inverse, lorsque les conditions de marché sont mauvaises, même si la décote est plus importante, les investisseurs sont généralement servis à hauteur de leur demande (les taux de sursouscription sont plus faibles lorsque les conditions de marché sont difficiles) et n'ont donc pas besoin de se procurer des titres supplémentaires sur le marché. En outre, un faible taux de sursouscription constitue un signal négatif pour le marché dans la mesure où il montre que l'appétit des investisseurs pour la société introduite est relativement faible. Certains investisseurs vendront donc leurs titres dès le premier jour de cotation par crainte de voir le cours de bourse chuter en dessous du prix d'introduction. Enfin, la forte présence de sociétés issues du secteur des Nouvelles Technologies au sein de l'échantillon des sociétés « classiques » peut expliquer les performances élevées réalisées par ce groupe sur la période 1998 – 2000.

iv. L'effet sélectif de la dette

La performance des autres LBOs est beaucoup moins volatile si nous faisons abstraction des années 1999 et 2003 au cours desquelles seule une société a été introduite. La performance des autres LBOs reste globalement supérieure à celle des sociétés « classiques » sauf en 2004. Il est somme toute logique de retrouver ces résultats dans la mesure où la dette agit comme un critère de « sélection naturelle ». En effet, les sociétés introduites en bourse sont celles qui ont survécu au poids de la dette pendant un certain nombre d'années et qui ont été capables d'améliorer leurs performances opérationnelles pour faire face aux échéanciers de la dette. Les sociétés les moins performantes ont disparu, accablées par le poids de la dette. Notre échantillon est donc globalement constitué de sociétés très performantes, le raisonnement s'applique également aux RLBOs et permet en partie d'expliquer leur surperformance. A l'inverse, les sociétés « classiques » n'ont pas passé ce test de présélection que constitue la dette : ce sont en effet généralement soit des sociétés familiales financées majoritairement par capitaux propres (les familles n'aiment pas beaucoup le risque de la dette), soit des spin-offs de grands groupes, soit des sociétés en croissance qui ont été financées par des *business angels* ou des capital-risqueurs (donc principalement par capitaux propres). Aussi, la qualité des sociétés « classiques » est sans doute moins bonne que celle des échantillons de LBOs et RLBOs. Cette explication est en outre conforme aux résultats obtenus par Muscarella et Vetsuypens (1990) quant aux différences de performances économiques des RLBOs l'année précédant leur introduction en bourse. Le gearing moyen

illustre parfaitement ce phénomène puisque pour les LBOs il ressort à 44,1% et pour les RLBOs il atteint 38,6%, ces chiffres sont relativement faibles pour des sociétés sous LBO. Ils traduisent le succès des sociétés introduites en bourse dont la majorité a dégagé des résultats suffisants pour réduire significativement son endettement et donc son gearing.

Degeorge et Zeckhauser (1993) proposent une autre explication à ce phénomène de gearing relativement faible en reprenant le modèle du « debt overhang » développé pour la première fois par Stewart C. Myers en 1977. Les fonds de LBO seraient réticents à introduire leurs sociétés en bourse dès lors que le niveau de dette est trop élevé (et donc très risqué) car l'introduction en bourse, qui nécessite toujours une part d'émission primaire, se traduirait par un transfert de valeur au profit des créanciers. En effet, l'augmentation de capital apporte des capitaux propres et donc de l'argent frais à la société, la dette devient alors moins risquée ce qui entraîne une appréciation des titres de dette détenus par les créanciers alors que parallèlement le fonds de LBO voit sa participation réduite par l'arrivée de nouveaux actionnaires. Les fonds de LBO n'ont donc aucune raison d'introduire en bourse des sociétés fortement endettées car le transfert de valeur au profit des créanciers sera d'autant plus grand que le levier est élevé. C'est la raison pour laquelle seuls les LBOs avec des niveaux de levier réduits s'introduisent en bourse.

Enfin, toujours selon Degeorge et Zeckhauser (1993), les sociétés performantes sont plus susceptibles d'être introduites en bourse que les autres car leurs dirigeants profitent d'une année meilleure que prévue en terme de résultats pour lancer leur processus d'introduction en bourse. A l'inverse, lorsque les résultats sont décevants, les dirigeants ne lanceront pas le processus d'introduction en bourse de leur société car ils nourrissent l'espoir de retrouver les niveaux de performance passés et de pouvoir vendre leur société plus chère qu'ils ne le pourraient dans les conditions actuelles.

v. Des résultats manipulés ?

La performance des RLBOs reste supérieure à celle des sociétés « classiques » sur la majeure partie des années étudiées même si le faible nombre de RLBOs introduits entre 2001 et 2003 (seulement un par an) ne nous permet pas de dégager des conclusions fermes pour cette période. En revanche, entre 1995 et 1998 et en 2000 et 2004, les RLBOs surperforment largement les autres sociétés introduites à la même époque. L'ensemble des explications justifiant la surperformance des autres LBOs s'applique également aux RLBOs, en particulier la sélectivité de la dette. L'année 1999 fait figure d'exception avec une performance négative

alors que les conditions de marché étaient relativement favorables puisque le CAC 40 s'adjuge 51% sur l'année 1999 et le FTSE 100 près de 18%. Ce dernier a mis un peu plus de temps pour se remettre de la crise financière russe et de la faillite du fonds LTCM. Nous pouvons cependant remarquer que la performance de l'année 1999 n'est déterminée que par deux sociétés introduites ce qui peut laisser la place à une exception statistique. De plus, comme nous l'avons vu précédemment, peu de RLBOs sont issus du secteur des Nouvelles Technologies ce qui a pu constituer un handicap dans un contexte de bulle internet naissante. La performance des RLBOs en 1999 pâtit sans doute de la désaffection de certains secteurs qui ne sont pas « à la mode ».

Il semblerait en outre que les actionnaires vendeurs doivent accorder une décote supérieure à celle pratiquée par les sociétés « classiques » en raison du phénomène de « earnings management » et « performance manipulation » mis en évidence par Degeorge et Zeckhauser (1993). En effet, les managers de LBOs sont non seulement intéressés sur les résultats de la société mais aussi à son capital. Ils ont donc une double raison d'obtenir les meilleurs résultats possibles. Comme le montrent Degeorge et Zeckhauser (1993), il est possible de manipuler des résultats en empruntant par exemple sur les performances passées ou futures (réduction des dépenses d'investissement ou de recherche & développement par exemple). Cependant, le marché n'est pas dupe et, à moins que les dirigeants parviennent à prouver qu'ils n'ont pas manipulé les résultats, le marché supposera que les résultats sont effectivement manipulés ce qui justifie une décote plus importante pour attirer les investisseurs. Si Degeorge et Zeckhauser (1993) ne parviennent pas à démontrer cette dernière hypothèse, Chou, Goh, Gombola et Liu (2002) montrent en revanche que les dirigeants manipulent bel et bien les résultats l'année précédant l'introduction de leur société en bourse.

vi. Conclusion

L'étude des performances des introductions en bourse au premier jour de cotation révèle que les RLBOs et les LBOs surperforment systématiquement leurs marchés de référence. De plus, en moyenne et dans la très grande majorité des années étudiées, les RLBOs font mieux que les sociétés « classiques » pour leur premier jour de cotation avec une performance moyenne deux fois supérieure. Plusieurs facteurs, outre la traditionnelle décote d'introduction en bourse, permettent d'expliquer cette surperformance. Ainsi, l'asymétrie d'informations qui existe entre les actionnaires vendeurs et les investisseurs mais aussi le jeu

de l'offre et de la demande ou encore les effets sélectifs de la dette apportent leur lot d'explications. De même, la manipulation intentionnelle ou non des résultats des sociétés sous LBO l'année précédant leur introduction en bourse plaide en faveur d'une décote plus importante et donc d'une surperformance plus élevée le premier jour de cotation. Passée l'euphorie des premiers jours, nous pouvons nous demander si cette surperformance des RLBOs persiste à plus ou moins long terme, c'est l'objet de notre prochaine section.

c. La surperformance persiste-t-elle sur plus longue période ?

i. Analyse des principaux résultats obtenus

Nous avons calculé la performance boursière des sociétés de notre échantillon après un an, deux ans et trois ans de cotation, les résultats sont présentés dans les tableaux 5, 6 et 7 disponibles en annexes.

