



HAL
open science

Les motivations et la performance des opérations de retrait de la cote: une revue

Aurelie Sannajust

► **To cite this version:**

Aurelie Sannajust. Les motivations et la performance des opérations de retrait de la cote: une revue. AFFI Brest 2009, May 2009, BREST, France. halshs-00521178

HAL Id: halshs-00521178

<https://shs.hal.science/halshs-00521178>

Submitted on 26 Sep 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Les motivations et la performance des opérations de retrait de la cote : une revue

Motivations and Performance of Public to Private Operations: a review

Aurélie SANNAJUST

Université d'Auvergne-Clermont-Ferrand 1,
Faculté des Sciences Economiques et de Gestion

IAE de Clermont-Ferrand,

Centre de Recherche Clermontois en Gestion et Management (CRCGM)

41, Boulevard François Mitterrand, 63 002 Clermont-Ferrand Cedex

E-mail : Aurelie.Sannajust@u-clermont1.fr

Résumé :

Cet article s'intéresse aux motivations et aux différentes sources de valeur liées à la création des opérations de Public to Private dites PtoP. Dans cette étude nous allons tout d'abord esquisser l'évolution récente de ces opérations. Ensuite nous énoncerons les différentes raisons du développement de plus en plus intensif des PtoP. Pour cela nous analyserons les différentes motivations puis nous en déduirons les différentes hypothèses. Pour chacune d'entre elles, une synthèse des principales études sera réalisée selon les auteurs, la période étudiée et selon la zone géographique retenue. Enfin, une méthode d'analyse à la fois des motivations et de la performance des PtoP a été réalisée selon différents angles d'approche.

Mots-clés : Public to Private, Retrait de cote, Performance, Gouvernance, Gestion des résultats, prime

Abstract :

This article deals with the motivations and the different sources of value from Public to Private Operations. First of all we examine the recent evolution of these operations. Then we analyse the principal reasons of the development of Public to Private which is more and more important. To realize it, we identify all motivations and then we will deduce the hypotheses for each. What's more we elaborate a synthesis of the main studies for each hypothesis: for it, we list the authors, the time period and the geographic area of the study. Finally, we realize a method in order to analyse the motivations and the performance of Public to Private according to four approaches.

Key Words: Public to Private, delisting, performance, governance, earnings management, premium

1. Introduction

On observe depuis quelques années une tendance à l'augmentation du nombre d'entreprises à « sortir de la Bourse » c'est-à-dire à fermer leur capital au public, c'est ce que l'on qualifie de « PtoP », d'opérations de retrait de la cote (Public to Private).

Les PtoP (*Public to Private*) sont encore des opérations peu connues en France même si ces dernières tendent à se développer. En effet, les PtoP regroupent toutes les sociétés cotées qui décident de sortir de bourse ; elles sont aussi synonymes des *going private*. Une société est dite de *going private* lorsque la valeur de la société est remplacée par la participation au capital d'un groupe privé. La société est radiée de la Bourse et ne peut plus être achetée aux marchés ouverts. Le marché américain fut le pionnier en la matière. Dès le début des années 80, l'engouement pour ce type d'opérations est né. Cet essor a été tel que Jensen (1989) prévoyait la fin des sociétés cotées pour ne laisser place qu'à des sociétés privées. Le Royaume-Uni a été le premier pays en Europe à découvrir au milieu des années 80 ces opérations. La France a, quand à elle, réalisé sa première opération de PtoP dans les années 90. Elle reste en deuxième position après le Royaume-Uni en termes de montants de transactions. Ces opérations tendent à se développer de plus en plus surtout en période de conjoncture plus défavorable. C'est le cas de Clarins, qui en Septembre 2008, décide de se retirer de la bourse afin d'échapper à toute possibilité de rachat ou de prise de contrôle hostile. Nous allons d'une part esquisser dans cet article l'évolution actuelle des opérations de PtoP, quelles sont les motivations des PtoP et d'autre part nous réaliserons une synthèse de l'ensemble des travaux réalisés sur la performance de celles-ci. Pour cela, nous étudierons dans un premier temps, les sept principales motivations des opérations des PtoP qui sont : l'économie d'impôt, la réduction des coûts d'agence, le transfert de richesse (des porteurs de dette vers les actionnaires d'une part et des employés vers les actionnaires d'autre part), l'économie des coûts de cotation, la protection contre le rachat, la sous-évaluation boursière. Nous pourrons ainsi formuler les différentes hypothèses relatives aux sept motivations. Dans un second temps, après avoir étudié l'ensemble des motivations des PtoP, nous nous interrogerons sur la manière d'étudier la performance de ces opérations avant de réaliser la synthèse des travaux empiriques sur la performance des opérations à effet de levier

2. Les vagues actuelles de PtoP (*Public to Private*)

Est désignée PtoP, toute opération par laquelle une société cotée décide de sortir de bourse. Cette procédure peut être mise en place selon trois façons :

- ⇒ soit en procédant à une réduction de capital au profit des actionnaires minoritaires,
- ⇒ soit en faisant l'objet d'une offre de la part des actionnaires majoritaires,
- ⇒ soit en faisant l'objet d'une offre de la part d'un nouvel actionnaire qui est souvent un fonds de *Private Equity*.

Tout ceci se réalise selon une logique de type LBO¹.

Le développement des opérations de Public to Private peut être interprété comme une solution stratégique. En effet, elles peuvent s'expliquer de la manière suivante : des sociétés ont été introduites en bourse avec des conditions de marché qui ont été modifiées depuis leur introduction, qui doivent aussi faire face à des sous-valorisations constantes de leurs titres et à de nombreuses difficultés pour lever les capitaux nécessaires à leur développement. Les PtoP

¹ Leveraged Buy Out

se présentent comme étant la solution à ces trois grandes difficultés auxquelles doivent faire face ces sociétés.

