

Les LBO dans les économies émergentes : spécificités, enjeux et perspectives

LBOs in Emerging Economies: Specificities, Challenges, and Perspectives

Mohamed SISAID, (Doctorant)

*Laboratoire de Recherche en Finance, Comptabilité, Gestion et Systèmes
 d'Information d'Aide à la Décision (LEFCG-SIAD)
 École Nationale de Commerce et de Gestion de Settat
 Université Hassan Premier de Settat, Maroc*

Mohamed MAKHROUTE, (Enseignant-chercheur)

*Laboratoire de Recherche en Finance, Comptabilité, Gestion et Systèmes
 d'Information d'Aide à la Décision (LEFCG-SIAD)
 École Nationale de Commerce et de Gestion de Settat
 Université Hassan Premier de Settat, Maroc*

Adresse de correspondance :	L'Ecole Nationale de Commerce et de Gestion de Settat – Km 3 Rte de Casablanca, Settat BP 658 Université Hassan Premier Maroc (Settat) Code postal : 26000 05237-23577.
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	SISAID, M., & MAKHROUTE, M. (2025). Les LBO dans les économies émergentes : spécificités, enjeux et perspectives. <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 6(7), 324–337.
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Les LBO dans les économies émergentes : spécificités, enjeux et perspectives

Résumé :

Cet article examine la transposition du modèle de rachat par effet de levier (LBO) dans les économies émergentes, en mettant en lumière les contraintes spécifiques à ces contextes. S'appuyant sur une revue de littérature théorique et empirique, il identifie les principaux obstacles institutionnels, financiers et réglementaires qui limitent l'efficacité des LBO dans ces environnements. Contrairement aux marchés développés où les LBO ont démontré leur capacité à créer de la valeur via la discipline financière et la gouvernance active, leur déploiement dans les pays émergents est confronté à des marchés financiers peu profonds, une gouvernance d'entreprise déficiente et un accès restreint aux instruments de financement structuré. À travers l'exemple du Maroc, l'article souligne les limites d'un modèle importé et propose des pistes d'évolution, telles que le renforcement du cadre juridique, le développement d'instruments financiers hybrides et le soutien des bailleurs de fonds internationaux. Il conclut sur la nécessité d'une approche contextuelle, combinant rigueur financière et adaptation locale.

Mots-clés : Rachat par effet de levier (LBO), Capital-investissement, Économies émergentes, Gouvernance d'entreprise, Création de valeur, Risque financier, Financement structuré, Marchés financiers.

Classification JEL : J24

Type du papier : Recherche Théorique.

Abstract

This article investigates the adaptation of the leveraged buyout (LBO) model in emerging economies, highlighting the structural challenges specific to these environments. Based on a comprehensive review of theoretical and empirical literature, it identifies the institutional, financial, and regulatory constraints that limit the effectiveness of LBOs in such contexts. Unlike developed markets where LBOs have proven to generate value through financial discipline and active governance, their implementation in emerging countries faces shallow financial markets, weak corporate governance, and limited access to structured debt instruments. Using Morocco as a case study, the article outlines the limits of applying a model designed for mature economies and proposes forward-looking perspectives, including the strengthening of legal frameworks, the development of hybrid financial tools, and the role of international development finance institutions. The paper concludes by advocating for a contextualized approach that balances financial rigor with local adaptation.

Keywords: Leveraged Buyout (LBO), Private Equity, Emerging Economies, Corporate Governance, Value Creation, Financial Risk, Structured Financing, Financial Markets.

JEL Classification: J24

Paper Type: Theoretical Research.

1. Introduction

Au cours des deux dernières décennies, le capital-investissement s'est progressivement affirmé comme un levier stratégique essentiel dans la transformation des entreprises à l'échelle mondiale. Instrument de financement alternatif, mais également outil de gouvernance, ce mode d'investissement a joué un rôle majeur dans la restructuration, la croissance et la création de valeur au sein des entreprises cibles. D'abord concentré dans les économies anglo-saxonnes – notamment les États-Unis et le Royaume-Uni –, le capital-investissement s'est étendu à l'Europe continentale, puis aux économies émergentes, dans un contexte marqué par une mondialisation croissante des marchés financiers et par la nécessité pour les entreprises locales de diversifier leurs sources de financement.

Dans cet univers, le Leveraged Buyout (LBO) – ou rachat par effet de levier – occupe une place particulière. Il consiste à acquérir une entreprise principalement par endettement, adossé aux actifs et aux flux futurs de l'entreprise cible, souvent sous l'impulsion d'un fonds de Private Equity. Ce montage repose sur une logique hybride mêlant ingénierie financière, incitations managériales et transformation stratégique. Dans les économies développées, les LBO ont suscité une abondante littérature théorique et empirique qui met en évidence des effets contrastés : amélioration de l'efficacité opérationnelle, discipline imposée par le levier financier, mais aussi parfois restructurations sociales et arbitrages de court terme (Kaplan, 1989 ; Boucly, Sraer & Thesmar, 2011 ; Acharya et al., 2013).

Toutefois, la transposition du modèle LBO aux économies émergentes soulève de nombreuses interrogations. Ces économies, bien qu'hétérogènes, présentent souvent des traits communs : des marchés financiers peu profonds et faiblement liquides, une gouvernance d'entreprise encore perfectible, une transparence limitée de l'information comptable, et une régulation institutionnelle encore en consolidation. Par ailleurs, le recours à des instruments sophistiqués de dette, comme la dette mezzanine ou les obligations convertibles, demeure marginal, ce qui limite la capacité des montages financiers à reproduire les effets observés dans les marchés matures (Djankov et al., 2008 ; Cumming & Walz, 2010).

