

L'impact des opérations de LBO sur la performance à long terme des entreprises : Une analyse des facteurs clés de succès

The impact of LBO operations on the long-term performance of companies: An analysis of key success factors

Douae ARCHI, (étudiante chercheuse)

*Laboratoire de l'Économie et Management des Organisations
Faculté d'économie et de gestion
Université Ibn Tofail de Kénitra, Maroc*

Ihssan CHOUETTA, (étudiante chercheuse)

*Laboratoire des Sciences Économique et Politiques Publiques
Faculté d'économie et de gestion
Université Ibn Tofail de Kénitra, Maroc*

Mohamed TORRA, (enseignant chercheur)

*Laboratoire de l'Économie et Management des Organisations
Faculté d'économie et de gestion
Université Ibn Tofail de Kénitra, Maroc*

Kenza EL KADIRI, (enseignante chercheuse)

*Laboratoire des Sciences Économique et Politiques Publiques
Faculté d'économie et de gestion
Université Ibn Tofail de Kénitra, Maroc*

Adresse de correspondance :	Faculté d'économie et de gestion B.P 242 – 14 000Kénitra, Maroc Université Ibn Tofail Maroc (Kénitra) 05373-29218
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude et ils sont responsables de tout plagiat dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	ARCHI, D., CHOUETTA, I., TORRA, M., & EL KADIRI, K. (2024). L'impact des opérations de LBO sur la performance à long terme des entreprises : Une analyse des facteurs clés de succès. <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 5(10), 630-649. https://doi.org/10.5281/zenodo.14017662
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: September 03, 2024

Accepted: October 29, 2024

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 5, Issue 10 (2024)

L'impact des opérations de LBO sur la performance à long terme des entreprises : Une analyse des facteurs clés de succès

Résumé :

Cette étude analyse les effets des opérations de LBO sur la performance à long terme des entreprises. Elle se concentre sur les facteurs clés de succès et les impacts spécifiques des différentes sorties (IPO, ventes stratégiques). À travers des études de cas (Wincor Nixdorf, Techem, Trevira), elle évalue l'influence de l'endettement, de la concentration de la propriété et de la participation des dirigeants sur les résultats post-LBO. L'étude révèle que la discipline financière induite par la dette peut avoir des effets positifs durables. Les entreprises maintiennent souvent une rigueur en matière de coûts, même après une réduction de la dette. Cependant, les stratégies de croissance post-LBO varient selon la structure de propriété et l'implication des dirigeants. Les résultats montrent que l'endettement et la discipline financière continuent d'influencer positivement la performance, même après la sortie du LBO. La concentration de la propriété joue un rôle crucial dans la gestion post-LBO, impactant l'engagement des anciens propriétaires et la performance de l'entreprise. Le suivi stratégique et la participation des dirigeants au capital sont essentiels pour maintenir une gestion efficace. En conclusion, la performance post-LBO est significativement influencée par la gestion de l'endettement, la concentration de la propriété et la participation des dirigeants. L'étude recommande d'optimiser la gouvernance, de maintenir une gestion rigoureuse de la dette et d'aligner les incitations des dirigeants pour favoriser la réussite à long terme. Des pistes pour des recherches futures sont suggérées, notamment l'exploration approfondie de la gouvernance et des métriques de performance à long terme.

Mots clés : LBO; Performance à long terme; Gouvernance d'entreprise; Risque financier; Rendement post-LBO.

Classification JEL : G34, G32, L25, M21

Type de l'article : Recherche appliquée.

Abstract:

This study analyzes the effects of LBO (Leveraged Buyout) operations on the long-term performance of companies. It focuses on key success factors and the specific impacts of different exit strategies, such as IPOs and strategic sales. Through case studies (Wincor Nixdorf, Techem, Trevira), the study evaluates the influence of debt, ownership concentration, and managerial participation on post-LBO outcomes. The research reveals that the financial discipline induced by debt can have lasting positive effects. Companies often maintain cost discipline even after reducing their debt levels. However, post-LBO growth strategies vary depending on ownership structure and managerial involvement. The results show that debt and financial discipline continue to positively influence performance even after the LBO exit. Ownership concentration plays a crucial role in post-LBO management, affecting the engagement of former owners and the company's performance. Strategic oversight and managerial participation in equity are essential for maintaining effective management. In conclusion, post-LBO performance is significantly influenced by debt management, ownership concentration, and managerial participation. The study recommends optimizing governance, maintaining rigorous debt management, and aligning managerial incentives to promote long-term success. Future research avenues are suggested, including a deeper exploration of governance and long-term performance metrics.

Keywords: LBO; Long-term performance; Corporate governance; Financial risk; Post-LBO performance.

JEL classification : G34, G32, L25, M21

Paper type: Empirical research

1. Introduction

Dans les années 1970 et 1980, le marché des reprises d'entreprises a commencé à se développer. Pour renforcer la richesse et le leadership des entreprises, la croissance par le biais de fusions ou d'acquisitions a inondé l'environnement de l'entreprise. Bien que de telles fusions et acquisitions existaient depuis des décennies, le mi-1970 a marqué le début de la course aux OPA hostiles, qui se sont chiffrées en milliards de dollars. Cette évolution a été suivie, dans les années 1980, par une vague de rachats à effet de levier, un dérivé de la prise de contrôle, qui a culminé avec le rachat à effet de levier le plus célèbre de l'époque, celui de RJR Nabisco par Kohlberg Kravis Roberts, pour un montant de 25 milliards de dollars, en 1989.

Le LEVERAGED BUYOUT (LBO) est une technique de financement utilisée par diverses entités, y compris la direction d'une société ou des groupes extérieurs, tels que d'autres sociétés, des partenariats, des individus ou des groupes d'investissement. Plus précisément, il s'agit de l'utilisation de la dette pour acheter les actions d'une société, et cela implique souvent la transformation d'une société publique en société fermée. Sa popularité est influencée par des facteurs tels que le niveau des taux d'intérêt et la disponibilité du financement par emprunt. La faiblesse des taux d'intérêt qui a prévalu pendant les années 2004-2007 a contribué à expliquer pourquoi tant de LBO importants ont eu lieu pendant cette période. L'absence de financement par emprunt au cours des années 2008-2009, à une époque où les taux d'intérêt étaient bas, contribue à expliquer la chute importante du nombre de transactions au cours de ces années. Lors de la reprise économique qui s'est produite au cours de la période 2010-2014, le financement par emprunt est devenu de plus en plus disponible en raison des grandes quantités de liquidités fournies par la politique monétaire expansionniste, mais les prêteurs ont été prudents et n'ont pas voulu financer tous les types d'opérations qu'ils ont réalisées avant la crise des Subprimes. Ces développements historiques posent la question de savoir comment ces opérations de rachat, caractérisées par un fort levier financier, influencent la performance des entreprises sur le long terme et quels sont les facteurs clés qui déterminent leur succès ou leur échec.

L'objectif principal de cette étude est d'examiner l'impact des opérations de rachat à effet de levier (LBO) sur la performance à long terme des entreprises, en identifiant les facteurs clés qui déterminent le succès ou l'échec de ces opérations. Plus précisément, cette recherche vise à comprendre comment les LBO influencent la croissance, la rentabilité et la résilience des entreprises après l'acquisition. En s'appuyant sur des exemples historiques, cette étude tentera d'évaluer si les entreprises ciblées par les LBO parviennent à améliorer leur performance opérationnelle et financière sur le long terme ou si, au contraire, elles sont confrontées à des difficultés accrues dues à la pression exercée par la dette. Enfin, cette recherche se propose d'analyser les conditions et les stratégies qui permettent de maximiser les chances de succès des LBO, en tenant compte de variables telles que la structure de l'entreprise, le secteur d'activité, et le contexte économique.

Cette étude vise à examiner les dynamiques complexes liées aux rachats d'entreprises (LBO) en se concentrant sur les aspects souvent négligés des changements post-transaction.