On peut caractériser une opération de PtoP comme une des formes possibles d'opération de rachat de société mais dotée de ses propres caractéristiques. En effet, dans une opération de PtoP, la société acquise est retirée de la cotation et se retrouve affranchie du contrôle public. Cette opération a pour principal avantage de libéraliser la société de trois grandes contraintes :

- ⇒ d'abord, elle n'aura plus recours aux contraintes liées au contrôle continu de ses opérations,
- ⇒ ensuite elle ne se trouve plus obligée de communiquer régulièrement ses résultats de ses activités,
- ⇒ et enfin, les coûts liés à la cotation en bourse disparaissent.

Contrairement aux opérations de rachat classique tels que les OPA (Offre Publique d'Achat) ou OPE (Offre Publique d'Echange), les PtoP se caractérisent par le recours massif à la dette, de type LBO. Elles sont financées par des sociétés de *Private Equity*.

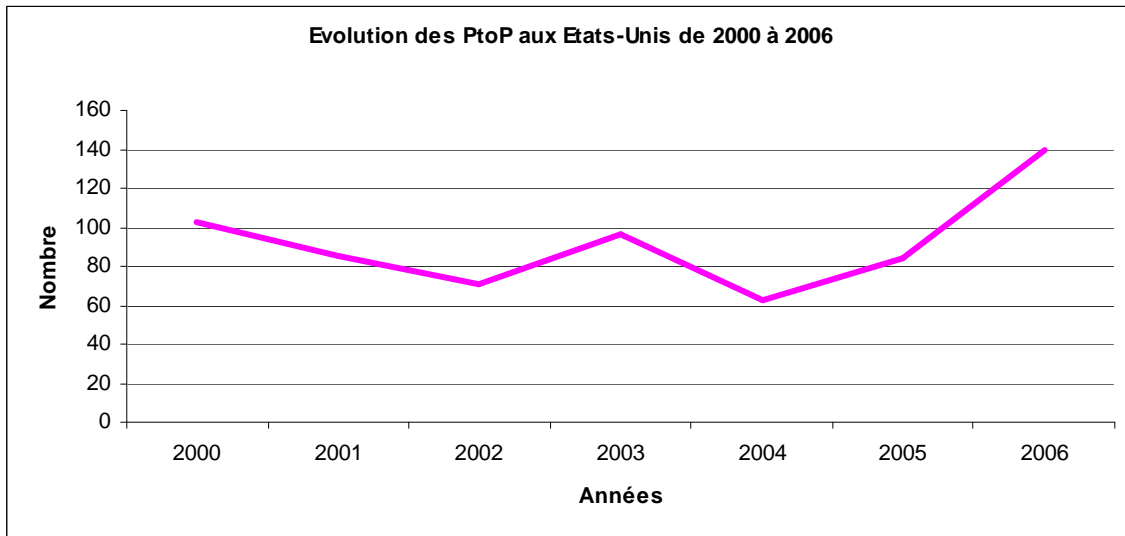
Par ailleurs les objectifs des opérations de rachat classique diffèrent de ceux des PtoP. En effet, les OPA ou OPE... sont principalement réalisées par une motivation majeure qui est celle de la recherche de synergies entre la société cible et la société qui la rachète. Contrairement à ces dernières, la finalité des PtoP ne réside pas dans une association industrielle ou commerciale entre deux sociétés et ne représentent pas non plus la réponse d'une sanction à un mauvais management (qui aurait entraîné une perte d'efficacité).

Les opérations de PtoP ne suivent pas cette logique, elles se caractérisent comme un groupe à part des sociétés cibles par rapport à une opération d'acquisition. Nous évoquerons dans les paragraphes suivants les sources de valeur et les motivations qui sont liées aux opérations de PtoP.

Au final nous pouvons résumer en quelques mots la définition d'une opération de PtoP : les opérations de Public to Private appelées aussi « sortie de bourse », consiste à racheter une entreprise cotée à l'aide d'une structure à effet de levier. Le plus souvent, c'est celle du LBO qui est retenue.

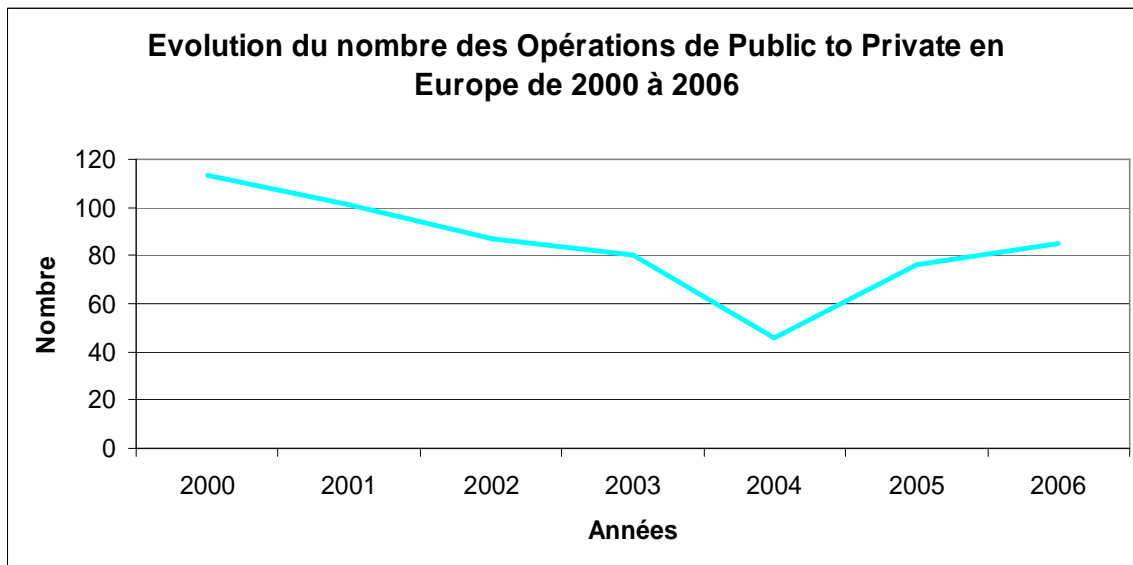
Nous pouvons constater d'après les graphiques ci-dessous l'évolution récente des PtoP au niveau mondial. Pour cela nous avons choisi trois zones géographiques dites stratégiques, car elles représentent 82% de la population mondiale des PtoP.