Dans ces contextes, les opérations de LBO ne peuvent être analysées comme de simples transferts mécaniques d'un modèle « occidental » de restructuration financière. Elles s'insèrent dans des environnements institutionnels et économiques spécifiques, où la capacité à créer de la valeur dépend non seulement des leviers financiers, mais également de l'adaptation du capital-investissement aux contraintes structurelles locales. Par exemple, dans certains pays d'Afrique du Nord, tels que le Maroc, les premières opérations de LBO n'ont vu le jour qu'au début des années 2000, dans un cadre institutionnel encore naissant, souvent initiées par des fonds semi-publics ou des partenariats avec des institutions internationales de développement (El Ghorfi, 2021). L'effet de ces opérations sur la performance réelle des entreprises, la qualité de la gouvernance ou encore l'emploi reste encore largement à documenter.

Cette problématique devient d'autant plus pertinente que les économies émergentes se trouvent aujourd'hui au cœur des préoccupations des acteurs du capital-investissement, en raison du potentiel de croissance de leurs marchés domestiques, de l'émergence d'un tissu entrepreneurial local, et de la recherche de diversification des portefeuilles d'investissement dans un environnement global de plus en plus concurrentiel. Cependant, cette ouverture du capital-investissement aux pays émergents ne saurait occulter les nombreux défis structurels qui en limitent la portée et l'impact. Comme le souligne Cumming et Walz (2010), « institutional voids » and “informational frictions” significantly reduce the effectiveness of standard private equity mechanisms in emerging markets.

Dans ce contexte, il devient impératif de repenser l'analyse des LBO dans une optique contextualisée, prenant en compte les spécificités des environnements institutionnels et économiques locaux. En d'autres termes, il s'agit non seulement d'évaluer si le modèle LBO peut fonctionner

dans les économies émergentes, mais surtout dans quelles conditions il peut effectivement créer de la valeur pour les parties prenantes : investisseurs, dirigeants, salariés, créanciers, et plus largement pour le tissu économique.

Ainsi, cet article propose une analyse approfondie des spécificités, des enjeux et des perspectives des opérations de LBO dans les économies émergentes. Il s'inscrit dans une démarche à la fois théorique et empirique, en mobilisant la littérature académique internationale sur le Private Equity, les études comparatives sur les effets des LBO, ainsi que des données de terrain issues de pays émergents – notamment ceux de la région MENA.

La problématique centrale qui structure cette contribution est la suivante :

Dans quelle mesure les opérations de LBO, conçues pour des économies développées, peuvent-elles être adaptées aux économies émergentes, et quels en sont les effets réels sur la performance, la gouvernance et la structure des entreprises cibles dans ces contextes ?

Pour répondre à cette interrogation, l'article est structuré en quatre parties complémentaires : Cet article s'organise en quatre sections complémentaires. La première propose une revue de la littérature portant sur les fondements théoriques des opérations de Leveraged Buyout (LBO), en examinant leurs mécanismes de création de valeur ainsi que les principaux résultats empiriques observés dans les économies développées. Une attention particulière est accordée aux critiques méthodologiques récurrentes et aux controverses qui subsistent quant à l'interprétation des effets des LBO. La deuxième section s'attache à analyser les spécificités propres aux économies émergentes, notamment en matière de gouvernance d'entreprise, de modalités de financement et de cadre institutionnel. Elle met en lumière les contraintes structurelles qui peuvent entraver l'implantation efficace de ce type d'opérations dans ces contextes. La troisième section approfondit les enjeux opérationnels des LBO dans les pays émergents, en s'intéressant à la restructuration financière, à la gouvernance post-acquisition, à l'évolution de la performance des entreprises cibles, ainsi qu'au rôle déterminant joué par les acteurs publics et les institutions financières internationales. Enfin, la quatrième section ouvre la réflexion sur les perspectives d'évolution du modèle LBO dans les économies émergentes, en formulant des recommandations destinées à favoriser une meilleure adéquation entre les logiques financières globales et les réalités économiques locales.

2. Revue de littérature

2.1 Fondements théoriques des LBO : discipline financière, création de valeur et Agence

Les opérations de Leveraged Buyout (LBO), ou rachats par effet de levier, reposent sur un ensemble de fondements théoriques issus principalement de la théorie de l'agence, de la logique de discipline financière par l'endettement, et du modèle anglo-saxon de création de valeur actionnariale. Ces trois dimensions interconnectées visent à expliquer comment la structure financière singulière d'un LBO – caractérisée par un recours massif à la dette – est susceptible d'engendrer une amélioration significative de la performance de l'entreprise cible, à travers la transformation de sa gouvernance, de ses incitations managériales, et de ses choix stratégiques. La théorie de l'agence, telle que formulée par Jensen et Meckling (1976), constitue l'un des cadres analytiques les plus mobilisés pour interpréter les mécanismes sous-jacents aux LBO. Cette théorie part du constat que la séparation entre la propriété (actionnaires) et le contrôle (dirigeants) crée des conflits d'intérêts susceptibles de générer des comportements inefficients : consommation excessive de ressources, projets d'investissement à faible rentabilité, ou encore appropriation privée de bénéfices au détriment des actionnaires. Dans ce contexte, l'introduction d'un fort levier financier à travers le LBO agit comme un outil de réduction des asymétries d'information et de réalignement des intérêts. En imposant une obligation de remboursement lourde, la dette devient un mécanisme de discipline externe qui restreint la liberté d'arbitrage des dirigeants et les incite à maximiser la génération de cash-flow. Michael

C. Jensen (1986) résume cette logique dans une formule devenue classique : “*Debt creation substitutes for dividends as a way to force managers to disgorge excess cash*”. En d’autres termes, la dette remplace la pression exercée par les actionnaires sur les dirigeants via les dividendes, en forçant ces derniers à allouer les ressources de manière efficiente pour satisfaire leurs obligations financières.