En moyenne, après un an de cotation, l'ensemble des sociétés introduites en bourse, quelles que soient leurs caractéristiques, surperforment leur marché de référence. Ainsi, les autres LBOs obtiennent la meilleure performance avec un indice de performance relative de 1,47 contre 1,23 pour les sociétés classiques et 1,21 pour les RLBOs qui affichent donc la performance relative la plus faible. Ce résultat est conforme aux recherches de DeGeorge et Zeckhauser (1993) qui indiquent que les performances économiques des RLBOs déçoivent généralement après leur introduction en bourse. Ils ne parviennent néanmoins pas à montrer que ce ralentissement des performances économiques se traduit pour une moindre performance en bourse. Il faut bien avouer que nous sommes dans le même cas car si nous regardons la performance du portefeuille pondéré par les valeurs de marché alors la performance des RLBOs est à nouveau supérieure à celle des sociétés « classiques » avec un indice de performance relative de 1,25 pour les RLBOs contre 1,13 pour les sociétés « classiques ». Ce résultat semble indiquer que la performance des sociétés « classiques » est avant tout tirée vers le haut par des sociétés de petite taille alors que celle des RLBOs est soutenue par les sociétés de taille plus importante.

Après deux ans de cotation, la performance des RLBOs et des autres LBOs est sensiblement identique ce qui tend à montrer que sur longue période les avantages conférés par le modèle économique des LBOs persistent alors que la différence de qualité d'informations qui pouvait exister entre ces deux groupes s'estompe à mesure que ces sociétés publient leurs informations trimestrielles. Cette performance reste en outre largement supérieure à celle des sociétés « classiques » puisque l'indice de performance relative par

rapport au portefeuille benchmark est de 1,25 pour les sociétés « classiques » contre 1,40 pour les RLBOs et 1,43 pour les autres LBOs. Le constat reste le même après trois ans de cotation même si l'écart de performance entre les RLBOs, les autres LBOs et les sociétés « classiques » tend à se réduire progressivement puisque la performance relative des RLBOs est de 1,32 au bout de trois ans contre 1,27 pour les autres LBOs et 1,23 pour les sociétés « classiques ». Nous retrouvons les mêmes résultats que Holthausen et Larcker (1996) qui relèvent une légère détérioration des performances des RLBOs sur longue période. De même, nos résultats rejoignent les conclusions de Cao et Lerner (2006) qui montrent que les RLBOs surperforment systématiquement le marché et les autres sociétés introduites en bourse. Ils ajoutent que la surperformance est particulièrement forte la première année, puis au bout de quatre et cinq ans alors que l'écart de performance est moins vérifiable au bout de deux et trois ans.

Si nous étudions plus en détail les performances en fonction des différentes années d'introduction en bourse, nous pouvons nous apercevoir de la très grande variabilité de ces performances en fonction des conditions de marché. Ainsi la performance relative des sociétés introduites en 1999 est plus de deux fois supérieure à celle des sociétés introduites en 2000 après un an de cotation. Cela semble indiquer que les performances des sociétés introduites en bourse sont meilleures que le marché lorsque les conditions sont favorables alors qu'elles sont relativement moins bonnes que le marché lorsque les conditions se détériorent. Nous pouvons expliquer ce phénomène par le fait que la majeure partie des sociétés introduites sont des sociétés en croissance qui sont donc plus vulnérables aux aléas de la conjoncture que les sociétés plus matures déjà présentes sur le marché. Les RLBOs semblent en effet moins souffrir des mauvaises conditions de marché que les sociétés « classiques » puisque mis à part en 1997 et en 2001, ils résistent plutôt bien à un marché morose. Or, les RLBOs sont des sociétés relativement matures qui ont déjà été cotées par le passé et qui évoluent dans des secteurs un peu moins sensibles aux variations d'activité. De plus, elles ont subi une importante restructuration pendant leur période de LBO qui leur permet de mieux affronter les crises que les sociétés « classiques ». Les valeurs RLBOs présenteraient donc un caractère défensif lorsque les conditions de marché sont mauvaises sans pour autant que cela remette en cause leur potentiel de croissance lorsque les conditions redeviennent favorables.

ii. Des sociétés comparativement meilleures

Nous serions tentés d'expliquer cette meilleure performance des RLBOs et des autres LBOs par la persistance d'un modèle économique et organisationnel qui permet d'améliorer sensiblement l'efficacité opérationnelle et les performances économiques. Comme le montrent Holthausen et Larcker (1996) la performance comptable des RLBOs est supérieure à celle de leur secteur et du marché en général non seulement l'année précédant leur introduction en bourse, comme nous l'avons évoqué plus haut, mais aussi pendant les quatre années suivant cette introduction. Cette thèse est cohérente avec le fait que la majeure partie des RLBOs et des LBOs sont des sociétés très performantes comme nous l'avons expliqué précédemment ce qui n'est pas forcément le cas des sociétés « classiques ». De plus, il est probable que le levier plus important dont bénéficient les RLBOs et les autres LBOs accélère significativement les performances économiques de ces sociétés.

Degeorge et Zeckhauser (1993) apportent cependant un avis contraire en montrant que les performances économiques des RLBOs déçoivent les investisseurs après leur introduction en bourse, notamment parce que les résultats comptables de ces sociétés ont fait l'objet de manipulation de la part de leurs dirigeants l'année précédant l'introduction en bourse. Ils ne parviennent cependant pas à trouver des indices de sous-performance boursière dans les faits, signe sans doute que les investisseurs ne sont pas dupes quant aux manipulations opérées par les managers. Les mauvaises performances comptables sont en quelque sorte attendues par le marché et déjà incluses dans les valorisations des sociétés au moment de l'introduction puisque nous avons vu que la décote d'introduction est plus importante pour les RLBOs que pour les sociétés « classiques ».

iii. Les acquisitions soutiennent les performances

Une des raisons qui peuvent expliquer la surperformance globale des introductions en bourse par rapport au marché et la surperformance relative des RLBOs par rapport aux sociétés « classiques », c'est le nombre important de sociétés acquises au cours de notre période d'observation. La prime de contrôle payée par l'acquéreur accroît fortement la performance réalisée par les sociétés qui font l'objet d'une OPA. Il semblerait que les RLBOs et les autres LBOs soient plus fréquemment les cibles d'acquisition que les sociétés « classiques » comme le démontrent Mian et Rosenfeld (1993). Leur étude empirique montre que la surperformance des LBOs est en partie liée à la forte proportion de sociétés acquises pendant les trois années suivant leur introduction en bourse. Ainsi, après trois ans de

cotation, près de 39% des RLBOs étudiés avaient été acquis et retirés de la cotation, ces RLBOs offraient en outre une performance deux fois supérieure aux autres sociétés. De plus, Mian et Rosenfeld (1993) montrent que les acquisitions sont plus fréquentes pour les sociétés ayant un actionnaire actif important. Plus les fonds de LBO conservent de poids dans les RLBOs, plus ceux-ci sont susceptibles d'être rachetés, notamment par un autre fonds. Les fonds de LBO choisissent en effet généralement de céder leur bloc restant à un autre fonds qui choisit alors de lancer une offre d'achat sur l'ensemble du capital restant afin de retirer la société de la cotation et pouvoir monter un nouveau LBO. Enfin, les sociétés « classiques » sont moins susceptibles de faire l'objet d'une offre d'achat car elles sont souvent contrôlées par un actionnariat familial qui n'a pas envie de céder sa société, c'est également parfois le cas de certains grands groupes possédant des filiales cotées.

iv. Conclusion

Même sur plus longue période, les RLBOs et les autres LBOs continuent d'afficher une surperformance par rapport au marché. Ils continuent en outre de faire mieux que les sociétés « classiques » bien que l'écart de performance se réduise progressivement au fil du temps. Cette surperformance s'explique principalement par une performance économique meilleure que prévue, par les effets persistants du modèle LBO et du levier de la dette ainsi que par une plus grande attractivité des RLBOs aux yeux des acheteurs dont la prime de contrôle offerte dope fortement la performance boursière des RLBOs.