2.1 Evolution des Public to Private aux Etats-Unis



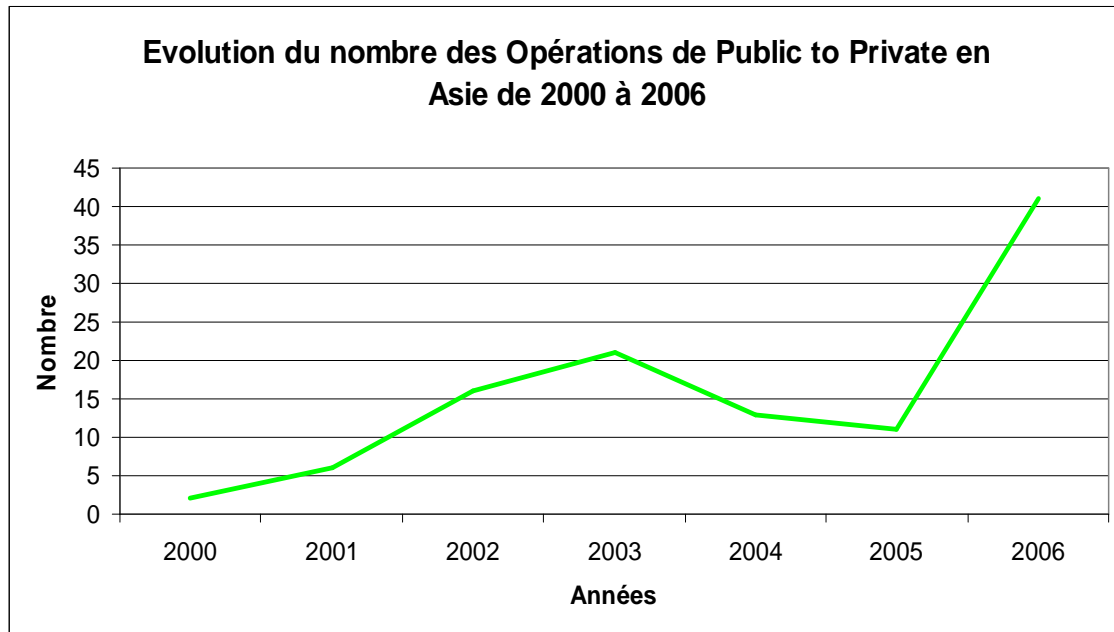
Source : Thomson Deals

2.2 Evolution des Public to Private en Europe



Source : Thomson Deals

2.3 Evolution des Public to Private en Asie



Source : Thomson Deals

3. Détermination des principales sources de création de valeur

Au vue de l'ensemble des travaux empiriques réalisés sur les PtoP, nous allons essayer de déterminer les principales sources de création de valeur. Nous pouvons en dénombrer sept. En effet, on peut recenser sept principales sources de création de valeur pour les actionnaires dans les opérations de PtoP dont l'impact se matérialisera dans les primes. Nous pouvons d'ores et déjà les citer puis nous passerons ensuite à une étude en profondeur de chacune d'entre elles.

Elles sont les suivantes :

- ⇒ Intégration fiscale
- ⇒ Réduction des coûts d'agence
- ⇒ Transfert de valeur des porteurs de dette vers les actionnaires
- ⇒ Transfert de valeur des employés vers les actionnaires
- ⇒ Economie des coûts de cotation
- ⇒ Protection anti-rachat
- ⇒ Sous-évaluation

3.1 Intégration fiscale

Comme les LBO, le montage des opérations de PtoP entraîne le recours massif à la dette donc par voie de conséquence à l'emprunt. L'emprunt contracté par la société lui confère certes l'argent nécessaire pour le montage mais entraîne aussi une augmentation de ses charges, qui sont liées aux intérêts de la dette. Ces dernières auront un impact direct dans le résultat fiscal de la société sans pour autant modifier le résultat d'exploitation. Ainsi, l'économie fiscale réalisée par les futurs actionnaires via la déduction des intérêts d'emprunts, sera prise en compte dans l'évaluation de la société par les actionnaires actuels avant l'opération de PtoP. Cette évaluation dépendra du régime fiscal du pays dans lequel aura lieu l'opération. Ainsi,

Kaplan(1989b), aux Etats-Unis a estimé sur la période 1980-1986, que 21 à 72% des primes payées aux actionnaires lors des acquisitions dans les PtoP étaient liées aux bénéficiaires que les actionnaires allaient obtenir des déductions fiscales. Bien que cet avantage fiscal soit offert aux acquéreurs de la société, ce sont les actionnaires de la société cible qui en profitent le plus à travers les primes payées.

3.2 La réduction des coûts d'agence

3.2.1 Réalignement des intérêts des actionnaires et du management

3.2.1.1 Divergence d'intérêt entre actionnaires et dirigeants

Le conflit d'intérêt qui réside entre le management et l'actionnaire existe depuis longtemps. En effet, Adam Smith (1776) a soulevé ce problème pour la première fois il y a plus de deux siècles. Le conflit d'intérêt peut se résumer de la manière suivante : moins le management est intéressé aux résultats de la société et plus sa conduite risque de dévier de ce qu'elle devrait être pour créer de la valeur dont profiteront les actionnaires.