Cette discipline imposée par l’endettement se traduit, en pratique, par une transformation de la gestion interne. Les dirigeants sont incités à réduire les coûts opérationnels, à rationaliser les investissements, à désinvestir des actifs non stratégiques, et à se recentrer sur les lignes d’activités à forte valeur ajoutée. La contrainte budgétaire, loin de constituer un simple facteur de risque, devient un levier d’efficience économique. Le LBO instaure ainsi un cadre de gestion centré sur la performance opérationnelle et la création de valeur à court et moyen termes, en opposition aux logiques bureaucratiques ou patrimoniales souvent observées dans les entreprises familiales ou publiques.

À cette logique disciplinaire s’ajoute une transformation plus profonde du régime de gouvernance de l’entreprise cible. Les fonds de Private Equity, à l’origine des opérations de LBO, ne se contentent pas de fournir du capital ou de structurer le financement. Ils exercent une influence directe et structurée sur la stratégie, l’organisation et le pilotage de l’entreprise. Kaplan (1989) souligne que ces fonds instaurent des mécanismes de surveillance renforcée, une présence active dans les conseils d’administration, et des dispositifs de rémunération incitative étroitement liés à la performance. Cette nouvelle gouvernance se caractérise par un renforcement des responsabilités managériales, une exigence de reporting financier plus fréquente et plus détaillée, ainsi qu’une culture de résultats fortement ancrée dans les pratiques quotidiennes. Ce modèle, inspiré de la logique anglo-saxonne de *shareholder value*, vise à maximiser la valeur de marché de l’entreprise en vue d’une revente à horizon de moyen terme (généralement entre 3 et 7 ans), via une introduction en bourse ou une cession industrielle.

Toutefois, ces fondements théoriques doivent être examinés avec une certaine prudence. Plusieurs travaux, notamment ceux de Desbrières et Schatt (2002), invitent à une lecture plus critique des effets positifs attribués aux LBO. Ces auteurs soulignent que les performances post-LBO peuvent résulter, au moins en partie, d’un effet de sélection : les fonds de Private Equity ont tendance à cibler des entreprises déjà rentables, disposant de fondamentaux solides, de marges d’amélioration identifiables et d’un potentiel de croissance avéré. Dans ce cas, les résultats obtenus après l’opération ne seraient pas uniquement le fruit du levier financier ou de la gouvernance imposée, mais aussi le reflet des qualités intrinsèques des entreprises sélectionnées. Par ailleurs, les avantages fiscaux associés au LBO – en particulier la déductibilité des intérêts d’emprunt, qui réduit la base imposable et améliore artificiellement la rentabilité des fonds propres – jouent un rôle non négligeable dans la rentabilité de l’opération, sans nécessairement refléter une amélioration de la performance économique réelle.

Enfin, il convient de souligner que l’applicabilité de ces mécanismes varie selon les contextes institutionnels et économiques. Dans les économies émergentes, où les marchés du crédit sont moins profonds, la gouvernance d’entreprise moins structurée, et les régulations fiscales moins stabilisées, la transposition du modèle LBO peut se heurter à d’importantes limites. L’efficacité de la discipline par la dette, la capacité à imposer une gouvernance transformationnelle, et même la viabilité de l’effet de levier sont toutes tributaires du cadre local. Par conséquent, l’analyse des LBO ne peut se limiter à une lecture universaliste de leurs fondements théoriques ; elle doit intégrer les spécificités des environnements dans lesquels ces opérations sont déployées.

2.2. Résultats empiriques dans les pays développés

Les premières analyses empiriques sur les effets des opérations de Leveraged Buyout (LBO) ont été réalisées dans les économies développées, en particulier aux États-Unis, où ce type de

transaction s'est fortement développé dès le début des années 1980. Dans une étude pionnière, Kaplan (1989) examine un échantillon de 76 LBO réalisés entre 1980 et 1986 et constate une amélioration significative de la rentabilité opérationnelle après la transaction. Plus précisément, il observe une hausse médiane du ratio cash-flow/ventes de 48 % et du ratio cash-flow/actifs de 96 % dans les trois années suivant le rachat. Ces résultats sont interprétés comme la preuve de gains d'efficacité réels, et non de simples redistributions de richesse entre actionnaires et autres parties prenantes. L'auteur affirme que *"LBOs appear to generate real operating improvements rather than simply redistributing wealth"* (Kaplan, 1989), réfutant ainsi l'idée selon laquelle les LBO se traduiraient essentiellement par des effets de transfert.

Cette dynamique positive est confirmée par Smith (1990), qui étudie 58 opérations de Management Buyout (MBO) aux États-Unis et met en évidence une amélioration de la productivité du travail et des marges brutes sur les trois années post-acquisition. Elle souligne que la performance accrue est associée à des incitations managériales renforcées, à une gouvernance plus disciplinée, et à un recentrage stratégique sur les activités à forte rentabilité. Guo, Hotchkiss et Song (2011), dans une étude plus récente portant sur des LBO sponsorisés par des fonds de Private Equity entre 1990 et 2006, confirment une amélioration du cash-flow opérationnel après la transaction, mais relativisent les effets sur la valeur actionnariale, qui varient fortement selon les cycles économiques.