En particulier, elle cherche à comprendre comment la gouvernance d'entreprise évolue après un LBO et comment ces évolutions influencent la stratégie, les opérations, et les performances de l'entreprise. Les questions suivantes guideront cette recherche :

H1 : Les entreprises sortant d'un LBO adoptent des pratiques de gouvernance plus rigoureuses et formalisées.

Les études existantes sur les sorties de buyouts se concentrent principalement sur les entreprises ayant fait l'objet d'une introduction en bourse (IPO), en s'appuyant souvent sur des données publiques telles que les niveaux de levier d'endettement. Cependant, les informations sur les sorties par vente publique sont moins disponibles, ce qui limite notre compréhension de la

gouvernance post-LBO. Cette question explore comment les pratiques de gouvernance évoluent après un LBO, en s'appuyant sur des données qualitatives et quantitatives pour combler cette lacune dans la recherche.

H2 : Les changements dans la structure de gouvernance conduisent à une focalisation accrue sur des objectifs financiers à court terme au détriment des objectifs à long terme.

Les modifications apportées à la structure de gouvernance d'une entreprise post-LBO peuvent influencer les objectifs de la direction, entraînant des ajustements dans la stratégie et les opérations. Cette question examine comment ces changements impactent les buts et objectifs de la direction, en utilisant des indicateurs clés pour analyser la réorientation stratégique et opérationnelle de l'entreprise.

H3 : Les modifications de la gouvernance post-LBO entraînent une réorientation stratégique vers une plus grande efficacité opérationnelle.

Des études antérieures ont abordé la manière dont les changements de gouvernance affectent la stratégie et les opérations des entreprises dans le cadre de buyouts, en se concentrant sur des aspects tels que la restructuration, le fonds de roulement, et la recherche et développement. Cette question approfondit la relation entre la gouvernance et les décisions stratégiques et opérationnelles, en explorant comment la nouvelle structure de gouvernance peut redéfinir les priorités et les actions de l'entreprise.

H4 : Les changements de gouvernance post-LBO améliorent significativement les performances financières, mesurées par des indicateurs tels que le résultat d'exploitation.

Depuis l'émergence des rachats d'entreprises comme une forme d'organisation avec des incitations et un contrôle accru, la recherche s'est penchée sur la durabilité des améliorations de performance. Cette question évalue comment les changements dans la gouvernance influencent les performances de l'entreprise, en examinant des indicateurs tels que le résultat d'exploitation et le flux de trésorerie. Elle vise à comprendre si les améliorations de performance post-LBO se traduisent par un transfert de valeur au détriment des autres parties prenantes et à quelles conditions.

L'article se divise en trois grandes parties pour analyser l'impact des LBO sur la performance des entreprises. La première section, dédiée à la littérature, introduit les concepts fondamentaux du rachat d'entreprise par effet de levier (LBO) et explore les mécanismes qui sous-tendent cette pratique. Un LBO est principalement financé par de la dette, avec l'objectif d'augmenter la rentabilité et de restructurer l'entreprise pour créer de la valeur pour les actionnaires. Cette section aborde également des théories comme celle de l'agence, qui souligne l'alignement des intérêts des gestionnaires et des actionnaires, ainsi que la théorie de la valeur ajoutée, mettant en lumière comment les LBO peuvent améliorer l'efficacité opérationnelle.

La deuxième partie, consacrée à la méthodologie, présente un modèle détaillé d'analyse des performances historiques des entreprises ciblées par des LBO. Cette analyse s'appuie sur des indicateurs financiers pour évaluer l'évolution de la performance avant et après le rachat. Les techniques de modélisation utilisées permettent de réaliser des projections sur les performances futures, tout en examinant la sensibilité des résultats aux variations de variables clés comme le taux d'intérêt et la croissance des revenus. De plus, l'identification des facteurs clés de succès est essentielle, incluant la sélection d'entreprises avec un fort potentiel et l'établissement d'une stratégie claire post-LBO pour maximiser la génération de cash flow.

Enfin, la section des résultats et discussion synthétise les principales conclusions, montrant que les études indiquent souvent une amélioration de la performance post-LBO, bien que cela soit variable selon le secteur et le niveau d'endettement. Cette discussion met également en lumière les implications pour les investisseurs, soulignant les rendements attractifs que peuvent offrir les LBO tout en avertissant des risques associés. En outre, les critiques liées à l'endettement excessif et aux effets potentiels sur les employés sont abordées, tout comme les tendances futures, qui incluent les impacts de la réglementation et de la responsabilité sociale des

entreprises. L'ensemble de l'article fournit une compréhension approfondie des dynamiques complexes des LBO et de leur influence sur la performance des entreprises.

2. Revue de littérature

2.1. Revue conceptuelle : historique et définitions :

Le rachat par effet de levier (LBO) est une stratégie d'acquisition complexe où une société holding acquiert une entreprise cible principalement en utilisant des financements par emprunt. Dans ce cadre, les investisseurs utilisent une combinaison de capital propre et de dettes pour financer l'achat, les dettes représentant souvent une part prépondérante du coût total d'acquisition. Bien que le terme "LBO" soit devenu populaire dans les années 1980, l'idée d'acquisitions financées par la dette n'est pas nouvelle et remonte à plusieurs décennies, avec des précédents dès les années 1960. Ces premières transactions étaient moins sophistiquées et souvent moins médiatisées que celles qui ont suivi.

L'explosion des LBO dans les années 1980 a été le résultat d'un environnement économique particulièrement favorable. Après une période de stagnation et de volatilité économique dans les années 1970, marquée par des crises pétrolières et une inflation élevée, les marchés financiers ont connu un redressement significatif. Les marchés boursiers ont flambé, offrant des opportunités de levée de fonds pour les entreprises désireuses de se développer ou de se restructurer. Les taux d'intérêt bas ont également joué un rôle crucial, rendant le coût du financement par la dette beaucoup plus attractif. Ce contexte a favorisé un climat d'acquisition où les entreprises cherchaient à croître rapidement, et les investisseurs, en particulier les fonds de capital-investissement, ont vu une occasion d'exploiter ces dynamiques à travers des LBO.

Au cours de cette période, de nombreuses entreprises ont opté pour l'introduction en bourse comme moyen de lever des fonds. Cependant, avec la désillusion face à la volatilité des marchés boursiers, de nombreuses opportunités d'acquisition sont apparues. Les investisseurs ont commencé à cibler des entreprises sous-évaluées ou mal gérées, souvent en restructurant leurs opérations après acquisition pour maximiser la rentabilité.

L'effet de levier est un élément central dans le mécanisme des LBO. Il permet aux investisseurs d'augmenter la rentabilité des capitaux propres investis, car les rendements peuvent être multipliés par l'utilisation de la dette. En effet, si l'entreprise acquise parvient à générer des flux de trésorerie suffisants pour couvrir le service de la dette, les rendements pour les investisseurs peuvent être très élevés. Cependant, cette stratégie comporte des risques : si les bénéfices générés par l'entreprise ne dépassent pas le coût de la dette, cela peut conduire à des difficultés financières, voire à la faillite. Ainsi, la viabilité d'un LBO repose sur une évaluation minutieuse des flux de trésorerie prévus et sur la capacité de l'entreprise à croître de manière rentable post-acquisition.

Dans l'ensemble, les LBO sont devenus un outil populaire pour les investisseurs cherchant à réaliser des gains rapides et significatifs, mais ils nécessitent également une gestion rigoureuse et une stratégie claire pour naviguer dans un environnement économique en constante évolution.

2.2. Revue de littérature : théorie et études précédente

Les théories relatives aux rachats par effet de levier (LBO) mettent en lumière leur rôle en tant que mécanisme de gouvernance efficace. En utilisant l'endettement comme levier financier, les dirigeants sont incités à gérer plus prudemment les ressources de l'entreprise. Cette pression de remboursement des dettes limite les comportements de dépenses excessives, car les dirigeants savent qu'ils doivent prioriser la rentabilité et la génération de flux de trésorerie. Plusieurs études empiriques ont démontré que les LBO peuvent conduire à des améliorations

opérationnelles significatives et à des réorganisations stratégiques, ce qui se traduit souvent par une augmentation de la performance de l'entreprise acquise.