Comme nous l'avons remarqué au cours de notre développement, il existe des différences significatives entre les deux types de portefeuille que nous avons constitué. Nous avons en particulier mis en lumière précédemment un potentiel effet taille sur la performance des sociétés introduites en bourse. Curieusement, ce phénomène semble jouer positivement pour les RLBOs et négativement pour les sociétés « classiques » comme nous pouvons le constater dans le tableau 5. Nous allons donc tenter dans la prochaine section de vérifier s'il existe des preuves statistiques d'une telle corrélation.

d. La taille impacte-t-elle la performance des sociétés introduites en bourse ?

i. Présentation des principaux résultats obtenus

Le tableau 8 expose en annexes les principaux résultats de nos régressions linéaires réalisées sur l'ensemble de notre échantillon et sur nos trois sous-ensembles que sont les

RLBOs, les autres LBOs et les sociétés « classiques » avec la capitalisation boursière pour variable explicative. Nous avons étudié les performances réalisées par les différents groupes sur très court terme (1 jour) et sur plus long terme (jusqu'à 3 ans après l'introduction en bourse). La taille moyenne, mesurée par la capitalisation boursière des sociétés au soir du premier jour de cotation, est très variable d'un groupe à un autre. Ainsi, si la capitalisation boursière moyenne de l'ensemble des 507 sociétés de notre échantillon atteint 742,8 millions d'euros (médiane à 130,2 M€), celle des sociétés « classiques » est beaucoup plus élevée puisqu'elle est de 822,8 millions d'euros (médiane à 130,2 M€). La capitalisation boursière moyenne des sociétés « classiques » est notamment tirée vers le haut par certaines introductions en bourse « géantes » à l'image d'Orange (45,1 MM€), de Wanadoo (25,0 MM€), de France Telecom (31,5 MM€) ou encore de Granada Media (13,8 MM€). La capitalisation boursière des RLBOs est logiquement plus petite avec une moyenne de 334,7 millions d'euros (médiane à 161,4 M€) qui reste néanmoins supérieure à celle des autres LBOs dont la capitalisation boursière moyenne s'élève à 200,0 millions d'euros (médiane à 104,9 M€). Ces résultats ne sont pas étonnant dans la mesure où les fonds de LBOs ont fait des sociétés de taille moyenne leur cœur de cible dans les années 1990, à une époque où les capitaux alloués au marché du LBO en Europe n'étaient pas aussi importants qu'aujourd'hui. De plus, au début des années 1990, le marché du LBO n'en est encore qu'à ses balbutiements, les banques n'accordent pas les mêmes facilités de crédit que celles qu'ont pu connaître les fonds en 2006 – 2007, il était donc plus facile de monter des opérations de LBO sur des sociétés de taille moyenne que sur des sociétés de taille plus importante.

Les résultats de nos régressions ne sont globalement pas très satisfaisants. Nous ne parvenons effectivement pas à obtenir les preuves de l'existence d'une corrélation entre la capitalisation boursière et la performance boursière des sociétés introduites sur le court terme. Le pouvoir explicatif de nos régressions, mesuré par le R^2 , est très faible quand il n'est pas tout simplement égal à 0. Sur le long terme, cette absence de corrélation se vérifie de nouveau pour les RLBOs et les autres LBOs. En revanche, une corrélation positive semble se dégager sur plus long terme pour les sociétés classiques avec un seuil de signification supérieur à 95%. Conscients de l'existence de multiples variables explicatives concernant la performance boursière, nous avons cherché à neutraliser les effets potentiels de l'année d'introduction (pour tenter de réduire l'influence des cycles financiers) et du secteur d'activité dont nous savons qu'il joue un grand rôle dans la performance boursière des sociétés. Ce deuxième jeu de régressions confirme nos précédentes conclusions à savoir que nous ne pouvons pas

confirmer l'existence d'un lien entre la taille des sociétés et la performance boursière des RLBOs et des autres LBOs. Il confirme en revanche l'existence d'une corrélation positive entre la taille des sociétés « classiques » et leur performance boursière sur le long terme (2 ans et 3 ans) avec un intervalle de confiance inférieur à 5%. En outre, le niveau du R^2 est significativement amélioré.

ii. Une absence de corrélation déjà mise en évidence pour les RLBOs

Nos résultats sont conformes aux précédentes études empiriques réalisées notamment par Cao et Lerner (2006) qui ne parviennent pas non plus à établir un lien entre la performance des RLBOs et leur capitalisation boursière. Leurs résultats sont, comme les nôtres, non significatifs. Ils mettent cependant en évidence une corrélation positive entre la performance des RLBOs et la taille, non pas de la société elle-même, mais de son fonds sponsor. Cette corrélation expliquerait notamment pourquoi les RLBOs performant aussi bien sur le court terme, la visibilité de leurs fonds sponsors leur procurerait un avantage en terme de communication et d'appétit des investisseurs. En effet, lorsqu'un fonds de renommée internationale comme Blackstone ou 3i lance l'introduction en bourse de l'un de ses LBOs en portefeuille, la presse économique est plus encline à relayer l'information et promouvoir l'introduction en bourse que lorsque ce sont des fonds de taille et de renommée plus réduite qui sponsorisent l'introduction. De plus, il est plus facile pour les *listing sponsors* d'organiser des *roadshows* auprès des investisseurs lorsqu'il s'agit de sociétés soutenues par de grands fonds de LBO. Enfin, les fonds de LBO de taille importante sont plus susceptibles que les fonds plus petits d'organiser régulièrement des introductions en bourse et donc de fidéliser une clientèle d'investisseurs institutionnels en offrant systématiquement une décote d'introduction avantageuse. Ce support offert par les fonds de LBO à leurs sociétés en portefeuille s'applique quel que soit leur taille ce qui peut expliquer l'absence de corrélation entre la performance des RLBOs et leur capitalisation boursière.

iii. Le lien entre taille et performance pour les sociétés « classiques »

Tentons à présent d'expliquer l'existence d'une corrélation positive entre la taille et la performance boursière des sociétés « classiques » sur le long terme. A la différence des RLBOs et des LBOs, il est sans doute plus difficile de faire une bonne campagne de

communication avant son introduction en bourse pour une société « classique » avec un actionnariat généralement familial qui ne dispose pas d'autant de moyens ni des réseaux des grands fonds de LBO. De plus, plus une société introduite est de taille importante, plus elle aura de chances d'être mise en bourse par une banque d'affaires ou un bureau de recherche renommé disposant de liens privilégiés avec les investisseurs. En outre, il va de soit que plus une société a une taille importante, plus elle a de chances d'intégrer un indice et donc de voir sa notoriété se développer, notamment par les relais d'informations que constituent les journalistes financiers.

