

# L'expérience américaine : l'essor des OPA et LBO financés par la dette

Christian MERLE

Conseiller financier à l'ambassade de France à New York

et Hubert STOCLIN

Représentant de la CDC aux USA

Le début de l'année 1988, après les quelques semaines de pause provoquées par le krach d'octobre, a été marqué par une activité particulièrement intense en ce qui concerne les opérations de restructuration financière des entreprises américaines. Quelques chiffres suffisent à caractériser ce que certains ont bien voulu appeler, de façon d'ailleurs excessive, la *mergermania*. En deux mois, les entreprises et les spécialistes ont annoncé des offres de prises de contrôle dont le total avoisine les 50 milliards de dollars et l'année 1988 s'annonce comme une année record en ce qui concerne le volume des transactions; quinze opérations dépassent le milliard de dollars et les deux plus grosses (OPA – offre publique d'achat – sur Federated Department Stores et sur Sterling Drug) excèdent chacune les 5 milliards de dollars. Plus de 500 opérations de fusions-acquisitions ont été annoncées officiellement aux États-Unis au cours des mois de janvier et de février 1988. Ce nombre d'opérations n'est toutefois pas exceptionnel puisque les chiffres concernant les deux premiers mois de 1986 et de 1987 sont respectivement de 600 et de 850 opérations. Toutefois la taille des négociations était très sensiblement inférieure pendant les deux mois concernés des années précédentes.

131

De nombreuses analyses techniques peuvent être avancées pour expliquer cette activité quelque peu frénétique. Au-delà de la modification de la stratégie des entreprises ou de l'amélioration de la technologie financière, il faut bien constater que le contexte économique-financier des États-Unis de l'après-krach constitue un terrain exceptionnellement favorable.

La baisse de la bourse a rendu le prix des entreprises plus intéressant et les PER (*price earning ratio*) se situent en moyenne à des niveaux inférieurs de 20 à 30 % à ceux du printemps et de l'été derniers. La politique monétaire suivie par la Federal Reserve (injection de liquidités dans l'économie par crainte de la récession, pression à la baisse des taux d'intérêt) favorise à la fois la liquidité des opérations qui peuvent être montées et l'endettement des entreprises qui souhaitent acquérir d'autres sociétés.

## LIBRE PROPOS

### Le point de vue de Pierre Moussa

PDG de Pallas Group

**R**EF: « Peut-on dire que le mouvement d'OPA actuel est la conséquence directe du krach boursier? Y a-t-il d'autres causes? ».

132

**LE CRASH BOURSIER** est certainement un facteur d'accélération et d'animation pour le mouvement d'OPA que l'on constate. Et cela pour deux raisons: d'abord parce que le prix des sociétés sur le marché est devenu beaucoup plus raisonnable et même dans certains cas étonnamment bas; mais aussi parce qu'un certain nombre de groupes qui avaient accumulé des munitions financières en vue des privatisations se trouvent en position de disposer de ces capitaux pour d'autres fins, étant donné la suspension des privatisations qui a été elle-même originellement une conséquence des événements boursiers avant que le problème ne soit totalement modifié par les événements politiques. Ayant dit cela, je tiens à ajouter qu'à mes yeux la raison principale du mouvement d'OPA que l'on constate n'est pas celle-là. Je pense que la vraie raison est beaucoup plus profonde. Un certain nombre de pays du continent européen, et la France en tête, viennent de connaître en quelques

#### 1988: une « fenêtre » par laquelle il est prudent de se glisser

Le facteur étranger ne doit pas être négligé: exprimé en yens, en deutsche mark, en sterling ou en francs la valeur de nombre de sociétés américaines a notablement diminué et par ailleurs le risque de change sur le dollar paraît désormais limité. Le sentiment prévaut parmi les investisseurs que le billet vert a maintenant atteint une sorte de plancher, les autorités américaines ayant semble-t-il enterré la « hache de guerre » de la dévaluation compétitive pour quelque temps. La présence japonaise, jusque-là essentiellement cantonnée aux obligations du Trésor US et à l'immobilier, commence à se faire davantage sentir sur le marché des entreprises.

Un autre élément exogène qui, de façon paradoxale cette fois, continue à créer des conditions très favorables, est constitué par la crainte de législations plus restrictives en matière de fusions-acquisitions. L'État du Delaware, où sont enregistrées une partie non négligeable des grosses sociétés de la Côte Est, a déjà modifié sa législation en ce sens. Nombre d'opérateurs craignent qu'une fois les élections présidentielles passées, le Congrès ne se montre beaucoup plus restrictif (notamment en matière fiscale) et l'année 1988 apparaît, à bien des égards, comme une « fenêtre » par laquelle il est prudent de se glisser lorsqu'on a des projets de réorganisation ou d'extension.

#### Un véritable marché des actifs industriels et des services s'est créé

La caractéristique principale de la prolifération actuelle des opérations de restructuration des entreprises a trait à la nouvelle stratégie qu'ont adoptée une bonne partie des grandes entreprises américaines et les principales maisons spécialisées dans les fusions-acquisitions.

L'heure est beaucoup moins désormais à la constitution d'énormes conglomerats, diversifiés, dans lesquels les résultats de branches faibles sont compensés par les profits des secteurs prospères, où la polyvalence est le signe d'une recherche d'une meilleure protection contre les cycles conjoncturels et d'une diversification des risques. Désormais, la performance maximale de chacun des actifs est davantage recherchée et les branches qui paraissent moins vives sont cédées si les circonstances s'y prêtent.

De ce fait un véritable marché des actifs industriels et des services s'est progressivement créé aux États-Unis, où ceux qui cherchent à acquérir rencontrent et négocient avec ceux qui sont vendeurs d'unités d'entreprise. Même si la presse a tendance à mettre en avant les opérations de prise de contrôle, notamment lorsqu'elles sont hostiles, une bonne partie de l'activité de restructuration industrielle est initiée par des groupes qui souhaitent se séparer de certains actifs qui n'entrent plus dans la stratégie générale du groupe. Les derniers mois ont fourni de nombreux exemples de cette attitude: vente de Hertz par Allegis; cession de Richard D. Irwin par Dow Jones; vente de Grand Union par la Générale Occidentale; vente par Bank of America de son unité d'*asset management* international; vente de Southern Pacific par Santa Fe; United Technologies se séparant de ses deux filiales financières; le Washington Post vendant son unité de téléphone cellulaire à McCarr Communications; Fairchild Industry se séparant de Fairchild Aircraft...

En effet, *spin-offs* (« effeuillages » des entreprises), *sell-offs* (dégraissage), *divestitures* (cessions), *niches* (créneaux) sont désormais les mots clés de la stratégie industrielle, révélateurs d'une conception du développement des entreprises radicalement différente de celle qui prévalait dans les années soixante-dix. Les acquéreurs ont très souvent en tête cette idée lorsqu'ils visent à acquérir un groupe. Quand, par exemple, Albert Campeau a acheté Allied Stores en 1986, il a revendu 16 des 24 branches du groupe.