Au Royaume-Uni, les études de Wright, Wilson, Gilligan et Bacon (2009) confirment également l'impact positif des LBO sur la performance. En analysant un large échantillon d'entreprises rachetées entre 1995 et 2004, les auteurs observent une hausse de la productivité, une amélioration de la gestion de la trésorerie, et un renforcement de la gouvernance. Ils concluent que *"Buyouts in the UK have contributed to performance improvement, particularly in productivity and cash flow management"*. Ces résultats sont attribués à une implication accrue des investisseurs dans la stratégie des entreprises, à des mécanismes de contrôle internes plus rigoureux, et à une culture de performance fortement ancrée dans les pratiques post-rachat. En France, les résultats empiriques apportent une nuance intéressante. L'étude de Boucly, Sraer et Thesmar (2011), fondée sur un échantillon de plus de 800 LBO réalisés entre 1994 et 2004, met en évidence un effet particulièrement favorable dans le cas des entreprises souffrant de contraintes financières. Les auteurs montrent que les entreprises cibles, en particulier les PME ayant un accès limité au crédit bancaire, connaissent après le LBO une accélération significative de la croissance de leur chiffre d'affaires, de leur investissement et de leur emploi. Cette étude suggère que les LBO peuvent jouer un rôle de vecteur de financement alternatif, notamment dans les environnements bancaires traditionnels où les critères de sélection du crédit sont restrictifs. Selon les auteurs, *"LBOs in France lead to an increase in investment and employment when the target firm is financially constrained"*.

D'autres travaux en contexte français, comme ceux de Desbrières et Schatt (2002), confirment une amélioration des indicateurs de rentabilité tels que le Return on Assets (ROA) et le Return on Equity (ROE) sur les trois années suivant la transaction, tout en soulignant que ces effets sont plus marqués dans les LBO de type Management Buyout (MBO) et dans les entreprises de taille moyenne. L'effet positif sur l'emploi est cependant plus controversé, certains auteurs observant une stabilisation plutôt qu'une croissance nette des effectifs.

Dans l'ensemble, les résultats empiriques dans les pays développés tendent à démontrer que les LBO peuvent générer des gains de performance mesurables, qu'il s'agisse de productivité, de rentabilité opérationnelle ou de création de valeur pour les actionnaires. Toutefois, ces effets apparaissent conditionnés par la qualité de la gouvernance instaurée, la stratégie d'accompagnement des fonds d'investissement, ainsi que le contexte macro-institutionnel. L'environnement réglementaire, le degré de développement des marchés financiers, la flexibilité du marché du travail, et la disponibilité de mécanismes d'incitation et de contrôle efficaces jouent un rôle déterminant dans la réussite de ces opérations. En somme, si les LBO

peuvent constituer des leviers puissants de transformation, leur efficacité dépend fortement de l'écosystème dans lequel ils s'inscrivent.

2.3. Travaux sur les LBO dans les économies émergentes

Dans les économies émergentes, les recherches empiriques sur les opérations de Leveraged Buyout (LBO) demeurent encore peu nombreuses en comparaison avec celles menées dans les économies développées, mais elles se sont progressivement intensifiées au cours de la dernière décennie. Ces travaux mettent en lumière des dynamiques spécifiques, souvent influencées par les contraintes institutionnelles, les structures de financement dominées par le secteur bancaire, ainsi que les risques macroéconomiques et politiques propres à ces environnements.

Cumming et Walz (2010), à partir d'un large échantillon international de transactions de Private Equity couvrant 39 pays entre 1990 et 2005, constatent que les retours sur investissement sont en moyenne plus faibles dans les pays émergents que dans les pays développés. Cette sous-performance relative est principalement attribuée à des contraintes de sortie plus importantes, en raison de la faiblesse des marchés boursiers, de la rareté des acheteurs stratégiques, et de l'absence de marchés secondaires actifs. Par ailleurs, les auteurs soulignent que le manque de transparence comptable, la volatilité politique et l'instabilité réglementaire freinent l'efficacité des mécanismes de gouvernance et de contrôle post-LBO. Ces caractéristiques limitent ainsi la capacité des investisseurs à exercer une surveillance efficace sur la gestion, et à générer les améliorations opérationnelles observées dans les contextes plus matures.

En Asie, Gompers et Lerner (2003) analysent l'évolution du capital-investissement dans la région et montrent que les opérations de LBO sont essentiellement concentrées dans les économies asiatiques les plus avancées sur le plan institutionnel, telles que la Corée du Sud, Singapour ou encore Taïwan. Dans ces pays, l'environnement juridique, la protection des droits de propriété, et le fonctionnement relativement efficient des marchés financiers constituent des conditions favorables à la structuration de montages financiers complexes. En revanche, dans d'autres pays asiatiques moins institutionnalisés, les auteurs relèvent une faible occurrence des LBO, en raison de l'absence d'instruments de dette sophistiqués, du manque d'expertise locale en matière de structuration financière, et d'un tissu entrepreneurial souvent informel.

En Amérique latine, les travaux de Carvalho, Pereira et Sampaio (2012), centrés sur le cas du Brésil, soulignent que les LBO ont été principalement utilisés comme instruments de privatisation ou de restructuration d'entreprises publiques dans un contexte post-crise. Les auteurs observent que, bien que ces opérations aient permis une amélioration de l'efficacité des entreprises concernées, les résultats en termes de création de valeur restent mitigés en raison d'un cadre réglementaire encore fragmenté et d'un accès restreint à la dette longue. Ils mettent également en évidence la dépendance aux financements multilatéraux ou aux banques publiques, faute de marchés obligataires suffisamment profonds. L'effet levier est souvent plus modeste que dans les pays développés, ce qui limite la portée du mécanisme LBO en tant que moteur de transformation rapide.

En Afrique du Nord, et particulièrement au Maroc, les données empiriques sont encore fragmentaires. Le capital-investissement, bien qu'en développement, reste marginal en volume, et les opérations de LBO y sont relativement rares. El Ghorfi (2021) indique que plusieurs freins structurels limitent l'expansion des LBO dans ce contexte : la faible profondeur des marchés financiers, l'accès limité à la dette structurée, l'absence d'instruments hybrides tels que la dette mezzanine, ainsi que la forte dépendance au financement bancaire traditionnel. L'auteur souligne que « *le marché marocain est caractérisé par une forte dépendance aux banques locales, ce qui limite les montages financiers complexes nécessaires aux LBO* ». De plus, l'écosystème entrepreneurial est majoritairement constitué de PME familiales, souvent peu enclines à ouvrir leur capital ou à adopter des normes de gouvernance formalisées, ce qui complique l'identification de cibles adaptées pour les fonds d'investissement.