Nous pouvons également ajouter que les analystes financiers ont une plus grande propension à couvrir des sociétés de taille importante plutôt que des sociétés de taille moyenne car leur rémunération est indexée sur le volume d'ordres passés par leurs clients qui sera d'autant plus important que la taille de la société est élevée. Or, le suivi des analystes, et notamment ceux des grandes banques d'affaires, a un impact considérable sur la liquidité des sociétés suivies et sur leur performance. En formulant leurs recommandations sur telle ou telle société, les analystes mettent en lumière les facteurs qui tirent les performances des sociétés. Surtout, ils sont amenés à proposer ces mêmes sociétés à leurs clients qui décideront ou non d'investir par la suite. Les sociétés non suivies par des analystes sont clairement désavantagées. Enfin, nombre de fonds d'investissement ont des objectifs de capitalisation moyenne des sociétés en portefeuille. Plus la capitalisation boursière d'une société introduite sera élevée et plus elle sera susceptible d'être la cible de fonds d'investissement. Or, la montée d'un fonds au capital d'une société se traduit le plus souvent par une appréciation significative de son cours de bourse qui tire ainsi les performances vers le haut. L'impact de la taille se ressent avant tout sur les performances long terme car il faut un certain temps aux analystes financiers pour initier la couverture d'une société récemment introduite en bourse, le même principe s'applique aux fonds d'investissement.

iv. Conclusion

Les résultats de nos analyses statistiques ne nous permettent pas d'établir un lien entre la performance des RLBOs et leur capitalisation boursière. En revanche, nous avons mis en évidence une corrélation positive entre la taille des sociétés « classiques » introduites en bourse et leur capitalisation boursière. Cette corrélation peut s'expliquer par des différences de diffusion d'informations, par des degrés de couverture des analystes variables et les stratégies adoptées par les fonds d'investissement.

Si la taille des RLBOs ne permet pas d'expliquer, au moins en partie, leur performance en bourse, d'autres facteurs ont sans doute un impact sur cette performance. C'est en particulier peut-être le cas du niveau de dette, du nombre de mois passés sous LBO ou encore de la part du capital restant aux mains des actionnaires historiques après l'introduction en bourse, dont nous nous proposons d'étudier les possibles effets dans la section suivante.

IV. Comment expliquer la performance des RLBOs ?

a. L'absence de corrélation à court terme

Nous présentons les résultats de nos régressions multiples dans le tableau 9 disponible en annexes. Nous avons cherché à établir l'existence d'un lien statistique entre la performance boursière d'une part (variable dépendante) et trois facteurs susceptibles de l'expliquer du moins en partie (variables indépendantes) : le gearing qui mesure le degré de levier de la dette, le nombre de mois passés dans la sphère privée par le RLBO et le pourcentage du capital retenu par les actionnaires vendeurs à l'issue de l'introduction en bourse. Si l'effet de la dette sur les performances boursières est largement discuté par nombre d'études empiriques, il devrait en tout état de cause exister une corrélation entre le nombre de mois passés sous LBO et la performance boursière du RLBO. Nous pouvons en effet supposer que plus une société passe de temps sous LBO, plus le fonds et l'équipe de management qu'il nomme a le temps de mettre en place les réformes structurelles permettant d'améliorer l'efficacité opérationnelle de la société. Nous devrions donc observer une corrélation positive entre performance et nombre de mois passés sous LBO avec sans doute une atténuation progressive au fil du temps. Nous pouvons en effet faire l'hypothèse que les sociétés perdent progressivement les stimuli du modèle LBO en évoluant dans la sphère publique. De même, d'après la théorie du signal, nous pouvons supposer qu'il existe une corrélation positive entre la part du capital retenue par les actionnaires vendeurs et la performance boursière car si les actionnaires vendeurs gardent une part importante du capital du RLBO, cela signifie qu'ils jugent que leur société reste sous-évaluée au moment de l'introduction en bourse ce qui constitue un signal positif envoyé au marché. Ce lien est sans doute plus présent à court terme qu'à long terme puisque le fonds est susceptible de vendre sa participation au fil de l'eau.

Le tableau 9 nous réserve cependant son lot de surprises. Ainsi, nous obtenons une corrélation négative entre le gearing et la performance boursière à un jour même si le coefficient de signification ne nous offre qu'un intervalle de confiance de 10%. Le R^2 est néanmoins satisfaisant (0,132) si l'on tient compte du fait que nous n'utilisons que trois variables. Il semblerait donc que les investisseurs plébiscitent moins les RLBOs avec un fort levier ou que les RLBOs avec un niveau de dette important soient mieux valorisés que les autres. Il n'existe pas de raison valable justifiant ce second point dans la mesure où ce sont les mêmes acteurs (fonds de LBO et banques d'affaires) qui réalisent les introductions en bourse

des RLBOs qu'ils aient ou non un niveau de dette élevé. En revanche, le modèle du « debt overhang » de Myers peut nous permettre d'expliquer cette corrélation négative. Plus une société possède un niveau d'endettement élevé et plus les capitaux propres levés à travers l'émission primaire, au moment de l'introduction en bourse, seront susceptibles d'être affectés au remboursement de la dette. Or, les investisseurs sont logiquement réticents à participer à une opération qui se traduit par un transfert de valeur au profit des créanciers, c'est sans doute une des raisons pour lesquelles il existe une corrélation négative entre le gearing et la performance boursière au premier jour de cotation des RLBOs. Nous pouvons cependant noter que cette corrélation disparaît lorsque nous prenons en compte les effets potentiels du secteur d'activité et de l'année d'introduction. Le coefficient du gearing n'est en effet plus du tout significatif et ce malgré un R^2 fortement amélioré (0,563).

Les régressions effectuées sur les performances des RLBOs à un an et deux ans ne nous permettent pas de dégager l'existence d'une corrélation entre nos variables dépendantes et nos variables indépendantes. Nous pouvons supposer que, sur cet horizon de temps, ce sont avant tout des données conjoncturelles qui influencent le cours de bourse comme l'évolution générale des marchés, les performances du secteur ou encore les publications d'informations telles que les communiqués de presse ou même les rumeurs. En revanche, sur plus longue période, nos régressions statistiques attestent de l'existence d'un lien entre la performance sur 3 ans des RLBOs et leur gearing d'une part et la part conservée par les actionnaires vendeurs d'autre part.

b. La dette accélère la performance boursière à long terme

Il existe une corrélation positive entre le gearing et la performance sur 3 ans des RLBOs avec un coefficient de signification qui nous donne un intervalle de confiance inférieur à 10%. Le niveau du R^2 est en outre plus que satisfaisant (0,259) compte tenu du fait que nous n'utilisons que trois variables explicatives. En utilisant la méthode backward, nous pouvons même retirer de notre régression la variable exprimant le nombre de mois passés sous LBO dont le pouvoir explicatif est très faible. Nous obtenons en effet un R^2 équivalent (0,258) alors que dans le même temps les coefficients de signification des deux variables restantes s'améliorent fortement. La corrélation reste ainsi positive mais cette fois-ci nous obtenons un intervalle de confiance de 5% avec notre coefficient de signification.

Tableau 10 : Résultat des régressions à deux variables sur la performance à 3 ans des RLBOs

Variables indépendantes	Variables dépendantes	
	Performance 3 ans	Performance 3 ans
Gearing	0,305	0,395
Sig.	(0,051)	(0,060)
Pourcentage du capital conservé par le fonds	-0,306	-0,292
Sig.	(0,050)	(0,163)
R ²	0,258	0,641
Taille de l'échantillon	41	41
Effet temps fixé	NON	OUI
Effet secteur fixé	NON	OUI