### Le « sophisme de décomposition »

L'idée générale de cette nouvelle stratégie est le contraire du « sophisme de composition » selon lequel le tout vaut plus que la somme des parties. Le « sophisme de décomposition » est désormais prôné par de nombreux spécialistes des offres publiques d'achat (*take-overs*). L'addition des parties (la vente par appartements) vaut plus que le tout, notamment si l'on se réfère au marché financier, la bourse sous-évaluant assez systématiquement les conglomerats. Ceci est très clairement la stratégie centrale de Kohlberg, Kravis et Roberts par exemple, l'une des plus grandes firmes spécialisées dans les *Leverage Buyout* (LBO) et dont la majorité des « coups financiers » (cf. l'opération Beatrice notamment) sont inspirés de ce principe.

D'une façon plus générale, les fusions-acquisitions apparaissent comme un mode essentiel de faire des affaires, de déloger un management jugé insuffisant, une façon facile de réaliser des profits substantiels et un des premiers moyens de rester compétitif. Cette opération est désormais complètement intégrée dans le paysage quotidien des responsables financiers des entreprises américaines. Les développements ci-après essaient de tracer les caractéristiques principales et d'évaluer les effets de ce mouvement.

## LA BANALISATION DES PRISES DE CONTRÔLE

Les OPA et LBO sont devenus des instruments banalisés de restructuration et ce phénomène est favorisé par le développement de l'ingénierie financière qui s'appuie sur le levier de l'endettement.

La vague croissante d'acquisitions financées par la dette, à travers notamment les OPA, a porté au-devant de la scène un personnage, le *raider*, par qui tout arrive. Le *raider*, selon l'image que lui donne la presse, s'attaque à une entreprise en bonne situation financière et s'il réussit à l'acheter grâce à l'emprunt, la revend par morceaux qu'il a découpés afin d'en tirer un profit important et rapide. Le cliché du *raider* commence toutefois à s'estomper, car la réalité des fusions-acquisitions est de fait beaucoup plus complexe.

### LES RESTRUCTURATIONS INDUSTRIELLES

L'importance du mouvement des restructurations qui façonnent le paysage des entreprises américaines, surtout depuis 1982, dépasse en effet amplement la sphère d'activité des *raiders*. L'essentiel de ce mouvement est assuré par les chefs d'entreprises dans le cadre de leur fonction de direction. Deux objectifs tiennent désormais une place majeure dans les stratégies qu'ils retiennent : se concentrer sur leur activité fondamentale et maximiser le rendement des actifs des entreprises, éventuellement en les vendant.

#### Concentrer l'activité de l'entreprise sur sa spécialité

Cet objectif se situe en contradiction avec le mouvement des conglomerats des années soixante-dix. Il conduit à spécialiser l'entreprise sur une ou quelques activités, où elle possède un avantage compétitif, en vue de rechercher des synergies, atteindre des économies d'échelle, réaliser des regroupements de moyens (recherche, réseau commercial etc.) permettant de réduire les coûts, d'améliorer le produit et de maximiser les performances de l'entreprise. Ceci passe, dans certains cas, par des prises de contrôle par OPA. La baisse du cours des actions depuis octobre 1987 constitue, de plus, une opportunité.

Les grosses opérations (supérieures à 1 milliard de dollars) réalisées ou en cours depuis le début de 1988 sont en grande majorité caractérisées par cette logique

.../...

années une mutation vers la modernité financière, qui est le résultat des efforts des gouvernements successifs, et des sociétés qui ont voulu s'adapter à la nouvelle donne mondiale des activités financières. Parmi toutes les manifestations de cette modernisation financière, les plus importantes sont celles qui concernent, non des lois et règlements (si importantes que soient les mesures législatives et réglementaires qui ont vu le jour) mais des comportements. Parmi ces dernières, le changement d'attitude vis-à-vis des OPA est une des plus notables. En France, par exemple, on a longtemps été terrorisé par l'idée d'OPA inamicale et ce sentiment a été renforcé il y a vingt ans par le mémorable échec de BSN dans son combat pour conquérir Saint-Gobain. Depuis environ deux ans, la France paraît guérie de cette phobie. Le danger qui menace les pays où les OPA sont frappées d'anathème, est le danger d'assoupissement : les managements sont trop sûrs de n'être pas déboulinés, ils se donnent moins de mal pour leurs actionnaires. Il convient, bien entendu, d'avoir des réglementations très sérieuses en matière d'OPA, afin d'éviter les abus que l'on a constatés récemment, notamment aux États-Unis. Mais la peur de ces abus ne doit pas suggérer un retour au conservatisme excessif que nous avons connu antérieurement. La possibilité d'OPA est un facteur de flexibilité pour l'économie et c'est, en outre, un élément de vitalité pour la Bourse : le fait qu'une société puisse un jour être l'objet d'une OPA est de nature à motiver les investisseurs lorsque le train-train des profits et des dividendes normaux n'y suffit pas. □

133

## 1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

industrielle ou commerciale par différence avec une stratégie purement financière ou spéculative, qui est celle du *raider*. Ces opérations impliquent des grands noms de l'économie américaine (Kodak, Black et Decker, Macy's...) mais aussi des entreprises étrangères<sup>1</sup>.

### Utiliser efficacement les actifs de l'entreprise

Cet objectif est cohérent avec la volonté de spécialiser l'entreprise sur quelques produits ou segments de marché. Il amène à se séparer des actifs qui ne servent pas ce dessein de spécialisation. La revente d'actifs<sup>2</sup> devient inévitable dans les acquisitions de sociétés à activités multiples, de type conglomérat dont on conserve uniquement ce qui entre dans la spécialité de l'entreprise.

La revente se fera auprès d'un acheteur à la recherche de synergie et de développement de sa propre spécialité, qui sera capable de maximiser le rendement de cet actif. Le prix que cet acheteur sera prêt à payer sera donc plus élevé que ce que représente cet actif pour l'entreprise qui le détient.

Le processus de revente partielle, par lot ou division de la société acquise, apparente le comportement des chefs d'entreprises à celui des *raiders*. La partie des actifs qui est découpée et revendue dégage normalement un profit pour la société acquéreur. Le produit de cette cession partielle permet aussi de rembourser tout ou partie des emprunts qui ont financé l'OPA.

Les restructurations ont porté sur des entreprises engagées dans une OPA mais leur périmètre s'étend aux sociétés qui à titre préventif ou défensif, veulent se protéger d'une OPA. Par ce processus qu'on appelle aux États-Unis la *recapitalization*, une société se rend moins attractive en accroissant ses dettes et en diminuant ses fonds propres. Elle procède à la distribution d'un dividende exceptionnel, prélevé sur ses réserves. Cette opération de substitution de dette aux fonds propres peut s'accompagner de cessions d'actifs sur les secteurs annexes qui ne rentrent pas dans le « métier » de l'entreprise. L'incidence sur le bilan est la même que celle d'une OPA financée par dette, mais dans la recapitalisation c'est l'équipe dirigeante qui mène l'opération.

### LE CAS DU LEVERAGE BUYOUT (LBO)

Par un LBO, un ou plusieurs investisseurs achètent une société, puis décident de la retirer de la cotation sur un marché et de la privatiser au sens américain du terme c'est-à-dire ne plus avoir d'actionariat public, ni les obligations sociales qui en découlent. Le LBO peut être réalisé par un *raider*; il est en général le fait du management associé éventuellement à des investisseurs<sup>3</sup> spécialisés dans les opérations de LBO.