Malgré ces contraintes, certaines initiatives émanant d'acteurs publics ou de bailleurs de fonds multilatéraux (comme la Banque africaine de développement ou la BERD) cherchent à structurer un cadre propice au développement du Private Equity dans la région, en améliorant l'accès au capital, en promouvant la transparence, et en renforçant les capacités locales en matière de structuration financière. Toutefois, l'environnement institutionnel reste encore en transition, ce qui explique la lenteur relative de la diffusion des LBO dans les économies émergentes par rapport aux marchés matures.

Ces résultats empiriques révèlent que si les LBO peuvent constituer un levier efficace de transformation stratégique et financière dans les pays émergents, leur déploiement est fortement dépendant des conditions institutionnelles locales. L'absence d'un écosystème financier développé, combinée à des contraintes juridiques et fiscales, freine leur généralisation. En ce sens, les travaux disponibles soulignent la nécessité d'adapter les modèles d'investissement aux spécificités de chaque contexte, plutôt que de transposer mécaniquement les logiques observées dans les pays industrialisés.

Ces constats hétérogènes appellent à une modélisation théorique adaptée aux spécificités des économies émergentes. En s'appuyant sur les travaux de Cumming et Walz (2010), Gompers et Lerner (2003), ainsi que Boucly et al. (2011), il est possible de proposer un cadre d'analyse intégré des opérations de LBO dans ces contextes. Ce modèle repose sur l'idée que les effets des LBO dans les économies émergentes dépendent de la conjonction de trois dimensions : (1) le cadre institutionnel local, (2) les leviers de transformation post-rachat, et (3) la nature des entreprises cibles.

Le cadre institutionnel constitue la première variable explicative, incluant la solidité des droits de propriété, l'indépendance judiciaire, la profondeur du marché des capitaux et la disponibilité d'instruments financiers adaptés (dette mezzanine, dette subordonnée). Un environnement faiblement institutionnalisé limite l'efficacité des mécanismes disciplinaires induits par le LBO, en réduisant la capacité à structurer des opérations complexes et à sécuriser les droits des investisseurs.

Les leviers de transformation, tels que la discipline financière imposée par la dette, la restructuration managériale, et l'instauration d'une gouvernance plus active, peuvent avoir un effet différencié selon le degré de maturité du tissu entrepreneurial et la compétence des fonds de Private Equity. La littérature suggère que dans les pays émergents, ces leviers sont moins systématiquement activés, en raison du manque de spécialisation sectorielle des fonds, de la faible liquidité du marché secondaire, et de l'asymétrie d'information plus marquée.

La nature des entreprises cibles (taille, secteur, niveau de contraintes financières, gouvernance préexistante) joue également un rôle fondamental. Les études menées en France (Boucly, Sraer et Thesmar, 2011) ont montré que les LBO sont particulièrement efficaces pour les entreprises contraintes financièrement. Ce mécanisme semble transposable aux pays émergents, où les entreprises rencontrent des difficultés chroniques d'accès au crédit, faisant du LBO une forme de financement alternatif susceptible de soutenir l'investissement et la croissance.

Ainsi, le modèle théorique contextuel du LBO dans les pays émergents peut être représenté comme un système triangulaire où la qualité de l'environnement institutionnel, l'activation effective des leviers post-acquisition, et les caractéristiques des entreprises cibles déterminent ensemble l'ampleur et la nature des effets du LBO sur la performance économique et organisationnelle. Ce modèle invite à dépasser une lecture universaliste du capital-investissement, et à promouvoir une approche contextuelle et adaptative, tenant compte des contraintes propres aux marchés émergents.

3. Spécificités des économies émergentes

L'analyse des opérations de Leveraged Buyout (LBO) dans les économies émergentes ne peut

faire abstraction des contraintes structurelles qui différencient ces environnements de ceux des marchés développés. Ces spécificités touchent à la fois aux cadres institutionnels, aux mécanismes de financement, à la gouvernance des entreprises et à la liquidité des marchés financiers. Comprendre ces facteurs est fondamental pour évaluer la transposabilité du modèle LBO dans ces contextes.

3.1 Contraintes institutionnelles : gouvernance, droit et transparence

Les économies émergentes se caractérisent par des institutions encore en développement, avec des dispositifs juridiques parfois instables ou insuffisamment appliqués. La faiblesse de la protection des investisseurs, notamment des actionnaires minoritaires, constitue un obstacle majeur à l'attraction de capitaux à long terme.

Djankov et al. (2008) notent que *"self-dealing is more prevalent where legal protections for investors are weaker"*. Ce manque de garanties juridiques limite la confiance des investisseurs dans les montages complexes comme les LBO, qui supposent des droits clairement définis et respectés entre actionnaires, dirigeants et créanciers.

En outre, la gouvernance d'entreprise dans ces marchés reste souvent marquée par la concentration de la propriété, le recours aux réseaux familiaux, et une faible exigence en matière de reporting financier. Cela réduit l'efficacité des mécanismes de contrôle, pourtant essentiels pour garantir les effets vertueux des LBO.

3.2 Accès restreint aux instruments de financement structuré

Le modèle LBO repose sur la mobilisation d'un levier financier important, via des formes variées de dettes : senior, subordonnée, mezzanine, high yield, etc. Or, dans les économies émergentes, ces instruments sont soit absents, soit très faiblement développés. La dette mezzanine, en particulier, reste très peu utilisée faute de marchés organisés et d'acteurs spécialisés.