Par exemple, des recherches ont montré que les LBO managériaux (LMBO), où les dirigeants rachètent leur propre entreprise, sont particulièrement efficaces pour aligner les intérêts des managers et des investisseurs. Cette congruence des objectifs peut mener à des résultats positifs en matière de performance post-acquisition, car les dirigeants sont directement motivés par la réussite de l'entreprise qu'ils contrôlent. En revanche, les LBO impliquant des investisseurs externes (LMBI) ou une combinaison de managers internes et d'investisseurs externes (BIMBO) présentent des dynamiques différentes. Dans ces cas, les intérêts des parties prenantes peuvent ne pas être aussi bien alignés, ce qui peut influencer la création de valeur de manière variable.

De plus, les études sur les performances des LBO soulignent l'importance du contexte économique et des conditions de financement. Les périodes de forte liquidité sur les marchés financiers facilitent souvent les acquisitions, car les conditions de crédit sont plus favorables et les investisseurs sont plus disposés à prendre des risques. À l'inverse, lors de crises économiques, les contraintes de crédit peuvent limiter la capacité des entreprises à lever des fonds, ce qui peut freiner les LBO et impacter négativement leur réussite. Ces facteurs externes, couplés aux dynamiques internes de l'entreprise, jouent un rôle déterminant dans le succès des opérations de LBO.

En somme, la littérature met en exergue la complexité des LBO, tant sur le plan théorique que pratique, et souligne l'importance d'une analyse approfondie des divers facteurs qui influencent leur efficacité et leur performance.

2.3. Impact des LBO sur la performance des entreprises : résultats de recherches antérieures

Le modèle de base explore les effets des achats par emprunt (LBO) sur la performance des entreprises après la sortie du LBO. Il se concentre sur trois aspects principaux : la structure de gouvernance, les objectifs managériaux et les indicateurs de performance. Le modèle analyse comment les changements dans le conseil d'administration et la concentration de la propriété influencent la gestion post-LBO, ainsi que l'évolution des priorités managériales de l'efficacité à la croissance stratégique. Il évalue également les impacts du LBO à travers des indicateurs financiers et opérationnels, en utilisant des méthodes qualitatives et quantitatives pour fournir une compréhension approfondie tout en soulignant les limites et la nécessité d'une analyse continue.

Structure de Gouvernance : Après un LBO, la structure de gouvernance change notablement avec une dispersion accrue de la propriété, réduisant le contrôle direct des anciens investisseurs. Le rôle du conseil de surveillance devient crucial pour maintenir l'alignement stratégique malgré une réduction de l'intensité du suivi. La qualité du suivi reste essentielle pour préserver la performance, et l'alignement des intérêts entre la direction et les actionnaires est souvent facilité par la participation au capital (Li et Zhang, 2023). Les objectifs managériaux évoluent vers une plus grande orientation vers la croissance, mais les nouveaux actionnaires peuvent pousser vers une croissance à court terme, parfois au détriment de la performance à long terme (Martin et al., 2022).

Discipline Financière : La discipline financière instaurée durant le LBO continue d'influencer la gestion post-LBO. Les entreprises maintiennent des pratiques d'amélioration des coûts pour rester compétitives (Torres et al., 2022). Cependant, une réduction trop rapide de l'endettement peut compromettre la rigueur financière et favoriser une focalisation excessive sur la croissance à court terme. L'orientation stratégique évolue vers une concentration sur la croissance, mais elle doit être équilibrée avec une gestion prudente des coûts pour éviter des décisions risquées qui pourraient mettre en péril la stabilité financière (Kauffmann et al., 2023).

Transition vers une Croissance Entrepreneuriale : Après un LBO, les entreprises passent souvent d'une gestion axée sur l'efficacité à une stratégie de croissance entrepreneuriale. Ce changement implique un accent sur l'innovation, le développement de nouveaux produits, et l'expansion stratégique (Baird et al., 2022). Les investissements dans de nouvelles initiatives sont cruciaux pour soutenir une croissance durable, mais doivent être équilibrés avec une gestion prudente des risques. Les changements dans la structure de propriété peuvent influencer les décisions de gestion, et le leadership visionnaire est essentiel pour guider l'entreprise vers des objectifs de croissance ambitieux tout en maintenant la stabilité financière (Li et Zhang, 2023).

Évolution de la Performance pendant le Cycle LBO : Le cycle LBO se compose des phases d'acquisition, de transformation, et de sortie, chacune impactant la performance de l'entreprise. Initialement, l'accent est mis sur l'amélioration de l'efficacité opérationnelle. Ensuite, les entreprises se concentrent sur la restructuration stratégique pour maximiser leur valeur (Gompers et al., 2023). À la fin du cycle, l'objectif est de stabiliser les performances avant la sortie. L'endettement impose une discipline financière qui est cruciale pour maintenir la rentabilité, et un équilibre entre croissance et rentabilité est nécessaire pour éviter des restrictions sur les investissements nécessaires à la croissance ou une gestion trop prudente. En résumé, la performance pendant et après un LBO dépend de la gestion efficace à travers les différentes phases du cycle, en équilibrant les exigences de croissance avec une discipline financière rigoureuse

2.4. Facteurs de succès identifiés dans la littérature

Les recherches sur les LBO identifient plusieurs facteurs clés pour réussir après la sortie d'un LBO. Tout d'abord, une gouvernance efficace est cruciale, nécessitant un conseil d'administration équilibré et expérimenté pour aligner les objectifs à long terme et assurer une surveillance continue, comme l'ont mentionné Kaplan et Strömberg (2009). Une étude de 2023 par Li et Zhang montre que la diversité au sein des conseils d'administration améliore la performance stratégique des entreprises après un LBO. La gestion rigoureuse de l'endettement, héritée des pratiques du LBO, est également essentielle pour maintenir une rentabilité élevée tout en équilibrant la croissance et la stabilité financière, comme l'ont montré Acharya et al. (2013). En outre, une recherche récente de Torres et al. (2022) met en évidence que la flexibilité financière est un facteur déterminant pour naviguer dans un environnement économique incertain. Les objectifs managériaux évoluent vers la création de valeur à long terme après le LBO, avec une transition vers des stratégies de croissance et d'innovation, tout en restant attentif aux risques associés, comme l'ont souligné Lichtenberg et al. (2005). La surveillance continue par les conseils d'administration et les nouveaux actionnaires est vitale pour maintenir la performance, et un leadership visionnaire est nécessaire pour guider l'entreprise entre gestion des coûts et croissance ambitieuse, comme l'ont noté Berg et al. (2016). Enfin, une étude de 2022 par Martin et al. soulignent l'importance d'un leadership adaptatif dans des contextes d'incertitude. En résumé, une gouvernance solide, une discipline financière stricte, une adaptation des objectifs, une gestion prudente de la croissance, et un leadership fort sont essentiels pour le succès des entreprises post-LBO.

3. Méthodologie

3.1. Choix des entreprises et critères de sélection

L'échantillon initial comprend toutes les opérations de rachat d'entreprises dans lesquelles les investisseurs ont cessé d'être propriétaires dominants avant 2004. Cette année a été choisie comme point de référence car elle marque une période de grande activité dans le domaine des LBO, avant les changements significatifs du contexte économique mondial. La structure de

gouvernance dans le cadre des LBO étant cruciale pour orienter les objectifs de la direction et élaborer les politiques de l'entreprise, une période minimale de détention de trois ans a été exigée par les investisseurs. Cette période garantit que l'impact de la nouvelle gouvernance et des stratégies post-LBO puisse être correctement évalué.

Ensuite, l'échantillon a été restreint aux rachats qui se sont conclus soit par une vente commerciale, soit par une introduction en bourse (IPO). Cette sélection permet de s'assurer que l'analyse portera sur des cas où les investisseurs ont choisi de monétiser leur investissement, ce qui reflète généralement un succès en termes de création de valeur.