Le financement des LBO est assuré avec un effet de levier très élevé sur les capitaux propres. Ceux-ci représentent de 1 à 15 % du coût total de l'acquisition intégrale de la société. La motivation du management ou du *raider* est d'avoir un retour sur investissement très important, d'où le recours à l'effet de levier maximum sur les capitaux propres qu'il est capable d'apporter.

1— Les OPA du début 1988 ont été animées par Sanofi (candidate à l'achat de Robins finalement acquise par American Home Product), Hofmann Laroche (devancé par Kodak dans son OPA sur Sterling), Pirelli aidé par Michelin (pour l'acquisition par OPA de Firestone contre le japonais Bridgestone), Campeau (candidat au rachat de Federated). Ne sont citées que les plus grosses opérations.

2— Une étude réalisée par Mac Kinsey sur les opérations supérieures à 100 millions de dollars intervenues en 1986 montre que 75 % des sociétés acquéreurs ont procédé à des reventes dans un délai d'un an (cité par Business Week, n° 3043 du 4 mars 1988).

3— Des établissements financiers se sont spécialisés dans le montage de LBO. Ils peuvent aussi apporter des fonds propres, à partir de ressources qu'ils ont collectées dans des fonds constitués à cet effet. Les plus connus sont Kohlberg, Kravis, Robert (KKR), Forstmann Little.

L'opération a les mêmes conséquences qu'une OPA, puisqu'il y a transfert de propriété et une transformation de la structure du passif du bilan (substitution de dettes aux fonds propres). Il y aura aussi pour faire face au remboursement de la dette, le plus souvent, cession des actifs qui ne conditionnent pas l'activité principale et recentrage sur la spécialité de la société.

Les LBO faits par le management constituent une donnée très importante dans les mouvements de prise de contrôle et de restructuration aux États-Unis. Les opérations de LBO peuvent intervenir à l'occasion d'un désinvestissement d'une société de type conglomérat qui cède une division à son management, d'une réponse à une OPA hostile, ou de façon spontanée par une équipe dirigeante qui saisit l'opportunité de restructurer une entreprise et d'en tirer le maximum de profit. Le nombre de LBO réalisés est même supérieur à celui des OPA (amicales ou hostiles) menées jusqu'à leur terme.

Derrière la façade que constitue l'activité des *raiders*, ce sont en fait les équipes dirigeantes de beaucoup des sociétés américaines qui participent au processus de restructuration. Elles le font en prenant le contrôle d'autres sociétés (OPA), en prenant le contrôle de leur propre société (LBO) ou en restructurant leur propre société sans que l'actionariat en soit profondément modifié (recapitalisation). Le financement fait toujours appel, pour une grande part, à l'endettement.

---

## **UN FINANCEMENT FONDÉ SUR LE LEVIER DE L'ENDETTEMENT**

---

Les acquisitions, toujours dans le cas de LBO et le plus souvent dans les OPA, sont financées en majorité par de la dette. Les fonds propres occupent une place minoritaire et leur rendement est favorablement affecté par l'effet de levier ainsi créé.

135

### **LA VALEUR DE L'ENTREPRISE CIBLE DÉPEND DES INTENTIONS DE L'ACQUÉREUR**

Les deux approches les plus courantes sont la valeur marchande des actifs en cas de revente et la marge brute d'autofinancement (*cash flow*) disponible.

*La valeur marchande des actifs.* Il s'agit du prix qui peut être obtenu de la revente, souvent par lot, par division des actifs de la société acquise. L'évaluation tient compte de l'intérêt stratégique ou marginal qu'un actif (réseau commercial, terrain à bâtir, etc.) représente pour un acheteur déjà identifié, ce qui rehausse d'autant son prix. Cette approche est retenue par l'auteur d'une OPA dont l'objectif est de revendre les actifs sans avoir l'intention de faire fonctionner l'entreprise.

*Les perspectives de cash flow disponible.* Une acquisition par dette donnera lieu à des paiements élevés de frais financiers dans les années qui suivent l'opération. La marge avant frais financiers, dotation aux amortissements et impôts sur les bénéfices est centrale dans la réussite de l'opération. Des projections<sup>4</sup> sont réalisées à partir d'hypothèses d'évolution des ventes (en volume), de hausse de prix et de dépenses de fonctionnement. Quand il s'agit d'une industrie cyclique, il est tenu compte (à la lumière notamment des performances passées) des résultats en cas de récession afin d'examiner s'il convient de constituer des réserves destinées à traverser une telle période tout en faisant face au service de la dette.

Les projections de *cash flow* permettent d'examiner les conditions de remboursement de la dette. Il faut aussi intégrer les prélèvements sur ce *cash flow* destinés à faire face à l'augmentation du fonds de roulement et aux dépenses

4 — « A Management guide to Leverage Buyout », par Edward K. Crawford, chap. 4.

## 1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

d'investissement en capital fixe (remplacement, extension). Le *cash flow* disponible après couverture de ces dépenses peut être utilisé pour rembourser la dette. Il est la variable centrale qui conditionne la faisabilité et la rentabilité d'une acquisition par endettement.

Ces travaux d'analyse conduisent, compte tenu des retours attendus sur fonds propres investis, à retenir un plafond d'endettement que peut supporter l'entreprise à acquérir et donc son prix maximum.

Ces deux approches, représentatives des deux stratégies extrêmes, sont combinées dans la plupart des cas. Les transactions, surtout les plus grosses, poursuivent les deux objectifs : cession d'actif, et maximisation du *cash flow* généré par l'exploitation. Dans la pratique il y aura des ventes partielles d'actifs et poursuite de l'exploitation sur les créneaux considérés comme fondamentaux et les plus rentables de la société.

### LES FONDS PROPRES SONT RÉDUITS ET CHERCHENT À ÊTRE RAPIDEMENT RÉMUNÉRÉS

La partie financée par les fonds propres représente une fraction réduite (1 à 15 % de l'acquisition dans les LBO) afin de démultiplier le retour sur investissement.

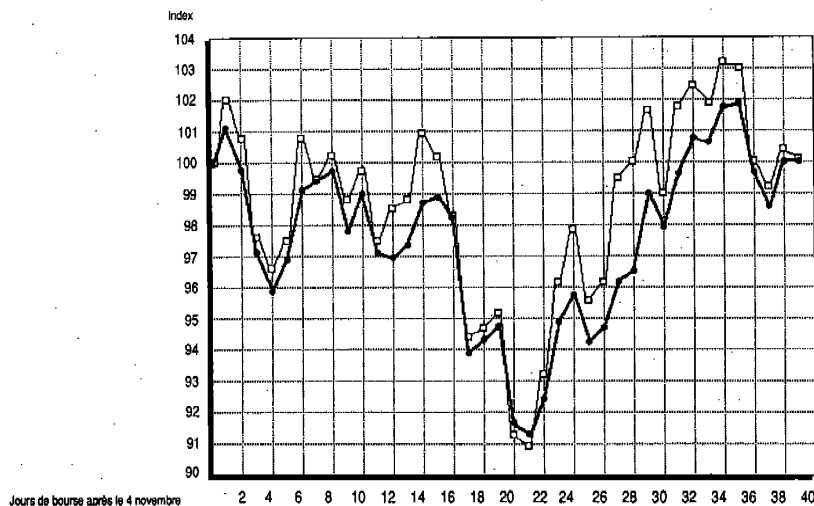
*Les apporteurs de capitaux.* Les succès d'acquisition sur endettement et les bénéfices parfois considérables retirés par les investisseurs, ont alléché des capitaux en quête de rentabilité forte (voir graphique ci-dessous et tableau page 146). Le développement des fonds dont la vocation est le financement d'OPA et de LBO, avec un effet de levier important, en témoigne. Pour les LBO, le management participe aux fonds propres avec un investisseur ou un de ses fonds spécialisés.