Selon Cumming et Walz (2010), *"the lack of mature debt markets in emerging economies constrains the typical capital structures used in Western buyouts"*. Le financement des LBO repose donc souvent uniquement sur des emprunts bancaires classiques, ce qui limite la flexibilité et augmente le risque de liquidité.

3.3 Dépendance bancaire et faible liquidité des marchés

En l'absence de marchés financiers profonds, la dépendance aux banques est accrue. Ces dernières, souvent conservatrices, hésitent à financer des opérations à effet de levier élevé en raison de la complexité des montages, du manque de garanties solides et du faible niveau de transparence.

L'illiquidité des marchés boursiers empêche en outre des sorties efficaces pour les fonds de Private Equity (par IPO ou revente sur le marché). Cela allonge la durée de détention, diminue les rendements espérés, et rend les stratégies d'exit incertaines.

Gompers et Lerner (2003) soulignent que *"exit opportunities are critical to private equity, and their absence severely limits investor interest in emerging markets"*. Ce facteur freine fortement l'essor des LBO en dehors des économies les plus structurées.

3.4 Illustration par le cas du Maroc

Le Maroc constitue un exemple représentatif des contraintes évoquées. Malgré une volonté politique de développer le capital-investissement, les opérations de LBO y restent peu nombreuses. Le marché est caractérisé par une quasi-absence de dette mezzanine, une forte dépendance au financement bancaire, et un cadre réglementaire encore peu favorable aux montages complexes.

El Ghorfi (2021) observe que *"le marché marocain du private equity est encore en construction, avec un volume d'opérations limité et des acteurs confrontés à un accès difficile au levier financier structuré"*. De plus, la faible liquidité du marché boursier marocain rend les stratégies de sortie difficiles, renforçant la frilosité des investisseurs.

Ce contexte démontre que le déploiement du modèle LBO dans les économies émergentes requiert une adaptation des outils financiers, un renforcement du cadre juridique, ainsi qu'un accompagnement institutionnel plus fort.

4. Enjeux des opérations LBO dans les économies émergentes

Si les opérations de LBO sont souvent perçues comme un levier de création de valeur dans les économies développées, leur mise en œuvre dans les économies émergentes soulève une série de questions critiques. Ces enjeux se situent à la frontière entre la recherche d'efficacité économique et les limites structurelles des contextes locaux. Les débats s'articulent autour de trois axes majeurs : la création de valeur réelle vs extraction, les effets sur l'emploi et la gouvernance, et les risques liés à la fragilité financière dans ces contextes.

4.1 Création de valeur ou extraction de richesse ?

Dans leur version « idéalisée », les LBO génèrent de la valeur par des améliorations opérationnelles, une discipline financière accrue, et une restructuration stratégique. Néanmoins, plusieurs auteurs soulignent que dans les économies émergentes, le modèle LBO peut glisser vers une logique d'extraction de richesse, notamment par l'optimisation fiscale, le versement de dividendes exceptionnels financés par la dette, ou des arbitrages d'actifs.

Kaplan et Strömberg (2009) relèvent que *"some concerns remain that value creation in LBOs comes more from financial engineering than from real operational improvements"*. Ce risque est accentué dans les pays où la transparence financière est faible et les mécanismes de contrôle sont limités, ouvrant la voie à des pratiques spéculatives plutôt qu'à une transformation durable des entreprises cibles.

4.2 Restructuration, emploi et gouvernance

Les opérations de LBO sont souvent accompagnées de restructurations profondes, pouvant inclure des suppressions d'emplois, des réorganisations internes, ou une refonte des équipes dirigeantes. Si ces mesures peuvent améliorer l'efficacité, elles peuvent aussi fragiliser la cohésion sociale au sein de l'entreprise et générer des tensions avec les parties prenantes.

En Europe, des études ont montré des effets variables sur l'emploi post-LBO. En France, Boucly, Sraer et Thesmar (2011) notent que *"LBOs tend to support employment and investment when the target firms are credit-constrained"*. Mais ces résultats sont loin d'être généralisables aux marchés émergents, où les marchés du travail sont rigides et où les marges d'ajustement sont plus étroites.

Concernant la gouvernance, les LBO favorisent souvent la mise en place de comités de pilotage restreints, des rémunérations indexées sur la performance, et une implication directe du fonds dans la stratégie. Cela constitue une amélioration par rapport aux formes de gouvernance passive qui prédominent souvent dans les économies émergentes (Desbrières & Schatt, 2002). Cependant, ce renforcement de la gouvernance n'est réellement effectif que si les structures institutionnelles le permettent.

4.3 Risques liés à la dépendance au levier financier

Le principal risque des LBO, particulièrement en contexte émergent, réside dans la fragilité financière induite par l'endettement massif. L'effet de levier augmente mécaniquement la pression sur la rentabilité et la trésorerie. Dans des environnements où les taux d'intérêt sont

volatils, les délais de paiement longs, et les marges opérationnelles faibles, cette pression peut rapidement se transformer en vulnérabilité systémique.

Cumming et Walz (2010) expliquent que *"high leverage in weak institutional environments often leads to distress rather than discipline"*. En l'absence de marchés financiers profonds et d'instruments de couverture du risque, les entreprises sous LBO dans ces contextes sont exposées aux chocs exogènes, notamment aux crises économiques ou à la dévaluation monétaire.

Ces risques sont encore accentués dans les pays où les options de sortie (revente, IPO) sont limitées, rallongeant la période de détention et réduisant l'attractivité du modèle pour les fonds internationaux.