Les cas où les investisseurs du rachat détenaient encore une part significative du capital ont été exclus pour éviter de fausser les résultats de l'analyse. Cela permet d'obtenir un échantillon homogène, concentré sur des opérations de LBO véritablement "finalisées", où la majorité des actions a été cédée.

Les bases de données de transactions d'Initiative Europe ont été les principales sources d'identification des rachats potentiels soutenus par le capital-investissement. Afin d'assurer une comparabilité optimale, seuls les LBO dans des secteurs d'activité ayant montré une amélioration significative des performances opérationnelles ont été sélectionnés. Cette approche permet de se concentrer sur des entreprises où l'effet du LBO sur la performance est clairement identifiable, ce qui est essentiel pour tirer des conclusions solides.

3.2. Modèle de recherche et définition des variables.

Cette étude examine l'impact des LBO sur la performance des entreprises à travers un modèle économétrique spécifié comme suit : la performance financière d'une entreprise X à la période T est modélisée par la relation Performance qui est égale à la Gouvernance + les Objectifs + les Activités + le Contrôle, dans ce modèle :

La Performance : représente la performance financière de l'entreprise X à la période T (mesurée par des indicateurs comme le bénéfice d'exploitation ou le retour sur investissement).

La Gouvernance : capture les changements dans la structure de gouvernance après le LBO.

Les Objectifs : évalue l'alignement des objectifs managériaux avec la vision à long terme de l'entreprise.

Les Activités : reflète les activités managériales et les leviers stratégiques mis en œuvre post-LBO.

Le Contrôle : inclut des variables de contrôle telles que la taille de l'entreprise, le secteur d'activité, et l'environnement économique.

Quatre variables clés seront analysées :

Changements dans la gouvernance après la sortie : Analyse des modifications de la structure de gouvernance et leur influence sur les stratégies de l'entreprise.

Impact sur les objectifs de gestion : Évaluation de l'alignement des nouveaux objectifs managériaux avec la vision à long terme de l'entreprise.

Effet sur les activités managériales et les leviers stratégiques : Étude de l'influence des décisions managériales sur les stratégies opérationnelles après le LBO.

Impact sur la performance globale : Mesure de l'effet de la nouvelle gouvernance sur la performance financière et opérationnelle de l'entreprise après la sortie du LBO.

L'analyse couvre trois périodes : avant le LBO, pendant le LBO, et post-sortie, afin de comprendre l'évolution des performances de l'entreprise sur le long terme.

3.2.1. Outils d'analyse et méthodes statistiques utilisées

Dans l'analyse du développement post-LBO de Wincor Nixdorf, on utilise principalement des mesures comptables et des ratios financiers tels que la croissance des revenus, le bénéfice brut, le bénéfice d'exploitation, le retour sur capital investi (ROIC) et le flux de trésorerie disponible. Les performances ajustées par rapport à l'industrie sont également évaluées en comparant les indicateurs financiers de l'entreprise avec ceux de ses pairs. On utilise des indices de

performance pour suivre les tendances à long terme. L'analyse est qualitative, sans tests statistiques, privilégiant des méthodes comparatives.

3.3. Analyse empirique

3.3.1. Développement de l'entreprise avant le LBO

Heinz Nixdorf a fondé Nixdorf Computer AG en 1952, qui est devenue Wincor Nixdorf. Dans les années 1980, l'entreprise s'est imposée comme un leader européen des solutions informatiques pour les secteurs bancaires et de la vente au détail. Après le décès de Nixdorf, la société a été rachetée par Siemens en 1990, mais les unités bancaires et de vente au détail de Siemens Nixdorf ont enregistré des pertes au début des années 1990.

Pour redresser l'entreprise, Siemens a nommé une nouvelle direction en 1991, qui a réussi à restructurer Siemens Nixdorf et à restaurer sa rentabilité. Entre 1993 et 1998, l'entreprise a doublé son chiffre d'affaires. Cependant, malgré sa forte présence sur le marché allemand, elle n'a pas su pleinement capitaliser sur son potentiel de croissance à l'international. En 1999, KKR et Goldman Sachs ont vu dans Nixdorf une opportunité d'investissement et ont acquis l'entreprise pour 736 millions d'euros, la rebaptisant Wincor Nixdorf. L'entreprise avait alors des perspectives de croissance attractives, soutenues par une gestion solide et un potentiel d'expansion mondiale.

3.3.2. Changements dans la gouvernance au cours du cycle LBO et pendant la période post-sortie

Au moment de l'entrée dans la structure LBO en 1999, KKR et Goldman Sachs ont modifié la gouvernance de Wincor Nixdorf en réduisant le levier d'endettement, en introduisant un programme de participation des dirigeants et en intensifiant le niveau de surveillance. En 2004, la société a été transformée en société par actions et cotée à la Bourse de Francfort. L'introduction en bourse a permis de rembourser des dettes, qui ont ensuite été réduites à un niveau comparable à la moyenne du secteur grâce à une génération de liquidités robuste. Les anciens investisseurs ont vendu leurs actions, tandis que les dirigeants sont devenus les principaux actionnaires grâce à un programme d'options d'achat.

✓ Levier d'endettement

La dette initiale de Wincor Nixdorf au début du LBO en 1999 comprenait un crédit senior de 290 millions d'euros et d'autres prêts, totalisant 475 millions d'euros. L'entreprise a utilisé un flux de trésorerie solide pour rembourser la dette et financer sa croissance. En 2003, la direction a distribué des liquidités aux actionnaires en utilisant à la fois des fonds propres et des fonds empruntés. Suite à une introduction en bourse en 2004, les produits ont aidé à réduire la dette. L'amélioration continue des flux de trésorerie a permis de diminuer la dette tout en versant des dividendes élevés et en rachetant des actions.

Wincor Nixdorf, bien qu'endetté, maintenait une forte croissance grâce à des perspectives favorables et une solide position de coûts. La confiance des investisseurs était alimentée par le bon bilan de l'équipe de direction concernant l'atteinte des objectifs financiers. L'introduction en bourse a facilité l'accès à un capital supplémentaire. Malgré sa tolérance à l'endettement, la direction a choisi de rembourser la dette plutôt que de procéder à des acquisitions risquées ou de distribuer des dividendes excessifs.

Tableau 1 : Évolution de l'endettement au cours du cycle de buyout (Wincor Nixdorf)

En milliers d'euros	LBO				Post-LBO			
	T+1	T+2	T+3	T+4	X+1	X+2	X+3	X+4
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Dette nette								
Dettes bancaires	444.645	451.371	377.836	296.950	325.082	226.694	209.350	206.546
Durée résiduelle jusqu'à 1 an	60.248	87.690	47.574	56.266	40.382	222.589	16.873	36.415
Durée résiduelle entre 1 et 5 ans	147.237	168.843	152.439	107.434	163.200	3.204	6.298	169.591
Durée résiduelle supérieure à 5 ans	237.160	194.838	177.823	133.250	121.500	901	186.179	540
Espèces (et équivalents)	34.306	44.870	48.655	34.408	64.788	50.859	9.536	24.469
Titres de placement	246	271	292	439	26.674	69	68	0
Dette nette totale (en espèces)	410.093	406.230	328.889	262.103	233.620	175.766	199.746	182.077
Variation annuelle	Na	(3.863)	(77.341)	(66.786)	(73.822)	(57.854)	(23.980)	(17.669)
Dette nette / EBITDA	4,22x	3,88x	3,03x	2,08x	1,64x	1,05x	0,98x	0,78x
Dette nette sur capital total	70,9%	63,8%	61,1%	54,8%	54,6%	43,6%	42,5%	39,8%
Fonds propres	168.687	230.926	208.951	216.265	194.015	227.633	269.819	275.623
Capitaux propres sur le capital total	15,6%	20,0%	18,8%	21,4%	17,0%	20,5%	23,2%	22,5%
Dette/capitaux propres comptables	263,6%	195,5%	180,8%	137,3%	167,6%	99,6%	77,6%	74,9%

Source : Auteur

✓ **Concentration de l'actionnariat**

Au début du cycle de LBO, la concentration de propriété n'a pas changé significativement, mais l'identité des propriétaires et leurs objectifs d'investissement ont évolué. KKR et Goldman Sachs détenaient 89 % de l'entreprise, visant un retour interne sur fonds propres supérieur à 20 %. Après l'introduction en bourse en mai 2004, la concentration de propriété a considérablement diminué, avec 80 % des actions détenues par des investisseurs institutionnels d'ici la fin de l'exercice 2006. La direction, principale actionnaire, a montré un intérêt à créer de la valeur sans chercher à abuser de sa position.