136

## PERFORMANCE D'UN PORTEFEUILLE FUSIONS ET ACQUISITIONS COMPAREE AU DOW JONES DU 4 NOVEMBRE AU 31 DECEMBRE

—●— Portefeuille Fusions et Acquisitions      □— Dow Jones

Source : Corporate Restructuring, Février 1988



*Les objectifs de rentabilité.* Le seuil de rentabilité poursuivi dépasse 30 % par an et est à la mesure des risques courus. Le cas des LBO est significatif. L'état de société sans actionnariat public est le plus souvent transitoire et il est mis à profit pour accroître sensiblement le *cash flow* qui permet de rembourser la dette. Dès que les conditions sont favorables (marché boursier porteur, dette remboursée, etc.), on prépare la revente au public des actions avec une forte rentabilité des capitaux investis.

Depuis la fin 1987, la part des fonds propres dans les plans de financement a tendance à croître sous le double effet du risque accru que représentent certaines opérations et de l'abondance relative de capitaux prêts à s'investir.

### **LA DETTE, SOURCE PRINCIPALE DE FINANCEMENT DES OPA ET LBO**

La disponibilité de cette source de financement, la dette, a permis le mouvement actuel d'acquisition de sociétés par ces techniques. La distinction est couramment faite entre la « senior » dette et la dette subordonnée. La première est prioritaire par rapport à la seconde (d'où le nom de dette subordonnée) dans la distribution des produits en cas de liquidation.

*La senior dette.* Elle est normalement accordée par les banques commerciales et se trouve, en principe, garantie par les actifs de la société. Lors du montage de l'opération, les parties s'efforcent de mettre la part la plus large en « senior » dette compte tenu de ses conditions moins coûteuses (1 à 3 points au-dessus du Libor) que celle de la dette subordonnée. En moyenne, la senior dette couvre 50 à 85 % d'un LBO.

*La dette subordonnée.* C'est la couche complémentaire qui fait la soudure entre le coût d'acquisition d'une part, la senior dette et les capitaux propres d'autre part. En raison du risque plus important qu'elle encourt, elle est plus coûteuse avec une prédominance de taux d'intérêt fixe. L'ingénierie financière a trouvé dans la dette subordonnée un champ de développement, et des montages très sophistiqués, ajustés aux caractéristiques de chaque opération, ont été expérimentés : différés d'amortissement, capitalisation des intérêts pendant plusieurs années par exemple. C'est le domaine des *high yield bonds*, obligations à haut rendement et à haut risque pour l'investisseur. La proportion de cette dette dans le plan de financement s'établit entre 10 et 30 % pour les LBO. Ce type de financement, parce qu'il est risqué, s'avère le plus difficile à réunir auprès de particuliers, de caisses de retraite ou de compagnies d'assurance. Pour cette raison, le taux d'intérêt est désormais souvent amélioré par un *equity kicker* permettant au souscripteur de participer à son choix aux fonds propres (*warrants*, obligations convertibles en action, etc.). Pour certains analystes, cette évolution de la dette subordonnée est cohérente avec le rôle des fonds propres que joue en fait cette dette subordonnée dans les opérations comportant un minimum de fonds propres (1 à 5 % de l'acquisition). Le prêteur subordonné est rapidement menacé en cas de difficultés. Il est normal, en conséquence, qu'il participe aux bénéfices.

L'émission de *high yield bonds* exige une préparation et le suivi d'une procédure qui ne sont pas forcément adaptés à la nécessité d'aller vite pour réussir certaines acquisitions. Pour cette raison, un prêt relais représentant un engagement sur son capital est le plus souvent mis en place par la banque d'investissement qui monte l'opération. Les prêts relais, en attente d'émission de *high yield bonds* pour des sociétés avec des *ratings* moyens ou médiocres, est un sujet de préoccupation en raison des risques qu'ils représentent.

Le puissant mouvement qui secoue les sociétés américaines en utilisant les armes du LBO, de l'OPA ou de la recapitalisation est, en grande partie, le fait des

## 1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

chefs d'entreprises (américaines ou étrangères). Leur logique est en général industrielle. Ce constat n'est pas incohérent avec le développement de l'ingénierie financière et l'objectif d'une rentabilité accrue, qui est rehaussée par l'effet de levier qu'un fort endettement procure aux capitaux propres.

### LES ACTIONNAIRES ONT ÉTÉ JUSQU'À PRÉSENT LES PRINCIPAUX GAGNANTS DU MOUVEMENT DES RESTRUCTURATIONS INDUSTRIELLES

Si les effets des OPA et LBO sont considérés comme positifs pour l'actionnaire, ils sont controversés en ce qui concerne l'économie dans son ensemble.

Les cours des valeurs faisant l'objet d'OPA connaissent souvent dès l'annonce de l'OPA des hausses parfois très importantes. Ceci conduit à la conclusion que les actionnaires sont les grands bénéficiaires de ces opérations. Ce constat doit être toutefois tempéré par les transformations que subit l'actionnariat classique dans les périodes d'OPA avec l'irruption des « arbitrageurs »<sup>5</sup> notamment. Par ailleurs, certains pensent que les actionnaires des sociétés qui lancent l'OPA peuvent être lésés, de même que les détenteurs d'obligations des sociétés cibles.

#### L'ACTIONNARIAT DES SOCIÉTÉS CIBLES

L'expérience passée a montré que les propriétaires d'actions des sociétés faisant l'objet d'OPA bénéficient rapidement d'une hausse des cours. Des études ont chiffré ce gain. Elles montrent que sur une période allant de un mois avant à un mois après l'OPA, les cours ont augmenté sensiblement par rapport à l'évolution du marché (de l'ordre de 30 % dans le cas d'OPA et de 20 % en cas de fusion négociée).

SOCIÉTÉ ACQUÉREUR	SOCIÉTÉ CIBLE	Prix (milliards de \$)	Cours à la veille de l'OPA	Cours de remise des actions ou cours offerts	Cours actuel (OPA en cours)	
Kodak	Sterling	5,2	55	1/8	89,5	—
Campeau	Federated	6,1	37	1/8	75 pour 80 % des actions	66 (8.3.88)
Black & Decker	American Standard	2,3	38	1/2	73	73 (8.3.88)
American Brand	E I Holding	1,1	10	1/2	17,05	
Pirelli	Firestone	1,86	49	5/8	58	63 1/8

La technique de l'OPA est particulièrement efficace pour rehausser le cours d'une action, notamment par rapport au *proxy fight* (guerre des procurations) qui vise comme l'OPA à changer le *management* de l'entreprise mais en empruntant la voie de l'appel aux actionnaires en assemblée générale.