La divergence d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants peut s'expliquer en trois points :

- ⇒ le patrimoine des dirigeants diffère avec celui des investisseurs : en effet pour un investisseur il existe deux types de risque sur le marché, d'une part le risque de marché appelé aussi risque systématique (c'est le risque du titre corrélé au risque du marché, il affecte tous les titres du marché) et d'autre part le risque spécifique ou idiosyncratique (ce risque n'affecte que certains éléments des titres du marché, celui-ci étant neutralisé par la technique de la diversification). Ainsi les deux objectifs en terme de composition de patrimoine diffèrent selon les agents. En effet, les investisseurs ont un objectif de diversification dans le but d'optimiser au maximum leur portefeuille et d'éliminer le risque spécifique. Au contraire, les dirigeants sont beaucoup moins enclin à diversifier leur portefeuille. Généralement, ils ont investi la majorité de leur patrimoine dans la société, par conséquent, ils évitent d'employer des stratégies d'investissement et de développement qui leur feraient prendre un risque important par rapport à leur placement réalisé dans la société. Ainsi la vision des actionnaires et celle des dirigeants est totalement différente en ce qui concerne leur stratégie d'investissement.
- ⇒ La durée pendant laquelle le dirigeant et l'actionnaire seront impliqués diffère : les dirigeants ont été nommés à leur fonction pour une durée limitée dans le temps. En principe cette durée n'excède pas 15 ans surtout pour les hauts dirigeants où la durée de leur fonction est plus restreinte. Au contraire, les actionnaires ont, quant à eux, une fonction dans la société à durée illimitée, c'est sur cette base que sont évaluées leurs actions. Par conséquent, les dirigeants auront tendance à privilégier des stratégies à court terme au détriment des actionnaires.
- ⇒ L'existence d'un sentiment d'appartenance très fort, d'un lien humain entre le dirigeant et la société et non entre l'actionnaire et la société : la société dans laquelle font partie les dirigeants et le management peut aussi être un lieu de reconnaissance sociale et de création de liens sociaux importants. Aussi ils peuvent être amenés à réaliser des actions dont le but ne sera pas forcément financier mais leur apportera une reconnaissance sociale importante et un certain prestige. Ces dernières ne seront évidemment pas dans les objectifs des actionnaires. Cette divergence d'intérêts entraînera une augmentation des coûts.

3.2.1.2 Conséquences de ces divergences

Les dirigeants ont deux possibilités de stratégies qui s'offrent à eux : d'une part, ils doivent adapter une politique dans la direction de la société les rendant indispensables où très difficiles à remplacer, cette stratégie est qualifiée de stratégie d'*entrenchement*, c'est-à-dire d'enracinement. D'autre part, les dirigeants peuvent choisir des projets qui leur sont propres c'est-à-dire que le contrôle de ces derniers échappe totalement au contrôle des actionnaires. Ces deux stratégies leur permettent de préserver leur place de dirigeants en les rendant indispensables.

Cependant, la mise en place de ces deux stratégies a des répercussions sur le plan financier de la société. En effet, cela entraîne des coûts d'agence c'est-à-dire des coûts liés aux stratégies mises en place par le management qui vont à l'encontre de la maximisation des investissements des actionnaires leur faisant perdre des opportunités de création de richesse. Comme nous l'avons laissé entendre les stratégies menées par le management sont réalisées uniquement pour leur propre intérêt.

Par conséquent, les actionnaires doivent avoir recours à des structures de surveillance dans le but de contrôler la gestion de la société par le management et à aligner leur gestion avec les objectifs des actionnaires. Ces structures de surveillance mises en place se réalisent à travers des missions d'audit, la présentation régulière de la situation et des comptes de l'entreprise et parfois le recours à des experts externes de la société. Elles vont donc entraîner un coût supplémentaire ajouté au coût d'opportunité, c'est ce que l'on appelle les coûts d'agence.

Au final, on peut noter que trois facteurs à savoir l'implication du management dans le capital, la concentration du contrôle et les raisons liées aux Free Cash Flows, sont trois atouts qui permettent le développement des opérations de PtoP.

3.2.1.3 Implication du management dans le capital

L'un des enjeux des opérations de PtoP est de réaligner l'intérêt du management avec celui des actionnaires, ce qui permettrait de réduire au maximum les coûts d'agence, qui sont qualifiés comme une destruction de valeur de l'entreprise.

En effet, selon Jensen et Meckling (1976), il est possible de résoudre le problème de divergence d'intérêts lorsque les dirigeants possèdent une partie importante du capital de la société. En effet, au moment de la sortie de la cotation de la société les actionnaires minoritaires disparaissent au profit d'un grand engouement des dirigeants dans le capital. Ceci permettrait de réaligner l'intérêt des différents partis. Cette relation a été prouvée par Kaplan dans une étude de 1989, où il constate qu'il y a une augmentation de la participation du management dans le capital des sociétés qui font l'objet d'une opération de PtoP via un LMBO. Cette augmentation s'élève à 4.41% pour le président et le directeur général et à 9.96% pour les autres dirigeants.

Hypothèse 1 : Hypothèse de réalignement des intérêts :

Les gains des dirigeants actionnaires seront moins élevés au sein des PtoP.

Nous avons synthétisé dans un tableau² quelques études concernant le réaligement des intérêts :

Cotter et Peck (2001)	USA	LBO	Une surveillance active par un spécialiste dans les rachats de ce type de transaction renforce la motivation et la surveillance des gestionnaires par rapport à la dette. Les spécialistes de rachats qui contrôlent la majorité des capitaux après le rachat utilise moins de dettes pendant la transaction. De même la prise en compte de spécialistes présents dans le conseil d'administration de la société permet aussi d'utiliser moins de dette.
Cressy, Munari, Malipero (2007)	UK	MBO, MBI	La spécialisation de la firme de PE³ permet d'augmenter la rentabilité et la performance du PE pendant les trois premières années du rachat.

