Les offres publiques d'achat et l'effet de levier

Autor(en): **Larcier, Raymond-L.**

Objekttyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **48 (1990)**

Heft 1

PDF erstellt am: **23.05.2024**

Persistenter Link: https://doi.org/10.5169/seals-139955

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.
Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.
Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Ein Dienst der *ETH-Bibliothek*
ETH Zürich, Rämistrasse 101, 8092 Zürich, Schweiz, www.library.ethz.ch

http://www.e-periodica.ch

Les offres publiques d'achat et l'effet de levier

Raymond-L. Larcier
Professeur HEC,
Lausanne

Notre sujet est l'extraordinaire expansion du marché des rachats de sociétés financés par la dette aux Etats-Unis et en Europe au cours des dernières années, et l'éventuelle responsabilité de cette vogue dans la fragilité des marchés financiers (illustrée par l'accident du vendredi 13 octobre 1989).

GRANDEUR ET DECADENCE:

Les multiples critiques adressées à ce genre d'opérations, et aussi leurs succès, méritent que l'on s'y arrête quelque peu pour essayer d'en distinguer les caractères fondamentaux des engouements passagers. Il faut d'abord opérer une distinction entre les opérations d'OPA financées par les entreprises à l'aide de leurs moyens disponibles, — ou en tout cas en grande partie par ces moyens, — de celles qui sont financées par la dette. Car une OPA, si elle est largement financée par la dette à moyen et long termes, se distingue très peu du «leveraged buyout»[1], où l'endettement est au centre de l'opération.

En réalité, si l'on devait définir les opérations qui nous concernent, on serait tenté de les décrire comme une prise de contrôle caractérisée par un des deux objectifs suivants:

— Ou bien, comme l'achat d'une société ou de ses actifs en substituant la dette à la plus grande partie possible de ses fonds propres, de manière à augmenter l'effet de levier en faveur des nouveaux propriétaires. Dans le cas des MLBO (management leveraged buyouts) le même effet résulte du rachat d'une affaire par ses dirigeants (et ses cadres) qui, ne disposant pas du capital, empruntent la plus grande partie du prix.

— Ou bien encore, comme une opération spéculative visant à acquérir une société pour en liquider très rapidement les composantes, et réaliser ainsi un profit après un remboursement relativement rapide des dettes contractées.

On arrive à peu près au même résultat lorsqu'une société s'endette volontairement en utilisant les sommes empruntées pour racheter ses actions en bourse dans l'espoir de diminuer sa vulnérabilité face à un prédateur éventuel.

---

[1]En français «rachat par effet de levier»

Ce genre d'opération vise essentiellement des sociétés qui ont opéré des diversifications malheureuses ou qui possèdent des actifs importants — réels ou potentiels — dont la valeur n'est pas reflétée dans les cours de bourse et qui attirent les prédateurs espérant matérialiser à leur profit ces plus-values latentes[1].

Il est évident que dans la mesure où ces constructions dépendent de financements externes très importants, elles engagent non seulement les promoteurs de ces opérations, mais aussi les institutions financières qui en assurent le financement et en partagent les risques.

On peut se demander les causes du développement de ce genre d'opérations. Au départ, les opérations d'OPA traditionnelles auto-financées ressortaient tout simplement du désir d'acquérir des entreprises existantes, souvent sous-évaluées dans les marchés financiers. La recherche de synergie, d'agrandissement de l'entreprise, toutes choses relativement légitimes dans une stratégie d'expansion et dans une atmosphère de recherche de la croissance, a poussé les prédateurs à prendre de plus en plus de risques. Il semble que certains financiers ayant réussi ce genre d'opérations, et croyant avoir découvert la formule magique, se sont dit «pourquoi ne pas aller plus loin?», «pourquoi ne pas racheter des affaires non pas dans le cadre d'un programme d'acquisition, mais pour elles-mêmes dans le but de réaliser une opération financière plus ou moins rapide?».

Dans le cas particulier des MBOs (ou MLBOs) on a vu les managers de sociétés racheter leur entreprise, ou la division qui les employait, ou assurer la succession d'une affaire de famille, ou retirer une affaire du marché public, ou la reprendre à l'Etat afin d'assurer leur emploi et leur indépendance, de gérer mieux, avec la perspective de gros profits éventuels.