5. Perspectives d'évolution

Si les contraintes structurelles des économies émergentes limitent pour l'instant l'essor des opérations de LBO, plusieurs dynamiques ouvrent la voie à une évolution progressive du capital-investissement dans ces contextes. Ces perspectives dépendent de la maturation du tissu institutionnel, de l'action des acteurs publics et internationaux, ainsi que de la mise en place de dispositifs financiers adaptés au risque et aux spécificités locales.

5.1 Vers une montée en puissance du capital-investissement

La dynamique démographique, la croissance des classes moyennes et la transformation progressive du secteur privé dans les économies émergentes offrent un terrain favorable à l'essor du capital-investissement. Plusieurs pays comme le Brésil, l'Inde, ou le Maroc ont vu apparaître des fonds locaux ou régionaux, soutenus par des initiatives publiques ou des partenariats avec des bailleurs de fonds.

D'après le rapport de l'EMPEA (2022), *"emerging markets private equity fundraising rebounded strongly post-COVID, signaling renewed investor confidence in long-term potential"*. La diversification des stratégies (capital-développement, infrastructures, fonds à impact) renforce la résilience de ce secteur.

Dans ce contexte, les opérations de LBO peuvent s'inscrire comme un outil de transmission et de restructuration, notamment pour les entreprises familiales ou les secteurs en mutation (industrie, services, numérique). Leur diffusion dépend toutefois de plusieurs conditions institutionnelles.

5.2 Rôle des institutions publiques et bailleurs internationaux

Le rôle des institutions publiques est crucial pour soutenir l'émergence d'un écosystème LBO viable. À travers des instruments comme les fonds souverains, les fonds de co-investissement, ou les incitations fiscales, les États peuvent faciliter la structuration d'opérations à effet de levier contrôlé.

Les banques de développement (ex. : IFC, Proparco, BAD) jouent également un rôle catalyseur. En participant au financement ou à la structuration de fonds spécialisés, ces institutions permettent de réduire le risque perçu par les investisseurs privés et d'initier une dynamique vertueuse.

Selon Lerner et Schoar (2005), *"public-private partnerships in venture capital and private equity can address market failures and stimulate ecosystem development"*. L'intégration de critères ESG et l'alignement des intérêts entre gestionnaires et entrepreneurs renforcent aussi l'impact à long terme.

5.3 Besoins en cadre réglementaire et instruments financiers innovants

Le développement durable des opérations de Leveraged Buyout (LBO) dans les économies

émergentes dépend fortement de l'instauration d'un cadre institutionnel et réglementaire stable, transparent et protecteur, à même de sécuriser à la fois les investisseurs et les entreprises cibles. Un tel environnement doit reposer sur plusieurs piliers fondamentaux. En premier lieu, la protection effective des droits des actionnaires minoritaires constitue un levier essentiel pour renforcer la confiance des acteurs et limiter les dérives opportunistes post-acquisition. Ensuite, la transparence des clauses contractuelles et des mécanismes de gouvernance s'avère cruciale pour assurer une meilleure lisibilité des engagements financiers, des responsabilités des parties prenantes, ainsi que des objectifs de création de valeur. Enfin, le développement d'instruments de sortie adaptés — tels que les marchés boursiers secondaires, les obligations convertibles ou les véhicules d'investissement alternatifs comme les SPAC (Special Purpose Acquisition Companies) — apparaît indispensable pour fluidifier le cycle d'investissement et favoriser une rotation efficace du capital. Ces éléments institutionnels et financiers sont des prérequis pour favoriser une montée en puissance maîtrisée et résiliente des LBO dans les économies émergentes.

En parallèle, le recours à des instruments financiers hybrides, comme la dette mezzanine, les obligations participatives ou les fonds de dette privée, doit être encouragé. Ces instruments permettent d'adapter le risque au profil des entreprises locales et de diversifier les sources de financement.

Bottazzi et al. (2009) insistent sur l'importance de "*developing local capital markets and debt instruments tailored to emerging economies' needs*". Ce chantier nécessite une coordination étroite entre régulateurs, banques centrales, gestionnaires d'actifs et investisseurs institutionnels.

6. Conclusion

Les rachats par effet de levier (LBO) représentent un levier financier puissant et structurant pour les entreprises, particulièrement dans les économies développées où ils ont montré leur capacité à générer des gains d'efficacité, à renforcer la gouvernance et à soutenir la croissance. Toutefois, la transposition du modèle LBO aux économies émergentes s'avère bien plus complexe, car elle se heurte à une série de contraintes institutionnelles, financières et réglementaires.

L'analyse proposée dans cet article met en lumière plusieurs constats clés :

Les spécificités structurelles des économies émergentes (faible protection des investisseurs, gouvernance familiale, accès restreint au financement structuré) limitent la diffusion des LBO et en modifient profondément la logique.

Si certaines études (notamment sur la France et le Royaume-Uni) montrent des effets positifs des LBO sur la performance, les résultats empiriques restent rares et non conclusifs dans les pays en développement.

Dans des contextes caractérisés par un manque de transparence, une faible liquidité des marchés, et une forte dépendance au financement bancaire, les LBO peuvent générer des effets pervers, notamment une fragilité financière accrue et une destruction de valeur à long terme.

Ces constats appellent à une approche prudente et contextualisée du déploiement des LBO dans les marchés émergents. Plutôt que d'importer un modèle conçu pour des marchés matures, il convient de le réadapter aux réalités locales, en tenant compte du niveau de développement institutionnel, des pratiques de gouvernance, et de la structure financière des entreprises.