Le constat est corroboré par les opérations actuellement en cours aux États-Unis ou celles qui viennent de se dénouer. L'évolution du cours de l'action entre la veille de l'offre (*bid*) et, soit la date de remise des actions en cas de succès

5— Les « arbitrageurs » achètent et vendent des valeurs concernées par des restructurations de sociétés. Ils sont ainsi intéressés par des actions qui font l'objet d'une OPA. Ils investissent pour le compte de la banque elle-même ou d'un fonds privé d'investisseurs. Il n'y a pas de statistiques officielles sur cette activité mais des estimations conduisent à évaluer à 10 milliards de dollars les capitaux affectés à cette activité.



de l'OPA, soit le cours actuel pour une opération en cours, montre les gains importants réalisés par les actionnaires.

L'évolution du cours de l'action sur plus longue période est plus difficile à déterminer. Une étude de Drexel Burnham Lambert a montré que les actions d'un échantillon représentatif de 38 sociétés ayant fait l'objet d'une restructuration avaient eu un comportement largement supérieur à l'indice SP 500 entre août 1982 et août 1987, c'est-à-dire à la plus belle période de hausse générale du marché boursier. Le même échantillon a en revanche eu un comportement inférieur à celui du marché pendant la période du krach et les semaines qui l'ont suivi. Une autre étude conduite par deux professeurs de l'Université Cornell (J. Carrell et A. Arbel) aboutit à des conclusions similaires (cf. tableau ci-dessus).

Au total il semble que nombre de sociétés « restructurées » ont, en dépit des efforts intenses qui sont faits pour valoriser le cours de l'action, beaucoup de difficultés à se distinguer de l'évolution générale du marché lorsque celui-ci est erratique ou incertain. Considérées comme plus risquées par certains investisseurs, les actions des compagnies ayant été restructurées sont même parfois davantage affectées. Il faudra néanmoins attendre quelques mois supplémentaires pour que des analyses plus fouillées puissent être avancées concernant l'effet du krach sur les performances boursières des sociétés « restructurées ».

### **CERTAINS ACTIONNAIRES SONT-ILS FAVORISÉS ?**

Les gains profitent-ils également aux actionnaires ou certains d'entre eux (*raiders*, arbitrageurs) reçoivent-ils, au contraire, l'essentiel des profits ? Les opérations d'OPA montrent dans leur déroulement qu'une fraction importante des titres est concentrée entre les mains des arbitrageurs. Dans la mesure où ceux-ci n'ont pas bénéficié d'information non publique, avant l'annonce de l'OPA, leurs achats ont été effectués à des prix déjà réévalués sous l'effet de l'OPA. Ces participants<sup>6</sup> acceptent d'acheter des actions dans l'espoir de gains qu'ils obtiendront dans la compétition entre l'auteur de l'OPA, les dirigeants de la société cible et d'autres participants qui surenchérisent éventuellement. Leur activité a été ternie par des cas d'*insider trading* qui ont rejailli sur le rôle qu'ils jouent dans le processus de découverte du prix qui permet le dénouement de l'OPA. Les risques peuvent être très importants dans cette activité à haut risque comme les pertes de L.F. Rothschild et d'autres en octobre dernier l'ont montré.

139

La pratique du *greenmail* vient aussi tempérer le constat que les actionnaires sont les bénéficiaires des OPA. Dans ce cas, le *management*, pour neutraliser un actionnaire susceptible de le menacer, rachète la participation du *greenmailer* au-dessus du marché avec la promesse que celui-ci ne procédera plus à des acquisitions ultérieures. Pour différentes raisons, et notamment la taxation élevée des gains, cette pratique n'a, semble-t-il plus cours. Celui qui a accumulé une participation et souhaite s'en défaire en cas d'échec, doit le faire au cours du marché. Les arguments relatifs au *greenmail* et à l'activité d'arbitrage (sauf cas d'*insider trading* qui fait l'objet de surveillance par les autorités et de sanctions en cas de preuve), ne peuvent venir remettre en cause le constat initial.

Une autre critique est parfois avancée selon laquelle les actionnaires de la société acquéreur sont les perdants. Les résultats statistiques ne corroborent pas cette allégation, même si des exemples récents comme Kodak<sup>7</sup> ont pu accréditer

6— Dans la phase qui sépare l'annonce du dénouement de l'OPA, les arbitrageurs détiennent environ 33 % des titres dans l'OPA de Black & Decker sur *American Standard*, de 25 à 35 % dans l'OPA sur *Federated* par Campeau et Macy's. *The New York Times* du 24 fév. 1988 et du 4 mars 1988.

7— La chute du cours de l'action et la dégradation du rating de la dette de Kodak ont suivi la réussite de l'OPA amicale sur *Sterling* mais aussi l'annonce d'un gros contentieux avec un concurrent.

## 1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

le sentiment qu'une acquisition coûteuse vient diminuer la valeur de l'action de la société qui prend le contrôle. Des travaux statistiques tendent même à montrer qu'en cas d'OPA, la valeur de la société qui se porte acheteuse augmente aussi en moyenne. On peut y voir notamment l'effet de synergie qui améliore la valeur des deux sociétés.

Le cas des détenteurs d'obligations est influencé par un processus qui aboutit à dégrader le *rating* de la dette de leur société. Les processus de substitution de dette aux fonds propres et les changements dans le contrôle des sociétés n'ont pas, jusqu'à récemment, fait l'objet de clauses dans les contrats d'émission d'obligations. Un rapport récent<sup>8</sup> du service de recherche du Congrès a noté qu'en 1987, 56 % des sociétés industrielles étaient considérées comme spéculatives et que le *rating* médian des entreprises américaines était B. Cinq ans plus tôt, le *rating* médian était A. Des exemples (Revlon, Phillip Petroleum, Allegis Corp. etc.) où un programme de restructuration financière (LBO ou recapitalisation) a été mené en réponse à une OPA hostile, ont montré la baisse parfois importante du cours des obligations placées avant l'OPA, suite à la restructuration.

### LE CAS PARTICULIER DES LBO FAITS PAR LE MANAGEMENT ET CELUI DE LA RECAPITALISATION

Les LBO réalisés par la participation du *management* (LMBO) posent un problème spécifique. L'équipe dirigeante devient par la vertu de sa participation aux fonds propres, de la disparition de l'actionnariat public et de son endettement, capable d'accroître la valeur de l'entreprise et d'obtenir des retours sur fonds propres très élevés<sup>9</sup>.

Les actionnaires avant LBO ont-ils été payés du juste prix de leurs titres et le *management* n'avait-il pas d'information privilégiée par rapport à l'ensemble des actionnaires sur les potentialités de la société? De même, le *management* qui est intéressé à la transaction remplit-il complètement sa mission fiduciaire à l'égard des actionnaires, mission qui l'oblige à obtenir le plus possible (le prix le plus haut) de la cession des actions dont il est, par ailleurs, l'acheteur? Des dispositions existent pour encadrer le *management* durant ces phases de mutation de l'entreprise (nécessité d'une évaluation par un tiers, procédure à suivre). Elles ne suffisent pas à considérer cette question comme réglée.