Quel que soit leur but, ces opérations ont connu un développement considérable. Elles ont suscité énormément d'intérêt, et attiré une foule de critiques quant à leur effet sur l'économie et sur les marchés financiers.

Un certain nombre ont fort bien réussi. Dans divers cas, la société a pu rembourser ses dettes en deux ou trois ans et les promoteurs ou dirigeants, autant que les établissements financiers ont réalisé des profits importants grâce à l'amélioration de la structure et de la rentabilité des entreprises en question. John Kitching a constaté[2] que ces sociétés montraient une gestion plus agressive des stocks et des finances ainsi qu'une forte augmentation (60 à 100%) des amortissements.

---

[1]Garfinkel M.R The causes and consequences of leveraged BUYOUTS. *Federal Bank of St Louis Review* Sept/Oct 1989 p. 23 & ss.

[2]Kitching J. Early Returns ou LBO's-*Harvard Business Review* Nov/Dec 1989 p. 74 & ss.

LES FAITS

Il y a déjà eu dans les années 1950-1960, des périodes de grande activité dans ce que l'on pourrait appeler le marché des acquisitions. Mais le développement le plus spectaculaire s'est produit depuis le début de la décennie actuelle, ainsi que le montre la figure N° 1.

Non seulement le nombre de transactions a considérablement augmenté, mais surtout, le montant de ces transactions s'est accru encore d'une manière beaucoup plus spectaculaire, ce qui reflète que les prédateurs se sont attaqués à des morceaux de plus en plus gros, le bouquet ayant été probablement l'opération «RJR NABISCO», en 1988. Et ce n'est pas seulement les Etats-Unis qui ont connu ce développement, mais aussi la Grande-Bretagne, et même la France ainsi que le montre ce même tableau.

On se demande à la vue de ces chiffres, comment le financement a pu être trouvé, et comment il se fait que les institutions financières se sont prêtées à des financements de 80 à 90% et davantage sur des opérations qui, dans les meilleurs des cas, comportent un risque important. La réponse se trouve dans les rémunérations plantureuses qu'elles y trouvent[ii].

Le financement de ces prises de contrôle par la dette, se fait en général à deux niveaux:

— sur les 80 à 90% d'endettement mentionnés, le 50 à 60% est représenté par une dette de 1er rang qui jouit d'une préférence sur les actifs de la société, en cas de défaut de cette dernière. Ceux-là sont principalement assurés par les banques commerciales.

— Le reste de l'endettement est assuré par une deuxième tranche d'emprunts subordonnés appelée «mezzanine» se caractérise par l'absence de garantie.

Le risque est compensé par des taux d'intérêts très élevés, et souvent par une participation aux résultats. Ce financement est assuré par des fonds de pension, des compagnies d'assurances, ou des «partnerships» spécialement constitués qui se refinancent en partie par l'émission de ce que l'on est venu à appeler «JUNK BONDS» ou obligations à haut taux d'intérêt (actuellement voisin de 18%). Les fonds spécialisés dans la participation dans les LBOs aux USA représentent actuellement une fortune de plus de $ 25 milliards et il s'en est créé plusieurs aussi en Europe. Les banques d'affaires (investment banks) qui participent au montage de l'opération y engagent aussi une part de leurs fonds propres. Les nouveaux propriétaires de l'entreprise fournissent les fonds propres, qui représentent les 10 à 20% restants. Ils ont la responsabilité d'optimiser le «cash-flow» de la société, en vue de faire face à cette énorme charge financière.

On remarquera que ces opérations consistent aussi à retirer une valeur du marché public.

[ii]Sur une fusion classique de $1 Milliard, les investment banks pouvaient compter sur $ 35 à 40 millions de rémunération; sur un LBO similaire leur recette serait de 200 millions.

FIGURE 1

U.S.A.

Fig. Ia
L.B.O'S aux U.S.A.