3.2.2 Concentration du contrôle

Le recours aux structures de contrôle s'avère comme nous l'avons présenté précédemment, primordial. Les acteurs de la société les plus impliqués, ce sont les gros investisseurs, qui ont le plus à perdre dans les coûts d'opportunité et qui investissent le plus dans le contrôle. Les autres investisseurs tirent profit de l'investissement réalisé par les actionnaires principaux. Par ce fait, nous pouvons déduire que si les actionnaires possèdent une faible part du capital, ils sous-investiront dans les activités de contrôle. Par conséquent, une société qui a un actionnariat très dispersé aura des coûts d'opportunité plus élevés du simple fait que les actionnaires ne seront pas incités à investir dans le contrôle de management, les coûts étant trop élevés.

Les opérations de PtoP se présentent comme étant la solution de réunification du contrôle et de la propriété. De Angelo (1986) souligne que les sociétés d'investissement en *equity* qui investissent dans les opérations de PtoP ont en général des investissements très réussis par le simple fait de la longévité de ces sociétés. Une des caractéristiques de la création de valeur dans les opérations de PtoP peut être liée à l'identité de l'acquéreur.

Toutefois, pour une meilleure efficacité du contrôle au sein de la société, il faut que l'actionnariat soit concentré ce qui permettra d'améliorer le contrôle du management avec un meilleur accès à l'information et une meilleure implication de l'actionnariat, c'est ce que remplit le PtoP.

Hypothèse 2 : Hypothèse de contrôle :

Le contrôle des actionnaires sera plus élevé au sein des PtoP.

² Notons que pour tous les tableaux de cette étude, les termes LBO et PtoP sont employés tous les deux. En effet, dans la littérature américaine et anglaise, les auteurs ne font pas la distinction entre LBO et PtoP c'est la raison pour laquelle l'emploi des deux termes est cité.

³ Private Equity

3.2.3 Théorie du Free Cash Flow

Le Free Cash-Flow se définit selon Jensen (1986) comme étant un cash-flow en surplus par rapport à ce qui est nécessaire pour financer tous les projets qui ont une valeur actuelle nette positive. D'après l'auteur, le management devrait garder toutes les ressources afin de faire croître la société au-delà de sa taille optimale. Cette idée est en contradiction même avec les intérêts des actionnaires. Ceci s'avère d'autant plus difficile lorsque les sociétés produisent du cash et où les perspectives de croissance sont faibles.

Selon la théorie du Free Cash Flow, les PtoP regroupent les sociétés ayant un Free Cash Flow supérieur aux autres sociétés rachetées. Cette opération doit permettre de transmettre une fraction de ce Free Cash Flow aux actionnaires. Le remplacement des capitaux propres par de la dette, oblige le management à reverser les cash flows futurs plutôt qu'à les retenir pour ses propres intérêts. De même, l'augmentation de l'endettement implique un risque de défaut plus important ce qui permet au management d'être plus motivé pour être efficace et de rendre la société plus performante afin d'éviter d'être dans la situation de défaut de paiement.

Par conséquent, la nature du LBO dans les opérations de PtoP implique un levier important ce qui permet au management d'être motivé afin de générer du cash nécessaire pour rembourser la dette au lieu de l'utiliser pour leurs fins personnels dans des projets à valeur actuelle nette négative.

Hypothèse 3 : Hypothèse des Free Cash Flows :

Le niveau de Free Cash Flows sera plus important pour les sociétés en PtoP.

3.3 Transfert de valeur des porteurs de dette vers les actionnaires

On dénombre trois manières de transférer la valeur entre les apporteurs de dette et les apporteurs de capitaux :

- ⇒ d'abord, à travers un investissement dans des projets plus risqués que ce qui avait été décidé,
- ⇒ ensuite par une augmentation des dividendes versés,
- ⇒ et enfin par une levée de dette de même durée ou d'une durée plus élevée.

C'est la dernière solution qui est retenue pour les opérations de PtoP et qui peut impliquer un transfert important de valeur des apporteurs de dette aux actionnaires. Néanmoins, ce transfert de valeur peut être neutralisé par des bénéfices liés à l'opération de PtoP. Les apporteurs de dette pourront bénéficier d'un transfert de valeur de la part de d'autres acteurs qui ont eux aussi des intérêts liés à la société et auront une réduction de la valeur de leurs intérêts suite à l'opération. C'est le cas des employés qui profitent des plans de retraites ou des plans de stocks options qui risquent de voir leurs conditions changer. Cela peut aussi être le cas des collectivités locales qui seront privées de revenus fiscaux.

Par ailleurs, comme nous l'avons signalé dans le paragraphe précédent, le ratio d'endettement étant très important, il aura un effet moteur pour le management. En effet il permettra l'optimisation de la gestion des managers en terme de performance de la société dans le but de faire face au risque de défaut de paiement d'où la création de cash-flow. Selon la théorie du

signal (Ross, 1973), un LMBO qui implique financièrement le management dans l'opération de rachat de la société envoie un signal positif au marché en ce qui concerne sa capacité à rembourser ses dettes. Des études américaines ont montré que les détenteurs d'obligations ne faisant pas l'objet de clauses de protection perdent une partie de la valeur de leur investissement.

Hypothèse 4 : Hypothèse d'endettement :

Le niveau d'endettement des PtoP sera plus important pour les sociétés en PtoP.

3.4 Transfert de valeur des employés vers les actionnaires

On peut aussi s'intéresser au transfert de valeur des employés vers les actionnaires. C'est un élément très important à prendre en considération notamment sur la prise de décision de réaliser une opération de PtoP. En effet, Marais (1989) soutient l'idée selon laquelle la perte de valeur des intérêts des salariés dans la société après sa reprise par de nouveaux actionnaires peut mettre en cause les accords implicites entre la société et les salariés : c'est un facteur déterminant dans les PtoP. Les nouveaux actionnaires peuvent avoir comme objectif d'augmenter les cash flows de la société. La contrepartie serait une réduction des salaires des employés et ou la réduction du nombre de salariés. Ces mesures ont une valeur actuelle nette qui doit apparaître dans la prime offerte et l'évolution du cours de l'action après l'annonce du PtoP. Remarquons que ce transfert aura davantage lieu dans les pays anglo-saxons que dans les pays européens car les lois sociales sont beaucoup moins protectrices et avantageuses envers les salariés.