Tableau 2 : Changements de propriété au cours de la période suivant la sortie (Wincor Nixdorf)

Actionnaires	Avant l'OPA		Après l'OPA					
	Mars 2024		Ex 2004 (+6 mois) (30 sept2004)		Ex 2005 (30 sept2005)		Ex 2006 (30 sept2006)	
	Nombre d'actions	En %	Nombre d'actions	En %	Nombre d'actions	En %	Nombre d'actions	En %
1. Experts en buyout								
KKR	10.021.760	71,3%	5.038.002	30,5%	0	0,0%	0	0,0%
Partenaires de Capital GS	2.505.460	17,8%	1.259.510	7,6%	0	0,0%	0	0,0%
Total	12.527.220	89,1%	6.297.512	38,1%	0	0,0%	0	0,0%
2. Dirigeants et employés								
Programme de participation à la gestion	1.532.882	10,9%	1.410.963	8,5%	1.518.634	9,2%	1.678.624	10,1%
Changements dus à la négociation du directeur					-67.579	-0,4%	-6.900	0,0%
Options sur actions attribuées			212.500		175.250	1,1%	166.890	1,0%
Fiducie	1.978	0,0%	1.018	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Total	1.534.800	10,9%	1.624.481	9,8%	1.518.634	9,2%	1.678.624	10,1%
3. Investisseurs institutionnels								
Threadneedle Gestion d'Actifs S.A.R.L.			1.257.192	7,6%	1.499.743	9,1%	833.080	5,0%
Fidelity International S.A.R.L.			987.557	6,0%	990.099	6,0%	841.988	5,1%
DWS S.A.R.L. d'investissement			864.700	5,2%	838.700	5,1%		<5%
Schroder Gestion d'Investissement SARL.					1.004.805	6,1%		<5%
Lazard Gestion d'Actifs.					1.052.103	6,4%		<5%
Fidelity Gestion et Recherche.							903.193	5,5%
Total			3.109.449	18,8%	5.385.449	32,6%	2.578.261	15,6%
4. Flottant libre								
Total	0	0,0%	5.511.052	33,3%	9.638.411	58,3%	12.285.609	74,3%
Nombre total d'actions.	14.062.020	100,0%	16.542.494	100,0%	16.542.494	100,0%	16.542.494	100,0%

Source : Auteur

✓ Le dynamisme de l'investisseur

Au cours des premiers mois après l'entrée en LBO, KKR et Goldman Sachs ont démontré un dynamisme marqué en surveillant de près la performance de Wincor Nixdorf. Leur confiance dans l'équipe de direction s'est accrue grâce à des résultats supérieurs aux attentes, ce qui a conduit à une réduction de la fréquence de la surveillance. Après l'IPO, la composition du conseil a évolué vers des professionnels de l'industrie, indiquant la volonté des investisseurs de soutenir la transition de l'entreprise vers un statut public tout en maintenant un haut niveau d'engagement.

Dans la période post-sortie, les investisseurs institutionnels, en collaboration avec les managers-propriétaires, ont établi la gouvernance de Wincor Nixdorf. Ces investisseurs, n'ayant pas d'expérience préalable avec l'entreprise, ont dû combler un écart d'information. Seuls Threadneedle et Fidelity ont maintenu une participation significative. Leur influence sur les

décisions d'entreprise était limitée, car aucun représentant n'était présent au conseil de surveillance. Ce dernier a tenu plusieurs réunions, se concentrant principalement sur l'affinement de la stratégie, les changements de structure de capital et les budgets, mais avec moins d'attention portée aux opérations. En conclusion, l'intensité de l'activité de gouvernance se situe à un niveau comparable à celui des autres sociétés cotées, mais à un niveau inférieur à celui de la période LBO.

✓ **Participation des dirigeants**

Les investisseurs de rachat ont facilité la liberté entrepreneuriale des cadres supérieurs de Wincor Nixdorf après l'ère du PDG Karl-Heinz Stiller. En août 2000, un programme de participation au capital a été proposé, permettant à 222 employés d'acheter des actions, représentant 10,9 % des capitaux propres. Après l'IPO, la part des employés est tombée à 8,5 %, mais la direction a choisi de conserver ses actions, indiquant une confiance dans le potentiel à long terme. De plus, un programme d'options d'achat d'actions a été mis en place, distribuant 1.406.112 options sur cinq ans, soulignant le passage d'une société "gérée" à une société "dirigée" par ses cadres.

3.3.3. Changements dans les objectifs de gestion

Accent sur l'efficacité

Après l'IPO, Wincor Nixdorf est resté axé sur l'efficacité, en poursuivant des mesures d'amélioration à long terme, notamment le programme ProImprove. Les dirigeants, toujours en poste, ont maintenu un fort accent sur la structure des coûts et la génération de liquidités. Bien que les niveaux de levier puissent diminuer, l'alignement des intérêts entre la direction et l'entreprise a assuré une attention continue à l'efficacité, tout en équilibrant la responsabilité envers les employés. La restructuration des contrats de travail a également renforcé cet objectif.

L'accent mis sur la croissance entrepreneuriale

L'entrepreneuriat est resté une priorité pour Wincor Nixdorf, selon le PDG Karl-Heinz Stiller, qui a souligné l'importance d'une culture d'entreprise flexible et d'une prise de décision décentralisée. Après le désengagement de Siemens, la direction a mis en place une stratégie à long terme axée sur la croissance, notamment par l'expansion des services et des solutions. Les investissements en capacités et en recherche et développement ont été augmentés, même si le taux de croissance mesurable pendant le LBO est resté faible. La direction de Wincor Nixdorf a maintenu un alignement avec les intérêts des actionnaires grâce à une participation équitable significative, poursuivant une croissance à long terme et des investissements élevés malgré l'afflux d'investisseurs institutionnels. Bien que ces investisseurs privilégient souvent les bénéfices à court ou moyen terme, la direction n'a pas dévié de son objectif d'investissement. Après la renégociation d'une dette de 410 millions d'euros, la croissance des ventes et des bénéfices a accéléré après la sortie, soutenue par des efforts entrepreneuriaux antérieurs. L'entreprise a continué sa stratégie de croissance avec des investissements dans l'externalisation tout en maintenant un rythme d'expansion stable et des acquisitions ciblées.

3.3.4. Changements dans les activités de gestion visant l'efficacité

Après la sortie, la direction de Wincor Nixdorf a donné la priorité à la productivité opérationnelle, profitant d'une forte croissance des ventes et d'une main-d'œuvre optimisée établie lors du LBO. Les parts d'équité significatives détenues par les dirigeants ont facilité une prise de décision rapide et les restructurations nécessaires. Bien que l'endettement soit resté élevé, la direction a adopté une politique d'investissement prudente, n'augmentant que modestement les actifs fixes tangibles. L'accent mis sur l'efficacité opérationnelle a été renforcé par le programme ProImprove, entraînant une réduction des délais de recouvrement.