Année	Nombre de transactions	Total Dollar en Mio
1979	16	$ 636.0
1980	13	967.4
1981	17	2 338.5
1982	31	2 836.7
1983	36	7 145.4
1984	57	10 805.9
1985	76	24 139.8
1986	76	20 232.4
1987	47	22 057.1
1988	125	60 920.6

Source: Merill Lynch Business Brokerage and Valuation, Inc Mergerstat Review (1988) p. 92

Note: Ces chiffres n'incluent pas les M.B.O'S.

ROYAUME-UNI

Fig. Ib
Prise de contrôle en Grande-Bretagne

Total	Milliards £	*dont* MBO'S	Mio £
568	5.5	238	403
474	7.1	261	1141
696	14.9	313	1181
1125	15.4	345	3218
920 (1)	17.1 (1)	356	3755

(1) 9 mois

Sources: Bank of England Bulletin Fev. 1989 p. 78
Center for management Buyouts
Research-Annual Review

FRANCE

Fig. Ic
OPA-OPE en France

Nombre	Total FF en Millions
5	742.5
5	289.8
3	678.9
20	18 794.4

Source: Bourse de Paris

Cependant, il est probable que, dans les prochaines années, les animateurs de ces opérations, voulant encaisser leurs profits, seront amenés à remettre au moins certaines parties de ces sociétés dans les marchés boursiers, ou à les revendre à des tiers.

On observe enfin, et ceci est important, que ces opérations ne seraient pas possibles si les entreprises n'avaient pas la possibilité de déduire leur charge d'intérêts de leur bénéfice taxable, et que l'on peut donc dire que, pour une part peut-être importante, ces opérations sont encouragées par le régime fiscal et peut-être même financées par le contribuable.

LES ARGUMENTS

Les vertus que les promoteurs de ces opérations prétendent leur trouver sont d'abord le fait qu'ils sont conduits à offrir, pour le rachat de ces sociétés, un prix nettement supérieur à celui pratiqué avant cette offre dans le marché. Cette prime s'est en moyenne située entre 25 et 40% au cours des dernières années. Il est vrai que l'on a offert aux actionnaires un prix inespéré, mais cette prime est-elle suffisante pour compenser le fait que le rachat les a, en contrepartie, privés de la jouissance de l'avenir, souvent prometteur, de leur investissement?

Les promoteurs de ces opérations se flattent aussi d'assurer une meilleure utilisation du «cash-flow» des entreprises — surtout quand elles ont des liquidités importantes —, en les redistribuant indirectement aux actionnaires de la société.

Une étude récente[4] a mis en évidence une relation significative entre le montant des avoirs liquides non distribués et, d'une part la décision de rachat, et d'autre part la prime payée aux actionnaires. Il n'est cependant pas prouvé que ces transactions opèrent une redistribution de la fortune ou une remise dans le marché de capitaux investissables[1].

En second lieu, la réorganisation de l'activité des sociétés soit par restructuration, soit par liquidation d'un nombre de composantes, aurait l'avantage d'assurer une meilleure utilisation de leurs actifs et une optimisation de leur capacité bénéficiaire.

Troisièmement, les sociétés se sentant menacées ou qui sont réellement en butte à des agressions de ce genre sont obligées de faire elles-mêmes leur cure d'assainissement, et donc la seule menace d'une offre de rachat est une motivation considérable à mettre sa maison en ordre. Mais, peut-on considérer un accroissement excessif de l'endettement ou une perte de substance comme un fait de plus grande efficacité?

Enfin, le fait de redevenir une entreprise privée ôte à ses dirigeants le souci du respect des droits de l'actionnaire, et permet de garder pour le groupe de «management» tous les produits des bonnes performances espérées de l'entreprise. Il faut réaliser cependant qu'en contrepartie ces «privatisations» ont pour effet de substituer à des avoirs liquides des participations — et des dettes — hautement illiquides, sinon pratiquement gelées.