Certains analystes notent que la recapitalisation aboutit à des effets semblables au LMBO (maintien en place du *management*, substitution de dette aux fonds propres) mais permet à l'actionnaire de participer, s'il le désire, aux fruits de l'opération sous la forme d'un retour sur son action. Il reçoit ainsi une somme importante (sous forme d'un dividende exceptionnel) qui n'est pas éloignée de celle qu'il aurait touchée en cas de LMBO. Mais il a la faculté de conserver une action, spéculative puisque liée aux résultats de la restructuration financière et au succès de la recapitalisation. Le *management* d'American Standard pour repousser l'OPA de Black & Decker a proposé aux actionnaires le dispositif suivant:

- versement d'un dividende exceptionnel de 64 dollars par action;
- remise d'une obligation de 5 dollars;
- remise d'une action ordinaire;

L'ensemble est évalué à 73 ou 74 dollars par action, ce qui était comparable au prix offert par Black & Decker (73 dollars en liquide). Une autre possibilité de

8—Rapport sur «Leverage Buyouts and the pot of gold». Economics division of the Congressional Research Service.

9—Le cas extrême de Beatrice où la société a été rachetée par le management avec KKR pour 6,25 milliards de dollars alors que la vente d'une partie de ses actifs a procuré au minimum 8,8 milliards de dollars, soulève la question de l'équité de ce type de transaction à l'égard de l'actionnaire.

défense aurait été un *management LMBO* dont le prix payé à l'actionnaire avait été évalué à environ 73 dollars. Cette solution aurait posé la question de l'équité du prix payé à l'actionnaire quand le *management* joue un double rôle : représentant des actionnaires et acheteur.

Les OPA, qu'elles portent sur la totalité des actions en vue notamment de réaliser un LBO ou sur une partie seulement, sont un facteur d'animation du marché des actions. Elles bénéficient aux actionnaires. Les marchés des actions en sont conscients et l'une des causes<sup>10</sup> immédiates de la cassure du marché d'octobre 1987 a été l'annonce le 14 octobre que le Comité des *Ways and Means* du Congrès avait adopté une proposition pour éliminer les avantages fiscaux associés au financement des OPA.

### **L'IMPACT ÉCONOMIQUE DE L'ACTIVITÉ FUSION-ACQUISITION EST CONTROVERSÉ**

L'activité de fusion-acquisition tient une place considérable dans la vie des affaires. La couverture que la presse économique consacre à ce sujet en témoigne et illustre l'importance des enjeux qu'elle représente. Il est étonnant de constater que ce sujet important n'a toutefois pas fait l'objet d'études notoires quant à son impact économique. Des points de vue opposés s'affrontent et reflètent les intérêts divergents des groupes intéressés. Le *management* en place signale avec force les ravages des tentatives d'OPA hostiles sur les entreprises et leur stratégie à long terme. Des analystes mettent en évidence les risques que court une économie reposant sur des *leverages* élevés. Les auteurs d'OPA insistent, quant à eux, sur les gains obtenus et la dynamisation du tissu économique que représente la compétition pour la prise de contrôle des sociétés.

141

Des économistes<sup>11</sup> libéraux ont fourni une base théorique au redéploiement des sociétés et à l'aspect « jeu de Monopoly » que revêt l'activité de fusion-acquisition, dont le paroxysme est l'OPA hostile. Selon eux, il y a un marché du contrôle des sociétés dont la liberté et la fluidité favorisent l'efficacité. Le rôle du marché est de confier la direction des sociétés à ceux qui maximiseront les gains issus de l'utilisation des moyens que représentent ces sociétés. Les actionnaires remettent, quand il y a concurrence, la direction au *management* qui sera le plus capable de maximiser le résultat.

La vente d'actifs conduit à la même poursuite de l'optimisation de l'usage de ces actifs productifs. La revente permet de trouver l'acheteur qui fera le meilleur usage de ces actifs et accepte de le payer dans un processus de concurrence au prix le plus haut. La revente par lots d'une entreprise, loin d'aboutir à un démantèlement destructeur de richesse, permet une allocation optimisée de ses actifs. Le profit retiré d'une vente par lots dont le produit total dépasse la valeur de l'ensemble correspond à un gain pour l'ensemble de l'économie.

Le climat actuel de l'activité de restructuration des entreprises a naturellement des effets sur les entreprises qui ont été l'objet d'une OPA ou d'un LBO. Mais elle a aussi un impact sur les sociétés, qui de façon préventive ou en réponse à une menace d'OPA, ont procédé à une recapitalisation.

10— *Rapport de la Commission présidentielle sur les mécanismes du marché (rapport Brady), pages 15 et 16.*

11— *Une synthèse de cette approche est contenue dans l'article du professeur Michaël Jensen dans le numéro de nov.-déc 1984 de la Harvard Business Review : « Takeover-folklore and science ».*

## 1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

### LES GAINS DE PRODUCTIVITÉ

La nécessité d'accroître le *cash flow* pour rembourser la dette conduit à un processus de rationalisation des dépenses qui est porté par un élan puissant puisqu'il conditionne la survie de l'entreprise. Des travaux statistiques<sup>12</sup> par secteurs économiques montrent que les gains de productivité sont plus élevés dans les secteurs où se manifeste une forte activité d'acquisition par OPA et LBO, que dans les autres secteurs.

En contrepartie de ces gains de productivité, l'emploi a souvent diminué. Une analyse plus fine montre que les entreprises faisant l'objet de restructuration par endettement sont plus souvent situées dans des secteurs à maturité, avec des résultats réguliers et des besoins en recherche et en investissement modérés. Les OPA ou LBO se produisent exceptionnellement dans les secteurs de haute technologie, à croissance rapide (informatique, biotechnologie, télécommunications, espace, etc.) dans lesquels le *cash flow* disponible se trouve réduit en raison des besoins d'investissement.

Quand il s'agit d'industries dans leur phase de maturité, le processus d'allègement des effectifs est inévitable si on veut maintenir un niveau de compétitivité satisfaisant. La restructuration financière combinée à un changement dans le contrôle de la société favorise l'adaptation nécessaire des entreprises concernées, qui sont situées sur des marchés stables ou à croissance lente (distribution, industries alimentaires, mines, pneu, énergie, etc.).

Le Professeur Jensen (Harvard Business School) rappelle que la critère adéquat est l'effet sur la richesse globale. L'interdiction ou la limitation des fermetures d'entreprises ou des compressions d'emploi conduit à réduire l'efficacité de l'économie. Toute nouvelle technologie en matière de distribution, production et organisation impose des coûts à court terme, affectant les personnes travaillant sur des techniques anciennes mais améliore le niveau de vie global et la position dans la compétition internationale.

### LE COURT TERME CONTRE LE LONG TERME

L'opinion est très répandue que les restructurations avec un effet de levier important permettent de maximiser les résultats immédiats. L'expérience américaine montre que la plupart de ces opérations ont atteint leur objectif de progression de *cash flow*, de remboursement de dette et que certaines ont permis aux investisseurs en fonds propres de faire des profits étonnants, bien supérieurs au seuil de 30 % communément admis comme un minimum par un placement en fonds propres dans une opération à effet de levier élevé.

En revanche, l'avenir à long terme de l'entreprise est sacrifié selon certains. La difficulté est de mesurer l'intérêt à long terme de l'entreprise. Le marché permet-il d'apprécier la rentabilité future d'un investissement en capital ou en recherche ? Peut-il apprécier les effets externes d'une décision qui s'avère rentable sur le court terme et a des répercussions sur l'économie d'une région, l'environnement naturel, les industries amont et aval, etc. ?