Même en ajoutant les effets potentiels du temps et du secteur d'activité, notre corrélation positive entre le gearing et la performance boursière sur trois ans des RLBOs persiste. Nos résultats sont conformes aux conclusions de Cao et Lerner (2006) qui montrent sur leur échantillon de 496 RLBOs qu'un levier important ne se traduit pas par des performances plus faibles. Nous sommes en mesure d'aller plus loin en affirmant qu'un levier important permet au contraire d'obtenir des performances plus élevées à long terme. En effet, l'utilisation d'un niveau important de dette offre des avantages non négligeables : il permet non seulement d'accélérer les performances de la société en finançant les investissements avec une part importante de dette (moins chère sur le papier que les capitaux propres) mais aussi de résoudre les problèmes d'agence qui peuvent exister au sein de cette société. L'utilisation de la dette permet d'aligner les intérêts des managers et des actionnaires car les managers doivent générer suffisamment de cash pour pouvoir faire face aux échéanciers de la dette. Ils contribuent ainsi à accroître ou à tout le moins à maintenir les performances opérationnelles de leur société ce qui constitue des bonnes nouvelles pour les investisseurs qui valorisent alors beaucoup mieux la société. Le cours de bourse s'apprécie et conduit à une performance bien supérieure. Il y a malgré tout un risque à recourir à l'endettement pour la société qui va cumuler risque opérationnel et risque financier. La surperformance peut alors sans doute s'expliquer par des niveaux de risques différents parmi les sociétés étudiées. Nous pouvons néanmoins remarquer que les RLBOs sont des sociétés qui plus que les autres sont capables de faire face à des niveaux d'endettement élevés comme ce fut le cas pendant leur période sous LBO. Il serait néanmoins intéressant de comparer la

performance des RLBOs et autres LBOs en prenant en compte le risque sans doute plus élevé que pour les sociétés classiques.

c. Le contrôle du fonds nuit aux performances à long terme des RLBOs

Notre jeu de régressions nous a par ailleurs permis de mettre en évidence l'existence d'une corrélation cette fois-ci négative entre la performance des RLBOs sur 3 ans et la part du capital restée aux mains des fonds de LBO. Le coefficient de signification nous donne un intervalle de confiance de 5% dans notre première régression du tableau 10. En revanche, le coefficient est beaucoup moins significatif dans la seconde régression. Il mérite tout de même que nous tentions d'y apporter une explication. Les résultats sont en effet inverses à ce que nous aurions pu prévoir. Mian et Rosenfeld (1993) montrent que la présence de fonds de LBO actifs au capital des RLBOs augmente la fréquence des acquisitions de RLBOs post introduction en bourse. Ils l'expliquent par le fait que les fonds de LBO ayant gardé une part importante du capital revendent généralement leur participation à d'autres fonds pour sortir définitivement de ces sociétés plutôt que de vendre progressivement leur participation sur le marché. C'est une solution plus rapide que la revente sur le marché, elle permet en outre d'éviter les éventuels signaux négatifs qui pourraient naître d'une telle vente. Au surplus, la vente d'un bloc, en particulier important, est susceptible de faire l'objet d'une prime de contrôle. Il est donc bien plus profitable pour un fonds de revendre son bloc en une seule fois à un investisseur, généralement un autre fonds de LBO ou un fonds d'investissement.

On comprend alors difficilement l'existence d'une corrélation négative entre le poids des anciens actionnaires post introduction en bourse et la performance des RLBOs sur 3 ans. Il nous semble que les conclusions de Mian et Rosenfeld (1993) sont quelque peu datées. En effet, l'incroyable développement des fusions-acquisitions depuis le milieu des années 1990 a profondément transformé la dynamique des marchés. Si autrefois la vente d'un bloc par un fonds à un autre investisseur constituait le point de départ des acquisitions, nous pouvons aujourd'hui dire qu'elle n'est plus nécessaire. Au contraire, plus un fonds garde une emprise sur sa société et moins elle est susceptible de faire l'objet d'une OPA. Il est en effet plus facile de racheter des sociétés non contrôlées que des sociétés ayant des actionnaires majoritaires forts qui négocieront sans doute une prime de contrôle venant augmenter de manière significative le coût de l'acquisition. De plus, les fonds d'investissement dont le rôle est bien plus important aujourd'hui qu'il ne l'était dans les années 1980 préfèrent investir dans des

sociétés non contrôlées. Ils ont ainsi la possibilité, lorsque le capital est très dispersé, de pouvoir contrôler une société avec une faible part du capital et des droits de vote à l'image des récentes arrivées de Wendel au capital de Saint-Gobian ou bien celle du tandem Arnault-Colony chez Carrefour ou encore le même Colony allié à Eurazeo au sein du capital d'Accor. Or, nous savons bien que lorsqu'un fonds d'investissement entre au capital d'une société, cela se traduit inévitablement par une appréciation du cours de bourse de cette société qui reste durablement supérieur au niveau précédant l'arrivée du fonds (toute chose égale par ailleurs). Il est donc possible qu'un RLBO non contrôlé réalise sur trois ans une performance boursière supérieure à celle d'un RLBO dont la majorité du capital reste détenue par un fonds de LBO. Nous pouvons également ajouter que plus un fonds de LBO offre de titres sur le marché au moment de l'introduction en bourse, plus le flottant du RLBO est important et donc plus la liquidité est grande. Ce RLBO attirera alors certainement plus d'investisseurs qu'un RLBO comparable qui resterait majoritairement contrôlé par un fonds. Nous retrouvons les mêmes arguments que nous avons exposé pour l'importance de la capitalisation boursière à savoir qu'un RLBO disposant d'un flottant important sera plus susceptible d'être suivi par de nombreux analystes qui y verront l'opportunité de développer leur activité de courtage.

Conclusion

A travers l'étude d'un échantillon de 507 sociétés introduites en bourse entre 1995 et 2004 au Royaume-Uni et en France, nous avons tenté de mieux comprendre les tenants et aboutissants des performances boursières de ces sociétés sur le court terme et sur un horizon plus large. Nous nous sommes en particulier intéressés aux 41 RLBOs introduits en bourse sur la période. Nous avons ainsi pu mettre en évidence l'existence d'une surperformance systématique des RLBOs et des autres LBOs sur les sociétés introduites en bourse à pareille époque. Nous avons observé cette surperformance à la fois sur le court terme et sur plus longue période même si nous avons pu remarquer une réduction progressive de l'écart de performance entre les RLBOs et les sociétés « classiques » au bout de trois ans.

De plus, nous avons été en mesure d'établir l'existence d'une corrélation positive entre la taille des sociétés « classiques » et leur performance boursière sur trois ans. Nous n'avons en revanche pas pu prouver l'existence d'une telle corrélation pour les RLBOs. De même, il n'existe aucune preuve permettant d'affirmer qu'un RLBO performera d'autant moins que la durée de son LBO aura été courte. Nos recherches nous ont néanmoins permis de mettre en évidence une relation inverse entre la part du capital du RLBO restée aux mains du fonds de LBO et sa performance boursière sur trois ans. Enfin, nous avons pu constater que la performance des RLBOs sur longue période était positivement corrélée avec le niveau d'endettement de la société.

En dépit du grand nombre de recherches menées sur les RLBOs depuis le début des années 1990, il reste encore très difficile d'explicitier les raisons de leur surperformance en bourse. Il n'existe sans doute pas une seule et unique combinaison de facteurs permettant d'expliquer ces écarts de performance. Il y a certainement un effet temps qui tend à modifier les causes de la surperformance des RLBOs depuis les années 1980. Il serait ainsi intéressant d'étudier la performance des RLBOs apparus depuis le début des années 2000 pour voir si l'augmentation du levier de la dette a eu une incidence sur les performances de ces sociétés en bourse. En outre, d'autres facteurs explicatifs potentiels mériteraient selon nous d'être étudiés plus en détails : ainsi il serait intéressant d'étudier l'impact potentiel de l'intéressement du management sur les performances boursières des RLBOs. Il s'agirait d'étudier non seulement les effets des différentes techniques d'intéressement aux résultats de la société une fois le RLBO introduit en bourse (en les comparant notamment à celles mises en place dans les autres groupes cotés) mais aussi de s'intéresser d'un peu plus près à la part du capital détenue

par le management après l'introduction en bourse des RLBOs (très important dans les montages de MBO) et à son impact sur la performance boursière de ces sociétés sur le court terme (signal positif) et sur plus long terme.