---

[3]Out on the street. *The Economist* 25 nov. 1989 p. 87

[4]Lehn K. & Poulsen A. free cash flow and stockholder gains in Going Private Transactions-*Journal of Finance July 1989 pp 771 & ss.*

LES ASPECTS NEGATIFS

De leur côté, les critiques soulignent que:

— Ces opérations créent une instabilité et une insécurité au niveau de la direction des entreprises et empêchent le développement de stratégies à long terme. Les entreprises menacées vont faire le maximum pour accroître leur profitabilité à court terme, afin de soutenir leur évaluation boursière. Celles qui ont fait l'objet d'un LBO, doivent nécessairement maximiser leur «cash-flow». Ce facteur contribuerait à renforcer la critique que l'on adresse aux entreprises aux Etats-Unis, d'être orientées plus par leur souci à court terme que par des objectifs plus lointains.

— On entend aussi la critique, que les opérations de ce type consistent à opérer une certaine redistribution de la richesse des entreprises vers les actionnaires et surtout vers les investisseurs institutionnels qui ne sont intéressés que par la performance à court terme de leur portefeuille, et n'ont aucun souci du développement, favorable ou non, des entreprises dans lesquelles ils sont investis.

— L'influence sur les cours de bourse a également été soulignée (Cf fig. 2), les prix ayant été gonflés par la spéculation engendrée par les rumeurs d'OPA autant que par les offres réelles. On remarquera que cet effet est plus marqué sur certains marchés que dans d'autres, mais on voit qu'il est considérable si on se souvient qu'il concerne un nombre limité de valeurs.

FIGURE 2

	Index local % Variation (Janv. à fin oct. 89)	Effet des OPA (pourcentage)	% Attribuable aux offres
US [a]	25,7	4,1	15,8
UK	14,2	3,1	22,0
WEST GERMANY	12,7	2,9	22,4
France	15,9	7,1	44,8
Netherlands	14,2	1,2	8,2
Switzerland	18,5	0,4	2,0
Spain	9,7	4,7	48,0

Source: Goldman Secks (nov. 89)

[a] A fin septembre 1989.

— ensuite, et d'une manière plus importante, ces opérations affaiblissent les entreprises qui en sont l'objet, ou celles qui ont fait elles-mêmes une augmentation considérable de leur endettement, pour financer le rachat d'actions à titre défensif, et ont donc fait une espèce d'auto-LBO.

Ces entreprises sont affaiblies parce que la plus grande partie de leur «cash-flow» est absorbée par le service et l'amortissement de leur endettement[iii]. Il ne leur est plus possible de réaliser des investissements de croissance, de rechercher de nouvelles opportunités et de faire elles-mêmes des acquisitions avantageuses. Leur capacité concurrentielle s'en trouve souvent dégradée après un certain temps.

Cet effet, qui commence seulement à se faire sentir, est particulièrement menaçant. Une étude récente[5] montre que si les nouveaux propriétaires de sociétés ayant fait l'objet d'un LBO arrivent à augmenter sensiblement leur rentabilité au cours des premières années, la diminution de leur flexibilité entraîne souvent par la suite, une dégradation de la profitabilité comparée à celle du secteur.

On voit des entreprises s'effriter, obligées de céder de plus en plus d'unités de production ou de vente, afin de se procurer des fonds dès que le «cash-flow» devient insuffisant. L'étude de la Warwick Business School[5] signale cependant que si la performance supérieure de ces sociétés a tendance à disparaître après trois ou quatre ans, les sociétés ayant fait l'objet d'un MBO ont continué à produire des résultats supérieurs à la moyenne, en raison évidemment de la motivation plus grande des managers.

— Une autre critique importante concerne l'influence que le développement des «Junk Bonds» a sur les marchés financiers. Les montants, estimés à quelque 200 milliards de dollars[6], de papier de médiocre qualité, ont montré leur vulnérabilité, dans les derniers mois de 1989 avec l'effondrement de leur marché, dès que certains emprunteurs ont commencé à donner des signes alarmants. Le cas le plus spectaculaire étant celui de la firme «Campeau», qui a dû annoncer précipitamment son intention de vendre quelques-unes de ces plus belles acquisitions. L'évolution des cours des obligations de ce type est illustrée par la figure 3.

Comme cette faiblesse touche un nombre d'investisseurs institutionnels, notamment les banques — puisque certaines banques américaines ont plus que le montant total de leurs fonds propres investis dans un portefeuille de «Junk Bonds»[7], — elle entraîne une vulnérabilité évidente du secteur financier américain. De plus, on a eu l'expérience que la création de montants considérables de dettes autour d'une société a pour effet de diminuer beaucoup la qualité de ses dettes pré-existantes, à travers la dégradation du rating de ces dettes, avec une baisse très vive des cours qui a atteint 20% et même davantage.