3.5 L'économie des coûts de cotation

Les coûts liés au maintien de la cotation de la société sont très élevés. En effet, on peut les estimer entre 30 000 et 200 000 dollars selon la taille de la société. Ils intègrent tous les coûts liés au statut de la société cotée, aux frais de dossier, aux frais administratifs et à des frais divers. A titre d'exemple, si on prend un coût estimé à 100 000 dollars, on intègre ce résultat dans le calcul de la valeur de la société et en utilisant un taux d'actualisation de 10% sur une période infinie, lorsque la société sort de la cotation, sa valeur augmente d'un million de dollars. On peut aussi donner une autre illustration en prenant le cas d'une société britannique qui a une capitalisation boursière de 100 millions de livres, il lui faut 43 700 livres pour être admise sur le London Stock Exchange en 2003 avec des frais annuels de 6 280 livres pour le maintien de son enregistrement. Ces coûts peuvent varier selon la taille de la société, le marché de cotation et tous les frais annexes (frais administratifs d'enregistrement, honoraires des avocats, courtiers, reporting...). Ils peuvent s'élever à 250 000 livres.

Hypothèse 5 : Hypothèse des coûts de transaction :

Les coûts de transaction seront plus forts pour les sociétés en PtoP.

3.6 Protection anti-rachat

Une autre raison qui peut entraîner le lancement d'une opération de PtoP est la peur d'être racheté. En principe, après le rachat de la société, il est très probable qu'une partie du management perde son emploi. De nombreuses études ont étudié ce cas, on peut en citer quelques-unes :

- ⇒ Au Royaume-Uni, Kennedy et Limmack (1996) observent que 40.14% des sociétés rachetées, ont remplacé leur directeur général dans la première année qui a suivi le rachat et que 25.7% l'ont fait au cours de la seconde année.
- ⇒ Au Royaume-Uni, une étude plus récente réalisée par Dahya et Powell (1998) estime que 35.24% des équipes dirigeantes quittent dès la première année qui suit l'opération et 25.8% le font au cours de la seconde année.
- ⇒ Aux Etats-Unis, Martin et McConnel (1991) relèvent un résultat de 41.9% pour la première année.

Par conséquent, une opération de PtoP à travers un LMBO protège les sociétés de ce phénomène. En effet, le management ayant une part importante du capital de la société se couvre contre toute possibilité de rachat hostile.

Hypothèse 6 : Hypothèse de protection anti-rachat :

Les protections anti-rachat des PtoP sont plus faibles pour les PtoP.

3.7 La sous-évaluation

Par définition, le marché est considéré comme efficient donc il valorise les sociétés en fonction de l'information publique. Néanmoins, il peut arriver qu'il y ait une asymétrie d'information entre le management et les actionnaires. En effet, le management peut avoir accès à davantage d'informations et aura donc une meilleure appréciation et évaluation des rendements futurs de la société et réalise par conséquent que le cours de l'action est sous-évalué. De plus, les sociétés de petite taille, qui ont une faible liquidité, auront des problèmes en ce qui concerne la transmission d'informations sur le marché ce qui entraîne un prix de l'action non juste. De même, il se peut que dans une opération de LMBO, le management ait recours à des techniques financières et comptables pouvant faire baisser le cours de l'action avant l'annonce de l'opération. Ils utilisent ainsi l'information interne à leur avantage. Kaestner et Liu (1996) montrent que les LMBO sont précédés d'un achat d'actions supérieur à la normale par le management alors que ce n'est pas le cas pour les autres opérations de PtoP.

Hypothèse 7 : Hypothèse de sous-évaluation :

Les sociétés en PtoP seront davantage sous-évaluées.

4. Etude des motivations et des sources de création de valeur des PtoP

Renneboog et Simons (2005), deux auteurs, d'origine hollandaise, ont réalisé une étude mettant en évidence l'évolution des PtoP ainsi que les différentes motivations qui justifient leur développement. De plus, ils essaient de montrer si la mise en place des transactions du secteur public au secteur privé a de réels impacts sur la gouvernance d'entreprise.

Pour cela, les auteurs énoncent tout d'abord les principales raisons qui motivent les sociétés à réaliser des transactions dites de PtoP. Elles sont les suivantes :

4.1 Impact des PtoP sur la gouvernance d'entreprise : Comment analyser la performance d'une opération dite Public to Private ?

Selon ces deux auteurs, spécialisés dans le domaine des PtoP, l'étude de la performance de ces opérations doit se composer en quatre parties, ces parties représentant les différentes étapes de la transaction. Nous allons réaliser la synthèse de cette méthodologie.

4.1.1 La phase dite « Intend »

Cette partie permet d'établir les caractéristiques des entreprises et leurs motivations avant la transaction. Maupin, Bidwell et Ortegren (1984), observent que le Price to Book⁴ des sociétés cotées est généralement plus faible ce qui confirme l'hypothèse déjà citée précédemment, celle de la sous-évaluation. C'est une des motivations de ces sociétés pour aller dans le secteur privé. Par ailleurs, l'hypothèse relative à la réduction fiscale, ne représente pas forcément la raison principale, pour les entreprises cotées, d'aller dans le secteur privé. En effet, selon une étude américaine, les raisons majeures au changement de secteur auquel appartient la société sont davantage celles relatives à la présence forte de management, à la concentration de l'actionnariat et à la concentration des prises de contrôle hostiles. Ces trois dernières raisons sont considérées comme étant majeures.

