

Private Equity et LBO

Mondher Cherif

Maître de conférences HDR - Université de Reims - OMI - LAME

Le capital-investissement (*private equity*) fait partie intégrante des actifs dits alternatifs au même titre que les *hedge funds*, l'immobilier, les produits de taux, de devises ou encore des ressources naturelles. De par ses rendements attractifs supérieurs à ceux des marchés financiers par définition volatils, le *private equity* offre la possibilité aux investisseurs institutionnels et *family offices* (Limited Partners), de mieux diversifier leurs portefeuilles tout en optimisant le couple rendement/risque. En effet, plusieurs études empiriques ont montré la très faible corrélation de cette classe d'actifs avec les actions et les obligations.

Le *private equity* est une intermédiation financière spécialisée dans le financement d'entreprises non cotées qu'elles soient jeunes et à fort potentiel de croissance (il s'agit alors de capital-risque ou *venture capital*), ou matures et objets de restructurations et/ou de transmission (il s'agit alors de *Leveraged Buy Out* : LBO). L'objectif des investisseurs est de réaliser une plus value en capital significative lors d'une sortie réussie (Exit) soit par le biais de la bourse (on parle alors d'IPO pour Initial Public Offering) ou par une sortie industrielle, ou encore par une cession à d'autres fonds d'investissements comme lors d'opérations de LBO secondaires, tertiaires voire quaternaires. La performance des fonds est mesurée selon le critère de taux de rentabilité interne (TRI) brut ou net (après frais de management et autres frais de *carried interest* touchés par les équipes de gestion : General Partners), et selon le multiple d'investissement (MoI : *Multiple of Investment*). Apparues aux Etats-Unis dans les années 70, les opérations LBO ont pris leur essor en France dans les années 80. Malgré quelques déconvenues, le LBO représente aujourd'hui près des deux tiers du *private equity*. La crise récente des subprimes aura certainement un impact direct ou indirect sur cette profession, notamment par le canal de la dette dont les conditions seront certainement plus conservatrices.

Dans le cadre de ce dossier que j'ai eu le plaisir d'organiser, les contributions des auteurs ont le mérite de nous éclairer davantage sur les mécanismes et les enjeux de cette profession qui se trouve aux frontières de la finance, de l'économie et du droit.

Dans un article intitulé « **Coût du capital, LBO et évaluation des entreprises non cotées** », Arouri, Cherif et Foulquier se concentrent sur la notion essentielle du coût du capital dont ils explicitent les différentes mesures et mettent en avant les difficultés de son application dans le *private equity*, en s'appuyant en particulier sur le rôle de la dette. Ils présentent des méthodes alternatives d'évaluation dont ils déterminent également les limites et suggèrent d'approfondir les recherches relatives au coût du capital.

L'article de Barneto et Gregorio intitulé « **Les opérations de LBO en normes IFRS : brèves réflexions au sujet de la comptabilité des sociétés holding** », examinent l'impact des nouvelles normes IFRS sur la comptabilité des holdings ad hoc (New co) créées à l'occasion du LBO, ainsi que sur la notion de « juste valeur » recommandée par l'AFIC et l'EVCA.

Dans son article « **L'analyse et la prévention des risques, première étape vers la création de valeur dans les opérations LBO** », Battini dresse un panorama complet des risques inhérents aux opérations LBO, et nous éclaire sur la stratégie à suivre par les parties prenantes pour identifier et gérer au mieux ces risques à travers des actions de due diligence poussées.

Cadiou, Cottillard et Morvan, auteurs de l'article « **Titrisation économique et LBO, le cas français** », complètent leur précédent papier publié dans le n° 167 de la Revue par des études de cas concrètes qui ont le mérite de nous éclairer sur les mécanismes complexes de la titrisation de plus en plus en vue dans les opérations LBO.

Enfin, Cherif et Mnejja, dans leur contribution « **Etude empirique d'un LBO quaternaire : Evolution des multiples, courbe en « J » et rentabilité anormale** », s'intéressent de près à un LBO quaternaire exceptionnel et l'analysent à travers des études empiriques. Ils montrent un marché de LBO de plus en plus tendu sur la période de l'étude, accréditent le phénomène de la courbe en « j » propre à l'activité de *private equity* et détectent des rendements anormaux du titre de l'acquéreur après l'annonce de l'opération de reprise par LBO de la cible.

Deux contributions hors dossier viennent enrichir ce numéro de par la qualité et la richesse des résultats empiriques qu'ils véhiculent.

Ainsi, Paré, Lemaire et Marrot, présentent un article intitulé « **Performance financière des entreprises cotées : incidence de la zone de destination** », et mènent une étude empirique complète et envisagent l'impact de l'internationalisation sur la performance économique et financière des entreprises d'un point de vue géographique en proposant un modèle régional unique et novateur.

Enfin, dans leur article intitulé « **Les relations entre les mécanismes de gouvernement et l'indice de divulgation volontaire d'informations : étude clinique de deux entreprises tunisiennes** », Nkili et Fakhfakh mènent une étude portant sur les relations entre les mécanismes de gouvernement des entreprises et la divulgation volontaire d'informations. Ils mettent en évidence empiriquement les spécificités du conseil d'administration des entreprises tunisiennes. Il semble être l'outil d'enracinement par excellence utilisé par les dirigeants tunisiens.

Pour aller plus loin :

Ouvrages des auteurs ayant contribué à ce numéro :

Barneto P., (2006), « *Normes IFRS – Application aux états financiers* », 2^{ème} édition Dunod, 351 p.

Barneto P., Gregorio G., (2007), « *Finance – DSCG 2* », Dunod, 745 p.

Battini P., « *Financer son entreprise par le Capital Investissement* », Editions MAXIMA – Paris 2005.

Battini P., « *Capital Risque Mode d'emploi* », Préface de Monsieur Raymond BARRE – Les Editions d'Organisation – Paris 2000.

Cherif M ; « *Ingénierie financière et private equity* », Avril, Banque Edition, 2003.

Cherif M ; « *LBO : aspects financiers* », Mars, Banque Edition, 2004.

Cherif M ; « *Le capital-risque* », seconde édition, Banque Edition, à paraître, Mars 2008.

Cherif M et Dubreuille S ; « *Capital-investissement et création de valeur*, Pearson Education, 2005.

Cherif M ; « *Techniques modernes d'évaluation des entreprises* », Novembre, Ellipses 2007.