[iii]Pour 58 LBOs effectués entre 1970 et 1984 aux USA le rapport des fonds de tiers aux fonds propres est passé de 0,457 à 5.524[4].

---

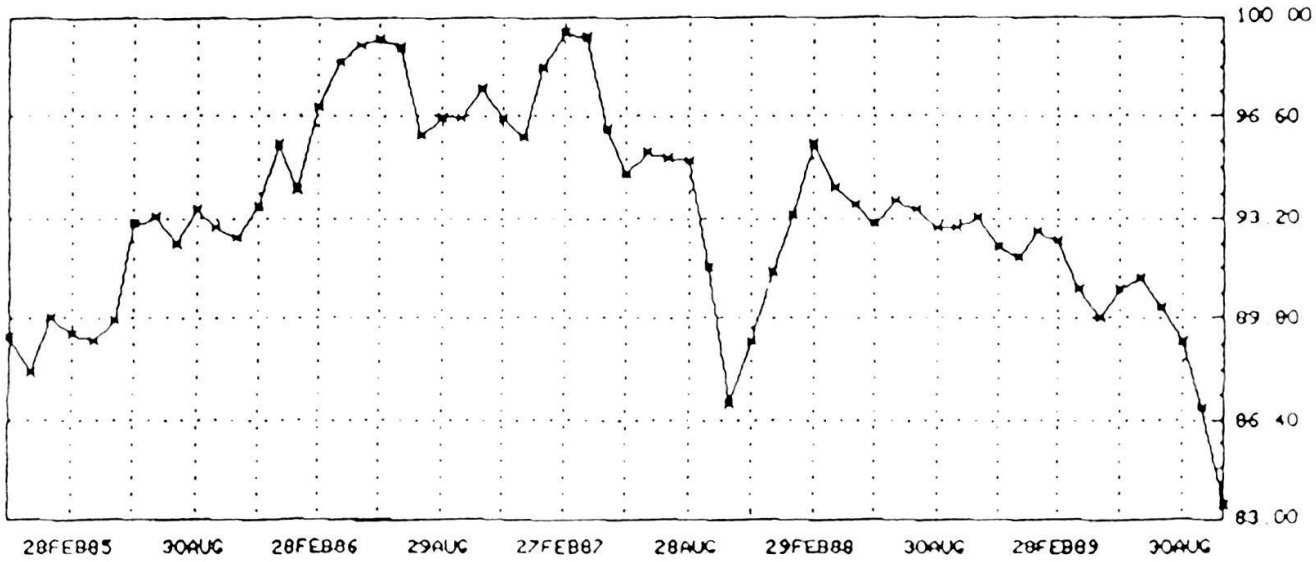
[5]Warwick Business School-University of Warwick, The performance of management Buyouts in the longer term. *Special Report* October 1989.

[6]Taking the strain of American leverage. *The Economist* 5 Nov. 1988

[7]Fox-Pitt Kelton — *Highly leveraged Scorecard* 22 Sept. 1989

INDICE DES OBLIGATIONS À TAUX ÉLEVÉ

FIGURE 3



Source: The Bloomberg, Merrill Lynch.

— De plus, les entreprises, qui craignent être les victimes de ce genre d'opérations, ont été poussées à des actions défensives qui n'ont pas toujours été très heureuses, en déplaçant le problème par l'intervention d'un «white knight» qui a souvent aussi peu de justification économique que la situation pré-existante.