Nous avons synthétisé dans un tableau quelques études concernant la gouvernance dans les PtoP avant le rachat :

Auteurs	Pays	Type de transactions	Résultats
Maupin (1987)	USA	PtoP MBO	Concentration de l'actionnariat, cash flow à valeur nette, P/E ratio, le rendement des dividendes, et la valeur comptable des actifs aux coûts originaux permettent de distinguer les PtoP des non PtoP.
Singh (1990)	USA	PtoP MBO, LBO	Prise de contrôle antérieur, les Free Cash Flow et les actifs nets permettent d'anticiper le rachat.
Eddey, Lee et Taylor (1996)	Australie	MBO	La menace de prise de contrôle est associée avec le rachat.

⁴ Price to Book : le Price To Book Ratio représente le coefficient mesurant le rapport entre la valeur des marchés de capitaux propres c'est à dire la capitalisation boursière et leur valeur comptable.

Boulton, Lehn, Segal (2006)	USA	Management and non-management par les PtoP	Les firmes allant dans le secteur privé ont des performances moindres mais ont plus de liquidités que les firmes du même secteur et ont des coûts de conformité plus importants.
Cornelli, Karakas (2008)	UK	Tout PtoP	Aucune différence dans la taille du conseil pour la période avant et après PtoP. Le pourcentage des firmes de Private Equity représentatif dans le conseil d'administration diminue légèrement après la sortie

4.1.2 La phase dite « Impact »

Cette phase définit l'impact de l'annonce d'une transaction sur la richesse des actionnaires. Cet impact se mesure de deux façons : d'une part avec le recours aux études d'évènements et d'autre part via l'offre de prime.

La première méthode permet d'obtenir les rentabilités anormales afin de mesurer l'effet informationnel d'un évènement sur la valeur de marché de la société. La seconde méthode, quant à elle, ne compare pas la rentabilité réalisée avec la rentabilité estimée mais permet de calculer le paiement des primes pendant la transaction. Cette prime étant égale à la différence entre la valeur de la société au début de la transaction et sa valeur finale. On peut avoir recours à l'une ou l'autre méthode, néanmoins, les résultats obtenus seront totalement différents. En effet, l'étude des rentabilités présente l'avantage de faire apparaître des résultats corrigés des bénéfices escomptés (contrairement à la méthode du calcul de la prime). De plus, l'analyse des rentabilités anormales est une mesure attendue du marché sur les profits futurs de la société, du PtoP et inclut la probabilité que l'offre peut échouer contrairement à la méthode des primes. L'annulation d'une offre est une réelle peur pour les PtoP. En effet comme le souligne, DeAngelo et Rice (1984), la perte de rentabilité à 2 jours peut atteindre 8.88%. Marais, Schipper et Smith (1989) le confirment aussi.

4.1.3 La phase dite « Process »

Cette étape permet de savoir si la forme organisationnelle du PtoP est une forme organisationnelle plus efficiente (Jensen, 1989) ou tout simplement un transfert de gains d'impôts (Lowenstein, 1985). Ces études traduisent quelques divergences entre les auteurs. Plusieurs thèmes sont abordés, nous allons en citer quelques-uns : d'abord, la performance des PtoP après la transaction, ensuite la situation des employés après la transaction et enfin la situation financière de celles-ci.

4.1.3.1 Performance des sociétés PtoP après la transaction

Selon Kaplan (1989), la performance de ces sociétés n'augmente pas pendant les deux premières années mais à partir de la troisième année, elles connaissent un gain de 24.1 %. Son échantillon étant basé sur 48 opérations de 1980 à 1986. Par ailleurs, il remarque que les PtoP sur-performent toujours les sociétés restées dans le secteur ouvertes au public.

4.1.3.2 Situation des employés après la transaction

Kaplan (1989a) montre que l'emploi médian augmente de 0.9 %. Muscarella et Vetsuypens (1990) remarquent qu'il n'y a aucun licenciement après une opération de PtoP. Lichtenberg et Siegel (1990) observent sur une étude de LMBO, que la productivité augmente de 8.3% par rapport à la moyenne industrielle sur les trois ans qui suivent la transaction.

4.1.3.3 Situation financière

Wright, Wilson, Robbie et Ennew (1996) montrent qu'il y a une faible probabilité pour que les opérations de PtoP fassent faillite en raison de leurs objectifs managériaux efficaces.

Nous avons synthétisé dans un tableau quelques études concernant la performance financière des PtoP :

Auteurs	Pays	Type de transactions	Résultats
Kaplan (1989)	USA	LBO	Les profits et les cash-flows augmentent après le rachat, le ratio «revenu d'exploitation/actifs » augmente jusqu'à 36% de plus que les LBO par rapport à la médiane du même secteur industriel.
Muscarella, Vetsuypens (1990)	USA	Reverse LBO	Le ratio « revenu d'exploitation/ventes » augmente beaucoup plus que celui des entreprises appartenant à l'échantillon de contrôle. Ces augmentations proviennent du fait de la réduction des coûts plutôt que d'une amélioration de revenu ou de la rotation des actifs.
Smith (1990)	USA	LBO	Les cash-flows d'exploitation par employé et par dollar des actifs augmentent après le rachat. La force de travail augmente aussi après le rachat. Les changements ne sont pas dûs aux licenciements, au marketing... Les cash flows des employés augmentent de 71% supplémentaire par rapport à celui de la médiane du même secteur industriel.
Singh (1990)	USA	Reverse LBO	Les revenus croissent après le rachat. Les revenus d'exploitation sont meilleurs que ceux observés de leurs homologues sauf pour les filiales de LBO.
Opler (1992)	USA	LBO	Le ratio « cash flow d'exploitation sur les ventes » augmente de 16.5% en moyenne pendant 3 ans après le rachat.
Wright, Thompson et Robbie (1992)	UK	MBO, MBI	68% des sociétés de l'échantillon ont amélioré leur profitabilité, 17% affichent une baisse, 43% ont réduit leur nombre de jours de remboursement (de dette) et 31% ont augmenté leur nombre de jours de crédit.