L'analyse des LBO dans les économies émergentes ouvre plusieurs perspectives de recherche prometteuses, encore peu explorées dans la littérature actuelle. Tout d'abord, des études empiriques longitudinales pourraient permettre de mieux appréhender les effets des opérations de LBO sur la performance des entreprises à moyen et long terme, en s'appuyant sur des bases de données sectorielles ou régionales spécifiques à ces contextes. Par ailleurs, une attention particulière devrait être accordée à l'impact différencié des LBO sur les PME familiales, qui

représentent une part prépondérante du tissu entrepreneurial dans de nombreuses économies émergentes et dont les dynamiques de gouvernance et de transmission diffèrent sensiblement de celles des grandes entreprises. Enfin, une autre piste de recherche réside dans l'exploration du rôle croissant des fonds publics, parapublics ou à impact, susceptibles de structurer des LBO hybrides intégrant des objectifs à la fois financiers et socio-économiques. Ces perspectives permettraient d'enrichir la compréhension du modèle LBO en l'articulant davantage aux enjeux de développement durable, d'inclusion financière et de résilience institutionnelle dans ces environnements en mutation. Pour les investisseurs, il est essentiel d'adopter une logique d'accompagnement stratégique sur le long terme, en intégrant les dimensions ESG et les contraintes locales. Pour les régulateurs, la priorité doit aller à la mise en place d'un cadre juridique clair, stable et incitatif, permettant d'attirer les capitaux tout en protégeant les parties prenantes.

En somme, les LBO ne doivent pas être perçus comme un outil universel de transformation, mais comme une technologie financière à calibrer soigneusement, en fonction des spécificités économiques, sociales et institutionnelles des marchés émergents. Leur efficacité dépendra autant de la rigueur des investisseurs que de la maturité des écosystèmes dans lesquels ils s'insèrent.

Références :

- (1). Appelbaum, E., and R. Batt. 2014. « Private Equity at Work: When Wall Street Manages Main Street. New York »: Russell Sage Foundation.
- (2). Baltagi, B. H. 2008. « Econometric Analysis of Panel Data ». 4th ed. Chichester: John Wiley & Sons.
- (3). Banque Mondiale (2022). « Croissance des entreprises et flexibilité du marché du travail au Maroc ».
- (4). Banque Mondiale. 2022. « Capital investissement et PME dans la région MENA ». Washington, DC.
- (5). Boucly, Q, Sraer, D, & Thesmar, D. (2011). « Growth LBOs ». *Journal of Financial Economics*, 102(2), 432-453.
- (6). Centre Marocain de Conjoncture (2019). « Le marché du travail marocain face aux restructurations d'entreprises ».
- (7). Commission de la Concurrence du Maroc (2021). « Impact des opérations de concentration sur la dynamique concurrentielle et l'emploi au Maroc ».
- (8). Cumming, D. Siegel, D. S., & Wright, M. (2007). « Private equity, leveraged buyouts, and governance ». *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 439-460.
- (9). Cumming, D., G. Fleming, and J.-A. Suchard. 2005. « Venture capital governance in the new economy ». *Journal of Corporate Finance** 11(3): 505–531.
- (10). Davis, S. J., J. Haltiwanger, R. Jarmin, J. Lerner, and J. Miranda. 2014. « Private Equity, Jobs, and Productivity ». *American Economic Review* 104(12): 3956–3990.
- (11). El Ghorfi, S. 2021. « Capital-investissement et développement des PME au Maroc : quel rôle pour les dispositifs publics ? » *Revue Marocaine d'Économie et de Gestion* 10(2): 45–66.
- (12). Gompers, P., and J. Lerner. 2000. « The Venture Capital Cycle ». Cambridge: MIT Press.
- (13). Guo, S., E. Hotchkiss, and W. Song. 2011. « Do Buyouts (Still) Create Value? » *Journal of Finance* 66(2): 479–517.
- (14). Harris, R. S., T. Jenkinson, and S. N. Kaplan. 2014. « Private Equity Performance: What Do We Know? » *Journal of Finance** 69(5): 1851–1882.

- (15). Jensen, M. C. (1986). « Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers ». *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- (16). Jensen, M. C., and W. Meckling. 1976. « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure ». *Journal of Financial Economics* 3(4): 305–360.
- (17). Kaplan, S. N. (1989). « The effects of management buyouts on operating performance and value ». *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217-254.
- (18). Kaplan, S. N., and A. Schoar. 2005. « Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows ». *Journal of Finance* 60(4): 1791–1823.
- (19). Kaplan, S. N., F. Martel, and P. Stromberg. 2007. « How Do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts? ». *Journal of Financial Intermediation* » 16(3): 273–311.
- (20). Kara, A., and O. Simga-Mugan. 2016. « The Impact of Private Equity on Employment: Evidence from Turkey ». *Emerging Markets Finance and Trade* 52(11): 2433–2444.
- (21). Lerner, J., A. Schoar, and W. Wong. 2007. « Smart Institutions, Foolish Choices? The Limited Partner Performance Puzzle ». *Journal of Finance* 62(2): 731–764.
- (22). Leslie, P., & Oyer, P. (2008). « Managerial incentives and value creation: Evidence from private equity ». *NBER Working Paper No. 14331*.
- (23). Lichtenberg, F. R., and D. Siegel. 1990. « The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior ». *Journal of Financial Economics* 27(1): 165–194.
- (24). Lopez-de-Silanes, F., L. Phalippou, and O. Gottschalg. 2015. « Giants at the Gate: Investment Returns and Diseconomies of Scale in Private Equity ». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50(3): 377–411.
- (25). Megginson, W. L., and K. A. Weiss. 1991. Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings ». *Journal of Finance* 46(3): 879–903.
- (26). Ministère de l'Industrie et du Commerce (2020). « *Analyse des tendances du capital-investissement et du rachat d'entreprises au Maroc* ».
- (27). Nassr, I. K., and G. Wehinger. 2016. « Opportunities and Limitations of Public Equity Markets for SMEs ». *OECD Journal: Financial Market Trends* 2015(1): 49–84.
- (28). PwC Maroc (2021). « *Les fusions-acquisitions au Maroc : état des lieux et perspectives* ».