Bibliographie

Rock K. (1986). "EHY New Issues Are Underpriced", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15 Issue 1 / 2, pp. 187-212

Franklin A., Faulhaber G. R. (1989). "Signaling by Underpricing in the IPO Market", *Journal of Financial Economics*, Vol. 23 Issue 2, pp. 303-323

Muscarella C. J., Vetsuypens M. R. (1990). "Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs", *The Journal of Finance*, Vol. XLV, N° 5, pp 1389-1413

Kaplan S. (1991). "The Staying Power of Leveraged Buyouts", *Journal of Financial Economics*, Vol. 29 Issue 2, pp. 287-314

Mian S., Rosenfeld J. (1993). "Takeover Activity and the Long-Run Performance of Reverse Leveraged Buyouts", *Financial Management Association*,
http://findarticles.com/p/articles/mi_m4130/is_n4_v22/ai_15199898

Degeorge F., Zeckhauser R. (1993). "The Reverse LBO Decision and Firm Performance: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, Vol. XLVIII, N° 4, pp 1323-1348

Holthausen R. W., Larcker D. F. (1996). "The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts", *Journal of Financial Economics* 42, pp. 293-332

Hogan K. M., Olson G.T., Kish R. J. (2001). "A Comparison of Reverse Leveraged Buyouts and Original Initial Public Offers: Factors Impacting their Issuance in the IPO Market", *The Financial Review*, Vol. 36 Issue 3

Chou D., Goh J., Gombola M., Liu F. (2002). "Earnings Management Preceding Reverse Leveraged Buyouts", *Drexel University*,
<http://jobfunctions.bnet.com/abstract.aspx?docid=71117>

Jalilvand A., Switzer J. A. (2002). "Operating and Financial Performance of Reverse LBOs: Evidence From the 1990s", *Dalhousie University*

Cao J., Lerner J. (2006). "The Performance of Reverse Leveraged Buyouts", *National Bureau of Economic Research*,
<http://www.nber.org/papers/w12626>

Fitere A.-L. (2007). "LBO : La Fête Est Finie", *Enjeux Les Echos*, Novembre 2007

Flallo L. (2008). “LBO : le marché français revenu au-dessous de son niveau de 2005”, Les Echos, 15 février 2008

Landrot A. (2008). “Le LBO fait le dos rond”, L’AGEFI Hebdo, 27 mars 2008

Anselmi F. (2008). “Le marché secondaire de la dette LBO dégringole”, L’AGEFI Hebdo, 13 novembre 2008

Quiry P., Le Fur Y. (2002, 2006). Lettres Vernimmen n°13, 44 et 45,
<http://www.vernimmen.net>

Annexes

Tableau 2 : Distribution de l'échantillon en fonction de l'année d'introduction en bourse

Année d'IPO	RLBO			LBO			Total		
	France	UK	Total	France	UK	Total	France	UK	Total
1995	0,0%	22,6%	17,1%	0,0%	17,9%	13,5%	4,0%	12,3%	9,5%
1996	0,0%	19,4%	14,6%	0,0%	25,0%	18,9%	4,6%	16,6%	12,4%
1997	20,0%	16,1%	17,1%	11,1%	17,9%	16,2%	8,0%	15,1%	12,6%
1998	20,0%	3,2%	7,3%	22,2%	3,6%	8,1%	16,0%	7,2%	10,3%
1999	10,0%	3,2%	4,9%	11,1%	1,8%	4,1%	21,7%	5,1%	10,8%
2000	20,0%	9,7%	12,2%	22,2%	8,9%	12,2%	30,3%	21,1%	24,3%
2001	10,0%	0,0%	2,4%	11,1%	1,8%	4,1%	7,4%	8,7%	8,3%
2002	10,0%	0,0%	2,4%	11,1%	5,4%	6,8%	3,4%	6,9%	5,7%
2003	0,0%	3,2%	2,4%	0,0%	3,6%	2,7%	0,0%	2,7%	1,8%
2004	10,0%	22,6%	19,5%	11,1%	14,3%	13,5%	4,6%	4,2%	4,3%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tableau 3 : Distribution de l'échantillon en fonction du secteur d'activité

Dans un souci de visibilité et de pertinence statistique, nous nous sommes volontairement limités à huit secteurs d'activité tout en nous attachant à mettre en valeur un secteur particulier appelé « Nouvelles Technologies » qui regroupe l'ensemble des sociétés évoluant dans l'univers de l'informatique et de l'internet.

Secteur	Codes SIC simplifiés	RLBO		LBO		Sociétés "classiques"	
		Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
Industrie Minière / Pétrolière	10-14	1	2,4%	0	0,0%	11	2,5%
Construction	15-17	1	2,4%	1	3,0%	7	1,6%
Industrie Manufacturière	20-39	18	43,9%	8	24,2%	86	19,9%
Transport / Communications / Electronique	40-49	1	2,4%	2	6,1%	28	6,5%
Commerce / Distribution	50-51	4	9,8%	7	21,2%	36	8,3%
Finance / Assurance / Immobilier	60-69	2	4,9%	1	3,0%	128	29,6%
Services	70-89	10	24,4%	10	30,3%	60	13,9%
Nouvelles Technologies	737	4	9,8%	4	12,1%	77	17,8%
Total		41	100,0%	33	100,0%	433	100,0%

Tableau 4 : Analyse comparée des performances des introductions en bourse au premier jour de cotation

Portefeuille à valeurs de marché équivalentes et basé sur une stratégie « buy and hold »

1er jour	RLBOs				Autres LBOs				Sociétés "classiques"			
	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative
1995	7	11,4%	0,0%	1,11	3	12,0%	0,1%	1,12	38	5,9%	0,2%	1,06
1996	6	26,1%	0,5%	1,26	8	12,9%	0,1%	1,13	49	2,9%	0,1%	1,03
1997	7	10,7%	0,0%	1,10	5	14,0%	0,3%	1,13	52	7,3%	0,2%	1,07
1998	3	49,0%	0,5%	1,49	3	21,5%	0,3%	1,21	46	14,2%	0,3%	1,14
1999	2	-2,6%	-0,2%	0,98	1	46,7%	-0,4%	1,48	52	16,0%	-0,1%	1,16
2000	5	27,5%	0,1%	1,28	4	20,2%	0,3%	1,19	114	18,2%	0,0%	1,18
2001	1	10,1%	0,8%	1,09	2	11,1%	0,6%	1,11	39	2,2%	-0,2%	1,02
2002	1	14,0%	-0,6%	1,15	4	5,6%	-0,9%	1,06	24	3,8%	0,7%	1,03
2003	1	1,6%	-1,3%	1,02	1	12,2%	-1,3%	1,13	7	3,2%	-0,2%	1,03
2004	8	5,9%	0,2%	1,06	2	-0,5%	0,2%	1,00	12	3,5%	0,4%	1,03
Moyenne	4,1	15,4%	0,0%	1,15	3,3	15,6%	-0,1%	1,16	43,3	7,7%	0,1%	1,08

Portefeuille pondéré par les valeurs de marché des sociétés et basé sur une stratégie de « buy and hold »

1er jour	RLBOs				Autres LBOs				Sociétés "classiques"			
	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative
1995	7	13,5%	-0,3%	1,13	3	19,9%	-0,1%	1,20	38	3,8%	0,0%	1,04
1996	6	24,2%	0,4%	1,24	8	9,8%	-0,3%	1,10	49	2,8%	0,1%	1,03
1997	7	6,5%	0,1%	1,06	5	15,6%	0,9%	1,15	52	10,5%	-0,8%	1,11
1998	3	63,7%	0,7%	1,63	3	43,6%	-0,3%	1,44	46	10,6%	1,3%	1,10
1999	2	-4,7%	0,4%	0,95	1	46,7%	-0,6%	1,48	52	9,8%	-0,1%	1,10
2000	5	35,5%	0,2%	1,37	4	19,9%	0,5%	1,19	114	22,7%	-0,6%	1,23
2001	1	10,1%	0,8%	1,09	2	12,9%	0,8%	1,13	39	1,1%	-0,9%	1,02
2002	1	14,0%	-0,6%	1,15	4	6,2%	-2,2%	1,08	24	8,0%	0,8%	1,08
2003	1	1,6%	-1,3%	1,02	1	12,2%	-1,4%	1,13	7	0,4%	-0,3%	1,01
2004	8	3,2%	0,4%	1,03	2	-2,5%	-0,3%	0,98	12	2,9%	0,6%	1,02
Moyenne	4,1	16,8%	0,1%	1,17	3,3	18,4%	-0,3%	1,19	43,3	7,3%	0,0%	1,07