Les partisans de cette thèse, largement partagée, notent que les dépenses de capital fixe et de recherche sont pénalisées dans le souci de comprimer les dépenses et d'affecter le *cash flow* de façon prioritaire au remboursement de la dette. Les défenseurs des OPA et LBO répondent que les secteurs d'industries

12— John Paulus, chief economist de Morgan Stanley a noté que les industries manufacturières et minières, qui représentent un quart de la production industrielle, comptent pour 50 à 60 % de l'activité fusion-acquisition. Les gains de productivité ont été supérieurs dans ces secteurs (+ 3,3 % par an) au reste de l'économie (1,1). Des travaux entreprise par entreprise conduisent à la conclusion selon laquelle la productivité progresse plus vite dans les entreprises ayant fait l'objet de restructuration que dans les autres.

concernés (à maturité) présentent un moindre besoin d'investir que les industries de *high tech* et que les comparaisons sont délicates. Par ailleurs, les estimations faites lors des projections de comptes prévisionnels prévoient la partie du *cash flow* qui sera affectée à l'investissement afin de garantir l'adaptation des produits aux besoins du marché ainsi que l'efficacité des méthodes de production.

### **LES CONGLOMÉRATS ET LA VENTE D'ACTIFS**

La revente des actifs est un sujet d'étonnement, surtout quand elle permet à un acheteur extérieur de vendre plus cher une entreprise grâce à un découpage et une cession par compartiment. Outre l'impression d'un gain facile (parce que rapide), ce type de transaction laisse à penser à une casse de l'entreprise et alimente le sentiment qu'il s'agit d'un marché de « prédateurs » qui s'acharnent sur des sociétés en bonne santé. La cession d'actifs est la conséquence de la spécialisation sur ce qu'une entreprise sait faire, dans le secteur où elle a une tradition et des compétences. Elle permet à la société allégée d'accroître la rentabilité des capitaux qui y sont investis. En même temps, par le dégagement d'actifs productifs, elle permet à d'autres sociétés d'acquérir des moyens qui se combineront avec leur propre appareil de production pour atteindre des synergies et des gains de productivité.

Un exemple très révélateur est constitué par l'échange d'actifs entre General Electric et Thomson SA. Thomson a acquis l'unité électronique grand public de General Electric et une base importante aux États-Unis. En retour, General Electric a reçu les unités d'équipement médical de Thomson, ce qui correspondait à son souhait d'améliorer ses prestations sur le plan technologique et d'accroître sa présence en Europe.

Dans les grosses OPA, il y a normalement cession partielle d'actifs. Les sociétés acquises ont des activités diversifiées assurées par des entités distinctes. Le souci de se concentrer sur la spécialité de l'entreprise, de dégager des synergies entre la société acheteuse et une partie de la société acquise conduit à se séparer de certaines divisions. Ces actifs ne sont pas perdus pour l'économie dans son ensemble mais seront utilisés plus efficacement par leur acheteur.

À la base des grosses opérations sur des conglomérats il y a souvent l'idée, comme on l'a vu, que la somme des éléments séparés est supérieure à la valeur de l'ensemble. Chaque acheteur d'une sous-partie fera un usage plus efficace que la société qui gère l'ensemble ; pour cette raison l'acheteur est prêt à en payer un prix plus élevé.

On constate souvent que l'auteur de l'OPA s'associe avec des partenaires qui sont intéressés par une partie de l'entreprise correspondant à leur spécialité et qui présente une synergie (exemple : Pirelli et Michelin pour Firestone, Campeau avec De Bartolo et Olympia pour Federated). Très souvent, la revente de certains actifs est négociée avant même que le résultat de l'OPA ne soit connu.

### **LES RISQUES DUS AU DÉVELOPPEMENT DE L'ENDETTEMENT**

La substitution de dette aux fonds propres pour maximiser le retour sur fonds propres introduit des risques dans le fonctionnement de l'économie et fragilise les entreprises.

#### **Les entreprises**

Le *rating* moyen des entreprises américaines s'est sensiblement détérioré et ceci se répercute sur le coût moyen de l'endettement et vient aggraver les transformations du bilan des entreprises concernées par une OPA ou un LBO financés principalement par la dette.

La fragilité de l'entreprise endettée, même si elle dégager une marge permettant

## 1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

le service de la dette, réside dans son exposition à une récession économique ou à une évolution défavorable, interne ou externe à l'entreprise. Le fait, par ailleurs, d'être grevée de dettes la rend moins souple pour lancer un programme de modernisation — non prévu dans les projections préalables à l'OPA ou au LBO mais qui s'avère nécessaire (arrivée d'un concurrent, transformation des conditions d'approvisionnement, etc.).

Le ratio d'endettement actuel n'est pas, dans une perspective historique, particulièrement élevé<sup>13</sup>. Une comparaison géographique avec les pays qui connaissent la meilleure réussite (Japon, RFA) montre aussi que les entreprises de ces pays ont des taux d'endettement plus élevés en moyenne.

### **Les merchant banks**

Les banques d'investissement qui accordent des prêts relais non garantis (*bridge loans*) avant mise en place de la dette subordonnée, acceptent de courir un risque. Cette activité fait l'objet d'un débat au sein des principales maisons de Wall Street en raison des risques qu'elle revêt, même si les profits sont souvent considérables. Un *bridge loan* réussi (c'est-à-dire avec émission rapide et réussie de titres sur le marché pour refinancer le prêt) peut se faire avec un rendement supérieur à 40 % en termes annuels. Nous indiquons ici (*voir tableau page 145*) le montant de certains prêts relais en cas de fusion (suite à une OPA ou non) et de LBO par le *management*. Les montants des prêts relais atteignent des niveaux qui sont considérables. Pour donner un ordre de grandeur du risque couru véritablement, il convient de les rapprocher des bénéfices réalisés par les plus grandes banques d'investissement.

Cette activité risquée mais très rentable<sup>14</sup> représente des engagements sur le capital de la banque. Une évolution, toutefois, commence à se dessiner avec des fonds spécialisés dans le financement des LBO ou des OPA (amicales) qui réunissent des capitaux à la recherche de placements spéculatifs. Cette activité récente (elle a démarré en 1986 alors qu'auparavant elle prenait la forme d'engagement par lettre d'une banque que l'acquéreur recevrait son financement) va encore évoluer vraisemblablement. Ces fonds spécialisés ont l'avantage de « localiser » le risque alors que des engagements sur le capital des banques l'étendent à l'ensemble de la sphère financière.

### **Les banques commerciales**

D'après les études et la surveillance menées par les principales agences de *rating*, la qualité des portefeuilles de prêts des banques commerciales américaines n'a pas été significativement affectée par leur activité de prêteur dans les mouvements de restructurations industrielles financés par endettement, même si les portefeuilles ont crû de façon très importante (2 à 4 % de l'encours domestique en 1985, contre 20 ou 30 % en 1987). Les banques commerciales ont fait preuve de beaucoup de prudence (examen attentif, syndication) dans l'octroi de ces crédits et aucun *downgrading* n'est intervenu en raison du risque LBO.

Une plus grande prudence peut toutefois être observée à l'heure actuelle à la suite du krach et dans l'hypothèse d'une récession économique ou d'une moindre croissance. La syndication des prêts LBO apparaît plus délicate. Les acteurs principaux demeurent néanmoins très actifs, tout en ayant réévalué leurs conditions d'intervention.