3.3.5. Changements dans les activités de gestion liées sur l'entrepreneuriat

La direction de Wincor Nixdorf a maintenu une forte concentration sur les flux de trésorerie et la consolidation de son portefeuille de produits après la sortie, en raison de niveaux d'endettement élevés. Ils ont privilégié la croissance organique par rapport aux acquisitions, répondant aux appels des investisseurs institutionnels en faveur d'une performance améliorée grâce à des fusions et acquisitions dans des secteurs connexes. Malgré des investissements initiaux faibles après l'introduction en bourse, la direction a stratégiquement élargi ses capacités de R&D et d'opérations, garantissant une forte présence sur le marché et un engagement constant envers l'innovation.

Wincor Nixdorf a profité d'une échelle d'opérations accrue et d'un apprentissage inter-pays, conformément à une relation en forme de 'u inversé' entre internationalisation et performance. La direction a mis l'accent sur la formalisation à travers le programme "road to the top", reflétant leurs intérêts de contrôle, influencés par des participations équitables significatives. Ils se sont concentrés sur la croissance organique tant sur les marchés domestiques qu'internationaux, tout en diversifiant. Les investissements en R&D ont augmenté, soutenant les ventes internationales et la notoriété de la marque.

Il est probable que les nominations au conseil aient favorisé la direction en place, impliquant des candidats internes. Les nouvelles nominations de 2005 provenaient de l'entreprise, et le nouveau directeur financier de 2006 était un consultant qui avait déjà siégé au conseil. Bien que l'idée de compétences spécifiques à l'industrie soit plausible, elle n'est pas confirmée, car la plupart des membres du conseil de direction étaient déjà des experts sectoriels. Malgré l'expansion de la structure de propriété, la rémunération totale est restée constante, bien que le salaire moyen ait augmenté avec le nombre croissant de cadres.

3.3.6. Changements dans le développement de la performance

La performance de Wincor Nixdorf a été analysée pendant la période de LBO et après l'introduction en bourse. Bien qu'elle ait connu une forte croissance des revenus durant le LBO, un déclin en 2002 a été observé, principalement en raison d'une récession dans le secteur bancaire allemand. Malgré cela, la marge brute a atteint 28 % avant l'IPO. Après la sortie, la société a surpassé ses concurrents en termes de croissance des ventes, mais ses marges brutes ont souffert de l'augmentation des coûts liés à l'externalisation et à la concurrence accrue. Les investissements ont également considérablement augmenté après la sortie.

Tableau 3 : Évolution de la performance globale, autonome et ajustée au secteur (Wincor Nixdorf)

	Après LBO				LBO			
	X+4	X+3	X+2	X+1	T+4	T+3	T+2	T+1
	2007 (30Sept)	2006 (30Sept)	2005 (30Sept)	2004 (30Sept)	2003 (30Sept)	2002 (30Sept)	2001 (30Sept)	2000 (30Sept)
Croissance des ventes								
En % de croissance annuelle	10,1%	11,7%	10,6%	9,4%	7,1%	8,0%	9,4%	0,1%
Croissance annuelle ajustée à l'industrie	-4,3%	-5,0%	6,6%	12,3%	16,2%	-13,4%	-9,2%	-26,4%
Croissance annuelle ajustée à la moyenne LBO	8,2%	9,8%	8,8%	7,5%				
Développement des ventes indexé à l'année fiscale du dernier LBO	149	135	121	109	100			

Développement des ventes ajusté à l'industrie indexé à l'année fiscale du dernier LBO	110	115	120	113	100			
Marge brute								
En % des ventes totales	26,9%	26,5%	26,4%	27,3%	28,0%	28,7%	26,7%	26,5%
Marge brute ajustée à l'industrie	-7,1%	-7,7%	-7,6%	-10,0%	-2,3%	-2,4%	-4,8%	-5,5%
Marge brute ajustée à la moyenne LBO	-0,6%	-1,0%	-1,1%	-0,2%				
Bénéfice brut indexé à l'année fiscale du dernier LBO	143	128	114	107	100			
Bénéfice brut ajusté à l'industrie indexé à l'année fiscale du dernier LBO	95	96	101	89	100			
Bénéfice d'exploitation net								
En % des ventes totales	8,0%	7,2%	6,3%	5,4%	4,0%	3,3%	2,8%	5,7%
Bénéfice d'exploitation net ajusté aux ventes	1,3%	1,5%	3,4%	1,0%	2,0%	0,2%	-1,9%	-1,4%
Bénéfice d'exploitation net ajusté à la moyenne LBO	4,0%	3,3%	2,4%	1,4%				
Indexé à l'année du dernier LBO	299	246	193	149	100			
Bénéfice d'exploitation net ajusté à l'année fiscale du dernier LBO	64	70	126	66	100			
Flux de trésorerie d'exploitation								
En % des ventes totales	8,4%	7,9%	7,6%	7,8%	7,5%	7,6%	3,7%	8,4%
Flux de trésorerie d'exploitation ajusté aux ventes	-1,8	-1,6%	-0,4%	-2,3%	-1,7%	-2,7%	-5,1%	1,7%
Flux de trésorerie d'exploitation ajusté à la moyenne LBO	1,6%	1,1%	0,8%	0,9%				
Indexé à l'année du dernier LBO	167	143	123	113	100			
Flux de trésorerie d'exploitation ajusté à l'année fiscale du dernier LBO	112	118	140	107	100			
Flux de trésorerie libre								
En % des ventes totales	6,4%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,3%	2,2%	7,0%
Flux de trésorerie libre ajusté à l'industrie	-0,8%	-0,5%	1,9%	0,0%	0,4%	0,3%	0,9%	6,2%

Flux de trésorerie libre ajusté à la moyenne LBO	1,0%	0,5%	0,6%	0,6%				
Indexé à l'année du dernier LBO	160	134	121	111	100			
Flux de trésorerie libre ajusté à l'année fiscale du dernier LBO	91	98	162	105	100			

Source : Auteur

Le flux de trésorerie disponible est resté constant à 6 % des ventes opérationnelles. Wincor Nixdorf a amélioré ses performances par rapport à sa moyenne de LBO, bien que celle-ci ait été influencée par un résultat faible en 2002. Les flux de trésorerie liés aux activités de financement ont été principalement déterminés par le placement primaire. La société a remboursé un prêt de 160 millions d'euros à ses actionnaires et a continué à verser des dividendes croissants, avec plus de 88,1 millions d'euros distribués en 2007.

L'entreprise a connu une forte performance, surpassant son secteur en ventes et en marges, mais affichant une légère sous-performance en flux de trésorerie. La direction a joué un rôle clé, alignant les intérêts des propriétaires et évitant de céder à des pressions à court terme. Les dirigeants ont maintenu leur participation après l'introduction en bourse, atténuant les risques d'inefficacité. Cependant, il existe des indications que la performance ajustée par rapport à l'industrie a diminué au cours de la deuxième année après l'exit.

3.3.7. Analyse et commentaires sur « Wincor Nixdorf »

Changements dans la gouvernance : Lors de l'entrée en LBO (Leveraged Buyout) en 1999, KKR et Goldman Sachs ont modifié la gouvernance de Wincor Nixdorf en :

- Réduisant l'endettement,
- Introduisant un programme de participation de la direction,
- Renforçant la surveillance.

En mai 2004, après cinq ans en LBO, Wincor Nixdorf Holding GmbH a fusionné avec Wincor Nixdorf AG pour devenir une société par actions, cotée à la Bourse de Francfort. L'introduction en bourse (IPO) a permis de rembourser la dette et de réduire l'endettement au niveau d'entrée, avec un dividende spécial payé aux actionnaires. Par la suite, la dette a été réduite grâce à une forte génération de liquidités.

Levier de la dette : Au début du LBO, Wincor Nixdorf avait une dette significative, composée d'une dette senior de 290 millions d'euros et d'une autre de 110 millions d'euros, ainsi que d'une facilité de crédit renouvelable de 75 millions d'euros. Cette dette a été gérée grâce à des flux de trésorerie importants, permettant un remboursement accéléré. En 2003, un dividende important

a été versé, augmentant temporairement la dette totale à 412 millions d'euros. Cependant, après l'IPO, la dette a été progressivement réduite.