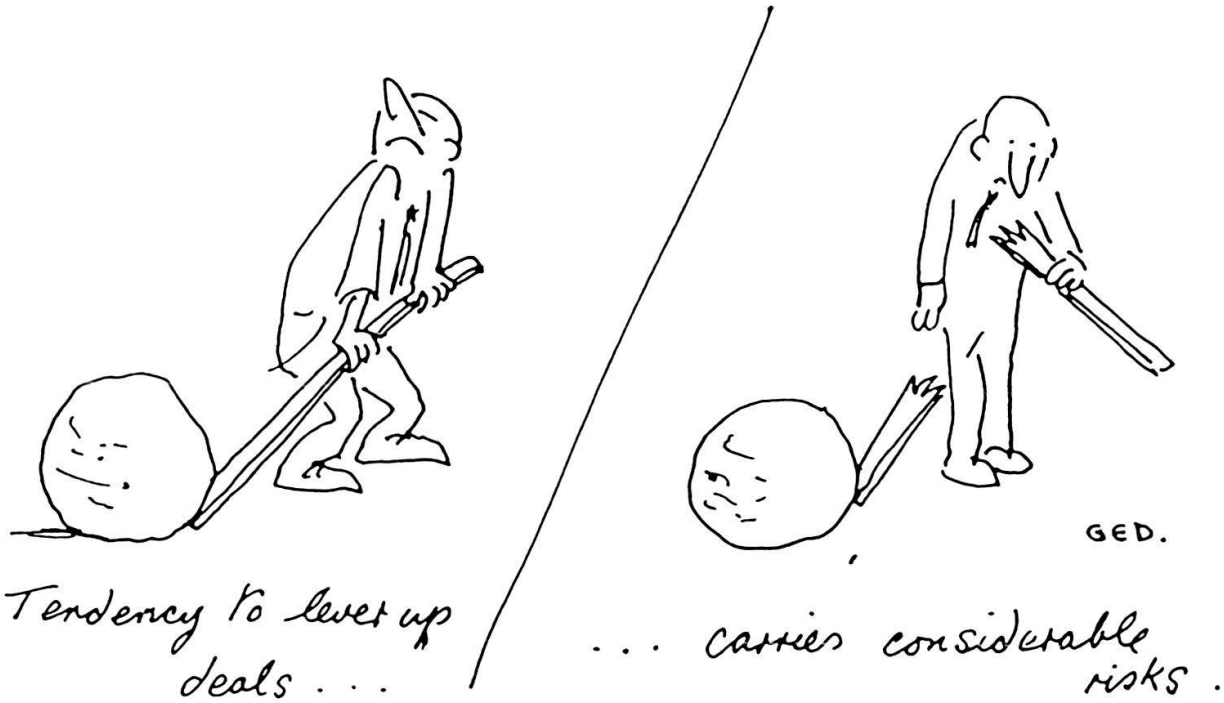
— Enfin, sur le plan macro-économique, l'ensemble de ces opérations de prise de contrôle est souvent accusé d'être la cause de l'accroissement de la dette du secteur industriel et commercial. Cette dette s'est accrue, d'après le Federal Reserve «Flow of Funds» de 1980 à 1988 de 10,41% annuellement contre 7,57% pour le PNB, en monnaie courante.

  Cette évolution est cependant difficile à juger dans la mesure où elle est peut-être compensée par la valorisation des actifs des sociétés ou de leur cash-flow. En plus, elle consiste surtout en un déplacement de capitaux à risque.

[8]Takeover activity in the 1980s — *Bank of England Quarterly Bulletin*, Fév. 1989.

PERSPECTIVES

Il nous semble que le mouvement d'acquisition par OPA, MBO, etc. va continuer, surtout en Europe, en raison des besoins de restructuration des entreprises et de l'essoufflement de beaucoup d'affaires moyennes.

- La continuation d'une illiquidité croissante du marché avec les risques de volatilité, voire de crises que cela comporte.
- Les diversifications par acquisitions mal intégrées attireront des prédateurs anxieux de défaire ces conglomérats à leur profit.
- Le déductibilité du service des dettes sera remise en cause en réponse aux excès qu'elle permet ou encourage.
- L'efficience faible des marchés ou plutôt leur inefficience continuera à offrir des occasions alléchantes à ceux qui savent les détecter et qui bénéficient de l'information nécessaire.

Malgré ces réserves, nous pensons que dans nos pays, ces opérations ont un rôle à jouer. Surtout les MBO présentent un grand intérêt, notamment pour les sociétés qui souhaitent se défaire de divisions qui ne trouvent plus leur place dans leur nouvelle stratégie.