13— D'après des données chiffrées du Federal Reserve, le ratio dette sur fonds propres était de l'ordre de 35 à 40 % au début des années soixante. Il a augmenté progressivement pour atteindre 50 % en 1970 et a culminé en 1978 (entre 85 et 90 %). Il était de l'ordre de 73 % en 1986. (Cité dans le rapport sur « *Leverage Buyouts and the pot of gold* », op. cité.)

14— Dans l'opération *Beatrice* le montant des commissions a été évalué à 250 millions de dollars.

**EXEMPLES DE PRÊTS-RELAIS POUR LE FINANCEMENT DE PRISE DE CONTRÔLE, CLASSÉS PAR MONTANT** (en millions de dollars)

CIBLE	Auteur de la prise de contrôle	Conseil de l'auteur de la prise de contrôle	Valeur <sup>4</sup> de Transaction	Montant <sup>4</sup> du Prêt-relais
Safeway Stores Inc.	Kohlberg Kravis <sup>1</sup>	Morgan Stanley	5,335 5	1,100.0
Borg-Warner	Investor Group <sup>1</sup>	Merrill Lynch	4,777 0	650 0
Goodyear	Sir James Goldsmith	Merrill Lynch	4,708 0 <sup>2</sup>	1,900 0
Owens-Illinois	Kohlberg Kravis <sup>1</sup>	Morgan Stanley	3,640 0	600.0
Allied Stores Corp	Campeau Corp	First Boston	3,608 0	865.0 <sup>5</sup>
Allied Stores Corp	E.J. DeBartolo Corp	Shearson Lehman	3,339 6 <sup>2</sup>	1,600 0
Viacom Int'l	National Amusements	Allen & Co	3,400 0	592.0
Viacom Int'l	Investor Group <sup>1</sup>	First Boston	3,300 0	1,000 0
Harcourt Brace	Recapitalization	First Boston	3,000 0	985.0 <sup>7</sup>
GenCorp	AFG/Wagner & Brown	Shearson Lehman	2,450 0	1,250 0
Burlington Ind	Investor Group <sup>3</sup>	Morgan Stanley	2,090 0	
Burlington Ind	Asher Edelman Group	Shearson Lehman	1,840 0 <sup>2</sup>	1,500 0 <sup>8</sup>
Supermarkets General	Investor Group <sup>1</sup>	Merrill Lynch	2,070 0	375 0
Supermarkets General	Dart Group Corp	Kidder Peabody	1,730 0 <sup>2</sup>	750 0
Storer Comm'ns	Comcast Corp	Merrill Lynch	1,949 0 <sup>2</sup>	1,200 0
Revlon Group Inc	MacAndrews & Forbes	Drexel/Morgan	1,741 6	880.0
Fruehauf Corp	LMC Holdings <sup>1</sup>	Merrill Lynch	1,710 0	301 0
Jack Eckerd Corp	Eckerd Holdings <sup>1</sup>	Merrill Lynch	1,581 7	430 0
Container Corp	JSC/MS Holdings <sup>3</sup>	Morgan Stanley	1,220 0	680.0

1—LBO du Management avec éventuellement un groupe d'investisseurs.

2—Transaction annulée.

3—Offre en compétition.

4—Montant arrondi.

5—Plus gros LBO avec banque d'investissement avant 1980.

6—Engagement initial de 1,800 millions \$.

7—Engagement couvre un « bridge facility ».

8—Engagement initial de 1,045 millions \$.

Source : Rapport sur « Leverage Buyouts and the pot of gold » Economic division of the Congressional Research Service.

145

L'expérience des opérations de prise de contrôle par OPA ou LBO, financée par de la dette conduit à constater qu'elles ont su faire face à leurs engagements et notamment au service financier de la dette. Une étude<sup>15</sup> sur un fonds spécialisé dans le LBO a montré que sur soixante-dix LBO dans lesquels le fonds a investi, deux opérations seulement ont été des échecs, ne pouvant être précisément imputables à l'endettement que les deux sociétés avaient subi suite au LBO. Dans le premier cas, le secteur où opérait l'entreprise a été déréglementé et une innovation chez un concurrent a ruiné les perspectives sur lesquelles était fondé le second LBO.

Ces données chiffrées confirment que dans leur ensemble les opérations de prise de contrôle par endettement ont été des réussites. Il faut néanmoins se rappeler que le phénomène qui s'est développé durant ces dernières années a bénéficié des cinq années sans récession que les États-Unis ont connues et de la diminution des

15—Cité dans le rapport sur « Leverage Buyouts and the pot of gold ». Op. cité.

## 1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

### FONDS DE LBO (en millions de dollars)

SPONSOR	TAILLE ESTIMÉE
Kohlberg Kravis Roberts	3,000 à 5,000
Forstmann Little	2,700
Warburg Pincus	1,175
Equitable Bridge	1,000
Equitable Life — Mezzanine Finance	1,000
Fort Worth Partner SA	1,000
Thomas H. Lee Co.	600 +
19 autres	4,380
Total	16,355 à 18,355

Source : Wall Street Journal.  
August 10, 1987, p. 51.

taux d'intérêt. Les conditions se sont donc avérées particulièrement favorables au succès de ce type d'opération.

La critique principale qui affirme que les restructurations par endettement exposent davantage l'entreprise en cas de récession, n'a pu être soumise aux faits et les résultats des opérations des dernières années doivent être analysés à la lumière de la croissance ininterrompue de l'activité économique et du marché des actions (jusqu'en octobre 1987, bien sûr).

À la base des grosses opérations sur des conglomerats il y a souvent l'idée, comme on l'a vu, que la somme des éléments séparés est supérieure à la valeur de l'ensemble. Chaque acheteur d'une sous-partie fera un usage plus efficace que la société qui gère l'ensemble ; pour cette raison l'acheteur est prêt à en payer un prix plus élevé.

L'abondance des capitaux drainés pour des opérations de ce type et prêts à s'investir en fonds propres dans des transactions avec effet de levier élevé témoignent de la confiance qu'elles inspirent auprès d'investisseurs. Le marché des *high yield bonds* qui s'était tari dans les mois qui ont suivi la cassure du marché d'octobre 1987, est redevenu une source de financement de la dette subordonnée.

L'avenir des OPA et LBO avec un financement sur dette semble assuré pour 1988. Le montant de transactions, en valeur, est en augmentation sur les années précédentes qui avaient pourtant atteint des sommets. La baisse du dollar contribue à animer le marché dans la mesure où elle encourage d'autres participants, les entreprises étrangères, à venir aux États-Unis faire des acquisitions. Il est indéniable qu'elles vont y jouer un rôle croissant.

La crainte d'une récession (désormais plus hypothétique) ne suffit pas à infléchir le mouvement. Après plus de cinq années d'expansion continue, elle doit cependant être intégrée dans les hypothèses qui fondent les projections à la base des LBO et OPA, notamment lorsqu'ils sont financés par dette. Ce diagnostic sur l'efficacité et la rentabilité de ces derniers pourrait se trouver sensiblement modifié en cas de récession. Les investisseurs pourront alors mesurer s'ils ont eu raison d'investir dans des transactions à haut effet de levier, qui jouent à l'heure actuelle un rôle central dans la restructuration des sociétés américaines. □

Achévé de rédiger le 17 mars 1988.