Tableau 5 : Analyse comparée des performances des introductions en bourse après un an de cotation

Portefeuille à valeurs de marché équivalentes et basé sur une stratégie « buy and hold »

1 an	RLBOs				Autres LBOs				Sociétés "classiques"			
	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative
1995	7	65,5%	3,5%	1,61	3	259,4%	4,8%	3,42	38	49,9%	5,6%	1,42
1996	6	91,6%	27,5%	1,45	8	23,7%	27,0%	0,97	49	40,6%	19,3%	1,21
1997	7	2,9%	22,4%	0,84	5	1,4%	28,9%	0,74	52	97,2%	27,1%	1,58
1998	3	51,6%	-1,0%	1,51	3	22,4%	2,3%	1,12	46	32,0%	5,2%	1,24
1999	2	79,8%	22,6%	1,46	1	227,3%	29,4%	2,29	52	176,2%	34,6%	2,07
2000	5	-5,2%	-7,5%	1,02	4	-9,2%	-10,4%	1,09	114	-35,8%	-14,5%	0,76
2001	1	-21,0%	-10,5%	0,88	2	58,7%	-15,4%	1,99	39	-25,3%	-17,2%	0,92
2002	1	-31,0%	-26,9%	0,94	4	-1,9%	-31,6%	1,47	24	-14,9%	-23,2%	1,13
2003	1	23,2%	14,4%	1,08	1	0,0%	16,3%	0,85	7	-1,6%	8,8%	0,91
2004	8	42,0%	12,3%	1,27	2	-14,0%	12,7%	0,76	12	15,8%	10,8%	1,04
Moyenne	4,1	29,9%	5,7%	1,21	3,3	56,8%	6,4%	1,47	43,3	33,4%	5,7%	1,23

Portefeuille pondéré par les valeurs de marché des sociétés et basé sur une stratégie de « buy and hold »

1 an	RLBOs				Autres LBOs				Sociétés "classiques"			
	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative
1995	7	31,0%	4,5%	1,25	3	7,6%	7,8%	1,00	38	31,1%	4,1%	1,27
1996	6	79,7%	26,7%	1,38	8	14,6%	27,6%	0,90	49	43,8%	22,8%	1,20
1997	7	-1,1%	32,6%	0,76	5	2,1%	37,6%	0,75	52	92,7%	34,9%	1,42
1998	3	86,4%	0,8%	1,85	3	113,9%	7,8%	1,94	46	7,5%	9,3%	0,99
1999	2	109,6%	22,9%	1,70	1	227,3%	42,8%	2,29	52	64,8%	34,6%	1,23
2000	5	26,1%	-4,3%	1,32	4	-12,5%	-13,5%	1,04	114	-36,0%	-17,2%	0,78
2001	1	-21,0%	-10,5%	0,88	2	47,9%	-16,1%	1,82	39	-20,1%	-22,1%	1,03
2002	1	-31,0%	-26,9%	0,94	4	16,7%	-34,1%	1,77	24	-1,9%	-28,8%	1,39
2003	1	23,2%	14,4%	1,08	1	0,0%	18,2%	0,85	7	-12,3%	6,4%	0,83
2004	8	57,6%	13,4%	1,39	2	-40,6%	16,7%	0,51	12	33,2%	13,4%	1,17
Moyenne	4,1	36,1%	7,4%	1,25	3,3	37,7%	9,5%	1,29	43,3	20,3%	5,7%	1,13

Tableau 6 : Analyse comparée des performances des introductions en bourse après deux ans de cotation

Portefeuille à valeurs de marché équivalentes et basé sur une stratégie « buy and hold »

2 ans	RLBOs				Autres LBOs				Sociétés "classiques"			
	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative
1995	7	81,4%	24,2%	1,51	3	47,1%	27,3%	1,14	38	65,1%	25,3%	1,34
1996	6	168,8%	61,8%	1,59	8	30,4%	57,0%	0,84	49	50,1%	50,0%	1,01
1997	7	17,6%	41,2%	0,83	5	16,5%	45,8%	0,77	52	119,9%	43,0%	1,57
1998	3	142,5%	23,3%	1,98	3	115,7%	26,7%	1,71	46	104,0%	34,0%	1,54
1999	2	-6,2%	54,6%	0,61	1	103,3%	39,6%	1,86	52	35,3%	33,8%	0,99
2000	5	-55,9%	-23,8%	0,61	4	-42,1%	-25,6%	0,80	114	-59,8%	-29,4%	0,58
2001	1	-42,2%	-35,9%	0,90	2	38,9%	-36,9%	2,22	39	-47,5%	-37,8%	0,83
2002	1	97,6%	-27,9%	2,74	4	92,8%	-23,3%	2,46	24	7,2%	-12,5%	1,25
2003	1	61,2%	21,2%	1,33	1	3,5%	20,8%	0,86	7	34,5%	20,7%	1,12
2004	8	78,1%	29,7%	1,36	2	4,9%	30,5%	0,79	12	51,2%	28,3%	1,17
Moyenne	4,1	54,3%	16,8%	1,35	3,3	41,1%	16,2%	1,34	43,3	36,0%	15,5%	1,14

Portefeuille pondéré par les valeurs de marché des sociétés et basé sur une stratégie de « buy and hold »

2 ans	RLBOs				Autres LBOs				Sociétés "classiques"			
	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative
1995	7	37,2%	25,9%	1,11	3	-41,6%	35,4%	0,43	38	59,1%	24,6%	1,29
1996	6	140,2%	63,0%	1,42	8	19,7%	44,4%	0,82	49	99,9%	49,2%	1,37
1997	7	53,2%	41,5%	1,09	5	16,8%	53,8%	0,77	52	147,9%	37,8%	1,80
1998	3	202,7%	22,0%	2,49	3	312,9%	28,1%	3,28	46	24,4%	40,4%	0,91
1999	2	27,6%	54,3%	0,83	1	103,3%	9,4%	1,86	52	23,5%	34,4%	0,91
2000	5	-50,0%	-22,6%	0,67	4	-42,6%	-27,6%	0,79	114	-54,9%	-30,8%	0,66
2001	1	-42,2%	-35,9%	0,90	2	40,0%	-37,4%	2,23	39	-19,1%	-40,2%	1,35
2002	1	97,6%	-27,9%	2,74	4	120,5%	-15,9%	2,61	24	26,2%	-18,3%	1,57
2003	1	61,2%	21,2%	1,33	1	3,5%	20,4%	0,86	7	71,4%	17,5%	1,46
2004	8	90,9%	31,9%	1,44	2	-9,9%	38,3%	0,66	12	58,4%	29,8%	1,22
Moyenne	4,1	61,8%	17,3%	1,40	3,3	52,3%	14,9%	1,43	43,3	43,7%	14,5%	1,25

Tableau 7 : Analyse comparée des performances des introductions en bourse après trois ans de cotation

Portefeuille à valeurs de marché équivalentes et basé sur une stratégie « buy and hold »