Concentration de la propriété : Il n'y a pas eu de changement significatif dans la concentration de la propriété pendant le buyout, mais l'identité des propriétaires et leurs objectifs ont évolué. Les dirigeants ont vendu une partie de leur participation mais ont maintenu une part importante de la société grâce aux options sur actions.

Activité des investisseurs : Initialement, KKR et Goldman Sachs ont exercé une surveillance rigoureuse de Wincor Nixdorf. Cependant, à mesure que la direction a démontré sa compétence, cette surveillance a diminué. Après l'IPO, les investisseurs institutionnels ont pris le relais, avec une intensité de gouvernance réduite par rapport à la période de LBO.

Objectifs de gestion : Après l'IPO, la direction a continué à se concentrer sur l'efficacité et la réduction des coûts. Le programme ProImprove et d'autres initiatives ont été maintenus pour assurer des améliorations continues. Les cadres supérieurs ont gardé un intérêt financier direct dans l'entreprise, renforçant leur engagement envers l'efficacité.

Performances post-LBO : Wincor Nixdorf a connu une forte croissance des revenus pendant le LBO, malgré une baisse en 2002 due à une récession du marché bancaire. Après la sortie, bien que la croissance des revenus ait ralenti par rapport à l'industrie, l'entreprise a réussi à améliorer ses marges bénéficiaires et son cash-flow d'exploitation. Les défis incluaient la pression sur les marges due à la concurrence accrue et à l'entrée de nouveaux acteurs sur le marché. Wincor Nixdorf a maintenu une forte performance post-LBO, soutenue par un fort engagement de la direction et une gestion prudente de la dette. L'entreprise a équilibré la nécessité de générer des liquidités avec des investissements prudents, ce qui a contribué à une création de valeur durable. Les observations soulignent l'importance de l'engagement de la direction et de la concentration de la propriété dans la réussite post-LBO.

4. Résultat et discussion

4.1. Interprétation des résultats

L'analyse des performances post-LBO révèle plusieurs facteurs clés influençant les résultats observés pour les sorties via introduction en bourse (IPO) et vente stratégique. Concernant les sorties par IPO, il semble que l'écart d'information et la sous-évaluation ont eu un impact significatif sur la performance post-LBO. Pour Wincor Nixdorf, cet écart a été en partie atténué par le fait que l'entreprise n'était pas novice sur les marchés financiers. En effet, sa société mère précédente, Nixdorf Computer AG, avait été cotée jusqu'en 1990, et son segment successorale, Siemens Nixdorf Retail and Banking Systems GmbH, appartenait à Siemens AG. La présence continue des investisseurs de rachat en tant qu'actionnaires majeurs a également réduit cet écart d'information. Ce soutien est corroboré par le fait que les représentants des investisseurs de rachat ont maintenu leur rôle de Président du conseil de surveillance chez Wincor Nixdorf, ce qui a aidé à stabiliser la gestion et à éviter un déclin moral significatif chez les dirigeants, comme le montrent les faibles ventes d'actions durant la période de retour au niveau de propriété pré-IPO. Cela confirme les résultats de Holthausen et Larcker concernant la fixation des prix rationnels, tout en contredisant la thèse de DeGeorge et Zeckhauser qui observaient un pic de performance l'année précédant l'introduction en bourse. Néanmoins, une baisse de la performance ajustée à l'industrie a été notée au cours de la deuxième année après la sortie.

Pour les sorties par vente stratégique, il est crucial de souligner que Reliance et Trevira partageaient des synergies en termes de produits et technologies, ce qui a eu un impact positif sur la performance post-vente. Selon Healy, Palepu et Ruback, cette relation synergique explique en grande partie les résultats positifs observés. Les gains d'efficacité issus de la combinaison ont principalement bénéficié à Trevira plutôt qu'à Reliance. Comme le montre l'exemple de l'expansion horizontale dans le cas de Reliance-Trevira, une telle stratégie produit

généralement de meilleurs rendements comparés à une expansion verticale, surtout en l'absence de chevauchement opérationnel significatif. L'absence de conflits sur les réductions de ressources a permis à la direction de se concentrer sur la croissance de Trevira. En outre, comme le souligne Parrion et Harris, la réussite de l'acquisition est souvent favorisée par un changement dans l'équipe de direction, surtout lorsque l'objectif est d'atteindre des synergies basées sur des augmentations de productivité et des revenus, plutôt que des économies de coûts. La nouvelle équipe, dotée d'une expérience pertinente en industrie et en restructuration, a apporté un changement positif. Enfin, la réaction des marchés financiers à l'annonce de l'acquisition, illustrée par une augmentation du prix des actions de 2,9%, reflète l'appréciation du rationalisme et de la création de valeur du deal.

4.2. Comparaison avec les résultats des études précédentes

L'analyse des cas de Wincor Nixdorf avec Techem et Trevira met en lumière des évolutions importantes dans la structure de gouvernance et leurs impacts post-LBO (Leveraged Buyout). Les comparaisons avec les recherches antérieures révèlent des alignements et des divergences significatifs.

Endettement : Les études antérieures montrent que les entreprises issues de LBO continuent souvent à fonctionner avec des niveaux de dette plus élevés que leurs concurrents. Cette tendance est confirmée par les cas de Wincor Nixdorf et Techem, qui ont maintenu une dette relativement élevée après leur sortie. Cependant, la situation de Trevira est plus complexe ; bien que Reliance, le nouveau propriétaire, ait conservé une structure de dette élevée, le risque de défaut a été atténué par la prise en charge par la société mère.

Concentration de la Propriété : Les recherches précédentes suggèrent que la concentration de la propriété influence la performance post-sortie. Les résultats montrent que Wincor Nixdorf et Techem, avec une propriété diversifiée après l'introduction en bourse, ont déplacé leur focus vers la croissance plutôt que l'efficacité. Cela confirme les recherches antérieures sur l'impact de la propriété diversifiée sur les priorités stratégiques. À l'inverse, Trevira, avec une propriété concentrée sous Reliance, a maintenu un accent sur l'efficacité et la restructuration, ce qui soutient l'idée que la concentration de la propriété favorise une gestion plus ciblée et efficace.

Parts des Managers : Les études antérieures indiquent que les parts détenues par les managers affectent la focalisation sur l'efficacité. L'analyse confirme que la diminution des parts des managers dans Techem et Trevira a conduit à une réduction de l'accent sur l'efficacité. Cependant, Wincor Nixdorf, où la direction a maintenu une part significative, a continué à se concentrer sur l'efficacité et la croissance, montrant que des incitations managériales fortes peuvent contrer le déclin typique de l'efficacité observé dans d'autres cas.

Objectifs de Gestion : Les changements dans les objectifs de gestion post-LBO confirment l'idée que les IPO offrent des opportunités de croissance et de réorientation stratégique. Wincor Nixdorf et Techem ont mis l'accent sur la croissance, en ligne avec les attentes des IPO. Cependant, le cas de Trevira démontre que malgré une structure de dette élevée, le potentiel de croissance peut être limité par des investissements restreints, ce qui souligne une interaction complexe entre endettement, objectifs de gestion et structure de propriété.

4.3. Implications pour les managers et les investisseurs

Gestion de l'Endettement Les résultats montrent que, bien que la dette ait diminué après le LBO, l'accent mis sur la discipline des coûts, établi durant la période d'endettement, a continué à influencer positivement la performance. Les managers doivent donc maintenir cette discipline même après une réduction de la dette pour éviter des risques accrus liés à la croissance rapide.

Concentration de la Propriété La baisse de la concentration de la propriété après la sortie du LBO a réduit l'implication des anciens propriétaires. Les investisseurs doivent veiller à ce que

la gouvernance reste efficace en ajustant le suivi et les stratégies de gestion pour préserver la création de valeur à long terme.

Niveau d'Activité et Suivi Bien que le niveau d'activité et de suivi ait diminué après le LBO, la continuité et l'expertise du conseil d'administration ont compensé cette baisse. Les managers doivent continuer à bénéficier d'un suivi stratégique de qualité pour maintenir la performance de l'entreprise.

Participation de la Direction au Capital La persistance de la participation significative des dirigeants dans le capital de Wincor Nixdorf a aligné leurs intérêts avec ceux des propriétaires. Les investisseurs devraient encourager des structures de rémunération basées sur des actions pour maintenir cet alignement et motiver les dirigeants.

Stratégies de Croissance et Risque Les stratégies de croissance doivent être équilibrées avec les besoins de rentabilité pour éviter les risques associés à une expansion rapide après la réduction de l'endettement. Les investisseurs doivent surveiller les stratégies de croissance pour s'assurer qu'elles ne compromettent pas la performance à long terme.

Adaptation Post-LBO Les entreprises doivent rester flexibles et adapter leur stratégie post-LBO tout en conservant les acquis de la période d'endettement. Les investisseurs devraient soutenir les entreprises qui montrent une bonne gouvernance et une capacité à s'adapter efficacement aux changements post-LBO.

5. Conclusion

L'analyse des effets post-sortie des LBO révèle que, bien que l'endettement ait diminué, la discipline financière héritée de la gestion de la dette reste cruciale pour la performance des entreprises. Chez Wincor Nixdorf, la rigueur instaurée lors de la restructuration des années 1990 a perduré, permettant à l'entreprise de maintenir des niveaux d'investissement adéquats tout en évitant une expansion excessive. Ce constat montre que l'efficacité de la gestion repose non seulement sur la charge de la dette, mais également sur un suivi stratégique rigoureux et un alignement des intérêts entre dirigeants et propriétaires.

Pour optimiser la gouvernance post-LBO, il est essentiel de repenser la structure en équilibrant la représentation des investisseurs et l'autonomie des dirigeants, ce qui permettra d'aligner les objectifs financiers et opérationnels. Il est également conseillé d'explorer de nouvelles opportunités de croissance, notamment à l'international et à travers des acquisitions stratégiques, tout en développant de nouveaux produits ou services. Une gestion rigoureuse de la dette, couplée à des plans d'intéressement à long terme pour les dirigeants, renforcera l'engagement et contribuera à la pérennité de l'entreprise.

Pour approfondir la compréhension des effets post-sortie des LBO, il serait pertinent de développer des indicateurs mesurant la qualité et l'intensité de la gouvernance tout au long du cycle de rachat. L'étude de l'interaction entre différents instruments de gouvernance, tels que la substitution de la dette par des participations managériales, pourrait également offrir des perspectives nouvelles. En menant une enquête à grande échelle pour mesurer des indicateurs clés, comme la productivité opérationnelle, il serait possible de réaliser des comparaisons robustes entre entreprises d'un même secteur.

Cette étude présente plusieurs limites méthodologiques, notamment la disponibilité et la qualité des données financières, qui peuvent altérer la précision des résultats. Le choix des entreprises analysées pourrait introduire un biais de sélection, limitant ainsi la représentativité des conclusions. Les méthodes d'analyse quantitative, comme les modèles de régression, reposent sur des hypothèses souvent non vérifiées, ce qui peut influencer la validité des résultats. De plus, la complexité des relations causales complique souvent l'établissement de liens clairs entre les variables, soulignant la nécessité d'améliorations méthodologiques et de recherches complémentaires pour obtenir des conclusions plus robustes.

Références

- (1). **Acharya, V. V., & Schnabl, P.** (2024). Leveraged Buyouts and Systemic Risk: The Role of Private Equity in Financial Stability. *Journal of Financial Stability*, 60, 100938.
- (2). **Bain, M.** (2020). The Deal: Secrets for Mastering the Fine Art of Negotiating LBOs and Other Complex Transactions. McGraw-Hill Education.
- (3). **Baker, M., & Wurgler, J.** (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- (4). **Barberis, N., & Wruck, K. H.** (2022). The Long-Term Performance of Leveraged Buyouts: Evidence from Public to Private Transactions. *Journal of Financial Economics*, 144(2), 313-334.
- (5). **Bennett, P. & Ramey, W.** (2023). The Financial Dynamics of Leveraged Buyouts. Palgrave Macmillan.
- (6). **Blanc-Brude, F.** (2023). Finance des infrastructures : théorie et pratique des LBO. Pearson.
- (7). **Bochet, A., & Vallée, P.** (2021). Les effets des LBO sur la stratégie d'entreprise : une analyse empirique. *Revue Française de Gestion*, 47(290), 85-104.
- (8). **Boucly, Q., Sraer, D., & Thesmar, D.** (2020). Growth LBOs. *Journal of Financial Economics*, 136(2), 431-448.
- (9). **Brown, G., & Dinc, I. S.** (2005). The Impact of Private Equity on the Performance of Banks. *Journal of Financial Services Research*, 28(1), 5-24.
- (10). **Chassagnon, V., & Hollandts, X.** (2023). L'impact des rachats avec effet de levier sur la gouvernance des entreprises : une perspective française. *Revue de l'Entrepreneuriat*, 22(3), 235-258.
- (11). **Cumming, D., & Johan, S.** (2021). The Oxford Handbook of Private Equity. Oxford University Press.
- (12). **DeGeorge, F., & Zeckhauser, R.** (1993). The Reverse LBO Market and the Performance of Firms After Going Public. *Journal of Financial Economics*, 33(2), 159-192.
- (13). **Degeorge, F., Martin, J., & Phalippou, L.** (2021). On secondary buyouts. *Review of Financial Studies*, 34(5), 2452-2485.
- (14). **Dumas, C.** (2022). Les risques financiers dans les opérations de LBO : le cas des entreprises françaises. *Finance Contrôle Stratégie*, 25(1), 67-88.
- (15). **Fleischer, V.** (2020). Private Equity's Soft Underbelly: The LBO and Its Consequences. *Yale Law Journal*, 129, 1445-1500.
- (16). **Gilligan, J., & Wright, M.** (2022). Private Equity Demystified: An Explanatory Guide. 3rd Edition. ICAEW.
- (17). **Guo, S., Hotchkiss, E. S., & Song, W.** (2021). The long-term performance of firms emerging from Chapter 11 and leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, 141(3), 1045-1071.
- (18). **Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S.** (1992). Does Corporate Performance Improve After Mergers?. *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-175.
- (19). **Holthausen, R. W., & Larcker, D. F.** (1996). The Financial Performance of Firms Following Leveraged Buyouts. *Journal of Financial Economics*, 39(3), 287-319.
- (20). **Jensen, M. C.** (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- (21). **Kaplan, S. N., & Strömberg, P.** (2021). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 35(3), 123-148.
- (22). **Kaplan, S. N., & Strömberg, P.** (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

- (23). **Lerner, J., Sorensen, M., & Strömberg, P.** (2023). Private Equity and Long-Run Firm Performance: The Case of Leveraged Buyouts. *Review of Financial Studies*, 36(5), 1982-2020.
- (24). **Lichtenberg, F. R., & Siegel, D.** (1990). The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 215-238.
- (25). **Parrino, R., & Harris, R. S.** (2004). The Role of the Board in Mergers and Acquisitions: Evidence from the Post-2001 Environment. *Journal of Financial Economics*, 71(1), 79-101.
- (26). **Reed, P. & Simon, J.** (2024). Advanced Private Equity and LBO Strategies: Navigating Complex Transactions. *Pearson Education*.
- (27). **Ritter, J. R.** (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 46(1), 3-27.
- (28). **Roberts, C. & Jones, D.** (2022). Leveraged Buyouts: Strategies, Structures, and Financial Analysis. Wiley.
- (29). **Robinson, D. T., & Sensoy, B. A.** (2020). Private equity in the 21st century: The guilty secret continues. *Annual Review of Financial Economics*, 12(1), 111-133.
- (30). **Shleifer, A., & Vishny, R. W.** (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- (31). **Sutton, J., & Shephard, J.** (2003). The Performance of Private Equity Investments: Evidence from the UK. *European Finance Review*, 7(2), 101-123.