3 ans	RLBOs				Autres LBOs				Sociétés "classiques"			
	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative
1995	7	62,2%	55,0%	0,92	3	85,5%	56,5%	1,10	38	43,3%	53,7%	0,83
1996	6	247,1%	83,8%	2,14	8	61,2%	85,0%	0,97	49	36,9%	91,6%	0,81
1997	7	42,9%	73,0%	0,94	5	138,1%	78,8%	1,69	52	78,4%	72,9%	1,19
1998	3	-23,0%	57,6%	0,67	3	22,2%	65,3%	1,15	46	25,1%	65,7%	1,13
1999	2	36,2%	29,8%	1,39	1	-34,7%	20,7%	0,93	52	-12,1%	10,4%	1,04
2000	5	-68,9%	-35,8%	0,54	4	-45,3%	-37,3%	1,16	114	-59,1%	-44,3%	0,72
2001	1	-41,2%	-38,2%	0,81	2	52,9%	-32,0%	1,89	39	-32,6%	-40,4%	0,86
2002	1	170,5%	-18,7%	3,04	4	123,1%	-16,0%	2,30	24	41,8%	-5,4%	1,34
2003	1	83,0%	40,1%	1,26	1	35,0%	40,8%	1,00	7	62,9%	40,8%	1,13
2004	8	78,0%	41,3%	1,21	2	-34,4%	42,0%	0,40	12	58,2%	41,4%	1,06
Moyenne	4,1	58,7%	28,8%	1,29	3,3	40,4%	30,4%	1,26	43,3	24,3%	28,7%	1,01

Portefeuille pondéré par les valeurs de marché des sociétés et basé sur une stratégie de « buy and hold »

3 ans	RLBOs				Autres LBOs				Sociétés "classiques"			
	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative	Nombre d'IPOs	Performance historique	Performance Benchmark	Performance relative
1995	7	38,6%	56,6%	0,79	3	-9,2%	58,1%	0,59	38	42,1%	53,3%	0,79
1996	6	211,7%	84,8%	1,93	8	22,1%	87,6%	0,72	49	84,3%	86,2%	1,10
1997	7	65,2%	77,3%	1,25	5	159,3%	86,5%	1,82	52	178,1%	77,4%	1,51
1998	3	-36,1%	59,5%	0,56	3	108,2%	74,6%	2,03	46	3,7%	68,8%	0,89
1999	2	86,0%	29,4%	1,85	1	-34,7%	2,6%	0,93	52	3,2%	9,9%	1,20
2000	5	-77,3%	-29,6%	0,50	4	-42,6%	-38,5%	1,22	114	-58,4%	-46,2%	0,75
2001	1	-41,2%	-38,2%	0,81	2	64,8%	-30,5%	2,04	39	4,0%	-40,6%	1,49
2002	1	170,5%	-18,7%	3,04	4	129,7%	-12,4%	2,17	24	63,0%	-12,9%	1,65
2003	1	83,0%	40,1%	1,26	1	35,0%	41,5%	1,00	7	162,3%	42,2%	1,86
2004	8	79,8%	42,0%	1,20	2	-78,2%	47,2%	0,14	12	58,1%	41,6%	1,01
Moyenne	4,1	58,0%	30,3%	1,32	3,3	35,4%	31,7%	1,27	43,3	54,0%	28,0%	1,23

Tableau 8 : Résultat des régressions statistiques linéaires avec la capitalisation boursière comme variable dépendante

Nous avons réalisé quatre types de régressions : une sur chaque type de sous-ensemble que nous avons formé. Nous avons par ailleurs étudié la performance sur le court terme et sur un horizon plus lointain. La performance est déterminée par la formule suivante (qui est le logarithme de la performance relative que nous avons définie précédemment) :

$$Performance = \log\left(\frac{1 + Performance_de_la_société_observée}{1 + Performance_du_benchmark}\right)$$

Nous avons par ailleurs réalisé des régressions en neutralisant les effets du temps et du secteur d'activité qui expliquent une très grande part de la performance boursière d'une société. Le « Sig. » indique le seuil de signification de la régression considérée, le R² reflète son pouvoir explicatif.

Variables dépendantes	Variable indépendante : capitalisation boursière				Variable indépendante : capitalisation boursière			
	Ensemble	RLBOs	Autres LBOs	Sociétés "classiques"	Ensemble	RLBOs	Autres LBOs	Sociétés "classiques"
Performance 1 jour	0,010	-0,053	-0,004	0,015	0,001	-0,022	0,149	0,003
Sig.	(0,829)	(0,743)	(0,983)	(0,761)	(0,988)	(0,926)	(0,582)	(0,945)
R ²	0,000	0,003	0,000	0,000	0,070	0,540	0,436	0,071
Performance 1 an	0,000	0,145	0,093	0,002	0,018	0,308	-0,045	0,016
Sig.	(0,990)	(0,366)	(0,608)	(0,961)	(0,671)	(0,299)	(0,839)	(0,740)
R ²	0,000	0,021	0,009	0,000	0,173	0,332	0,627	0,186
Performance 2 ans	0,064	0,033	0,206	0,074	0,099	0,412	0,012	0,105
Sig.	(0,152)	(0,836)	(0,250)	(0,123)	(0,021)	(0,121)	(0,962)	(0,024)
R ²	0,004	0,001	0,042	0,006	0,198	0,479	0,549	0,203
Performance 3 ans	0,093	-0,046	0,152	0,106	0,104	0,092	-0,098	0,117
Sig.	(0,037)	(0,773)	(0,399)	(0,028)	(0,018)	(0,720)	(0,692)	(0,016)
R ²	0,009	0,002	0,023	0,011	0,143	0,491	0,528	0,139
Taille de l'échantillon	507	41	33	433	507	41	33	433
Effet temps fixé	NON	NON	NON	NON	OUI	OUI	OUI	OUI
Effet secteur fixé	NON	NON	NON	NON	OUI	OUI	OUI	OUI

Tableau 9 : Résultat des régressions multiples sur la performance des RLBOs

Nous avons régressé la performance des 41 RLBOs de notre échantillon sur le court terme et sur un horizon plus lointain à l'aide de trois variables explicatives. La première est le gearing qui indique le niveau de levier du RLBO. Ensuite, le nombre de mois passés sous LBO cherche à établir l'existence d'une relation entre le temps passé sous le giron d'un fonds et la performance financière de la société. Enfin, le pourcentage du capital conservé par un fonds mesure la part de capital détenue par le fonds de LBO après l'introduction en bourse. La performance est déterminée par la formule suivante (qui est le logarithme de la performance relative que nous avons définie précédemment) :

$$\text{Performance} = \log\left(\frac{1 + \text{Performance_de_la_société_observée}}{1 + \text{Performance_du_benchmark}}\right)$$

Nous avons par ailleurs réalisé des régressions en neutralisant les effets du temps et du secteur d'activité qui expliquent une très grande part de la performance boursière d'une société. Le « Sig. » indique le seuil de signification de la régression considérée, le R² reflète son pouvoir explicatif.

Variables indépendantes	Variables dépendantes				Variables dépendantes			
	Performance 1 jour	Performance 1 an	Performance 2 ans	Performance 3 ans	Performance 1 jour	Performance 1 an	Performance 2 ans	Performance 3 ans
Gearing	-0,291	0,057	0,230	0,297	-0,016	0,313	0,334	0,339
Sig.	(0,097)	(0,749)	(0,197)	(0,069)	(0,945)	(0,251)	(0,169)	(0,109)
Nombre de mois passés sous LBO	0,018	-0,151	-0,017	-0,030	-0,103	-0,300	-0,291	-0,206
Sig.	(0,912)	(0,361)	(0,917)	(0,839)	(0,607)	(0,198)	(0,161)	(0,245)
Pourcentage du capital conservé par le fonds	0,129	-0,203	-0,123	-0,312	0,178	-0,083	-0,071	-0,325
Sig.	(0,449)	(0,250)	(0,481)	(0,053)	(0,448)	(0,757)	(0,763)	(0,122)
R ²	0,132	0,075	0,091	0,259	0,563	0,427	0,550	0,664
Taille de l'échantillon	41	41	41	41	41	41	41	41
Effet temps fixé	NON	NON	NON	NON	OUI	OUI	OUI	OUI
Effet secteur fixé	NON	NON	NON	NON	OUI	OUI	OUI	OUI