Bruining (1992)	Hollande	MBO	Les sociétés affichent des cash flows et des retours sur investissement meilleurs que la moyenne industrielle.
Smart, Waldfogel (1994)	USA	LBO	L'effet « choc » de rachat provoque une augmentation de 30% du ratio « résultat d'exploitation/ventes » entre l'année qui précède le LBO et la seconde année après le LBO.
Chevalier (1995)	USA	LBO	Les consommateurs font face à des prix plus élevés en supermarché provenant des LBO.
Wright, Wilson, Robbie (1996)	UK	MBO et non-MBO	La rentabilité est meilleure pour les MBO que pour les non-MBO comparables jusqu'à la 5 ^{ème} année.
Desbrières & Schatt (2002)	France	MBO, MBI	Les variations de performance comptable dépendent de la source du capital-risque.
Cressy, Munari, Malipero (2007)	UK	MBO, MBI	La rentabilité des rachats avec des capitaux propres de PE est meilleure que celle obtenue par les sociétés en non-LBO. En effet, elle augmente de 4.5% sur les trois premières années de rachat.
Guo, Hotchkiss et Song (2007)	USA	PTP	La rentabilité du capital avant ou après le rachat est significativement positive sauf pour les sociétés qui finissent en restructuration financière. Après le rachat, la rentabilité des capitaux est meilleure dès lors que la société est largement financée par la banque ou lorsqu'il y a plus d'un sponsor de PE.

4.1.4 La phase dite « Duration »

Kaplan (1991) montre sur une étude de 183 LBO sur une période de 1979 à 1986, que la durée de vie médiane de ces transactions est de 6.82 années. Il observe aussi que la relation avec la duration est positive de 2 à 5 ans et négative après. Ceci signifie que la probabilité de retourner dans le secteur public est plus importante entre 2 et 5 ans et diminue après.

Nous avons synthétisé dans un tableau quelques études concernant les effets à long terme :

Kaplan (1991)	USA	LBO	Longévité hétérogène. Les LBO restent dans le privé 6.8 ans en moyenne et 56% restent dans le privé après l'année 7. Aucune différence de longévité pour les filiales de LBO que pour les LBO.
Wright et al. (1995)	UK	MBO, MBI	Longévité hétérogène. Il y a une plus forte probabilité de sortie entre l'année 3 et l'année 5. 71% restent dans le privé après l'année 7. Les MBI ont un plus fort taux de sortie que les MBO à court terme ce qui confirme le taux d'échec plus important des MBI. La probabilité de sortie est influencée par les conditions économiques externe à la firme.

Strömberg (2008)	Le monde entier	PE backed buy-outs	58% des rachats sont sortis plus de 5 ans après la transaction initiale. Les sorties à partir de l'année 2 ne représentent que 12% et ont encore diminué.
-------------------------	------------------------	---------------------------	--

4.2 Principaux résultats obtenus

Ils sont amenés à tirer quelques conclusions :

- ⇒ L'hypothèse relative à la sous-évaluation n'est pas identifiable de manière claire.
- ⇒ Le transfert de richesse des porteurs d'obligations existe mais joue un rôle limité dans le gain de richesse des actionnaires.
- ⇒ L'hypothèse d'agence relative au réalignement des rôles de chacun et des Free Cash Flow est selon eux, discutable. En effet, l'hypothèse de réalignement n'est valide que pour les sociétés dans lesquelles les managers ont une part très faible.
- ⇒ L'hypothèse d'économie d'impôt est une réelle source de richesse.
- ⇒ La plupart des recherches effectuées proviennent des USA, d'où les difficultés de pouvoir comparer avec les études européennes.

Nous avons synthétisé dans un tableau quelques études concernant l'effet sur l'impôt :

Kaplan (1989b)	USA	LBO	La somme de l'économie fiscale représente une faible fraction des gains des LBO. Il existe une corrélation significative entre l'estimation d'économie d'impôts et l'offre de prime de rachat.
Newbould, Chatfield, Anderson (1992)	USA	LBO	Les LBO auraient payé significativement plus d'impôts selon la structure fiscale. La proportion significative de prime payée sur les LBO semble être due à la réduction d'impôts en raison des avantages fiscaux supplémentaires de la dette. Après la réforme fiscale de 1986, moins de 50% de prime payée sur les LBO peut être attribuée à la réduction d'impôts.

Nous avons synthétisé dans un tableau quelques études concernant l'effet sur les dépenses de recherche et développement :

Kaplan (1989)	USA	Société	LBO	Les dépenses d'investissement diminuent immédiatement après le LBO.
Smith (1990)	USA	Société	LBO	Les dépenses d'investissement et de recherche et développement diminuent immédiatement après le LBO.
Wright, Thompson et Robbie (1992)	UK	Société	Filiale et MBO en entier	Les MBO augmente le développement de nouveaux produits, 44% acquièrent de nouveaux équipements et des usines.
Long, Ravenscraft (1993)	USA	Filiales	LBO, MBO	Les LBO conduisent à une réduction des dépenses en terme de R&D et plus précisément en terme de recherche industrielle. En terme d'intensité de recherche, les rachats ont de meilleures

				performances que les industries en non-rachat du même secteur et que les autres types de rachat.
Bruining, Bonnet et Wright (2004)	Hollande	Société	MBO	Les résultats des MBO montrent qu'un meilleur contrôle stratégique permet l'amélioration de l'activité entrepreneuriale.

4.3 Conclusion

A la suite des différents résultats obtenus, les auteurs émettent quelques conclusions et points de vue de cette étude :

- ⇒ Il y a encore peu de recherches effectuées sur la seconde vague des LBO.
- ⇒ Il est très difficile de pouvoir comparer les résultats obtenus par les études américaines avec ceux obtenus au niveau européen. Les auteurs justifient cette remarque de plusieurs façons :
 - La nature et la forme de la dette sont totalement différentes (Toms et Wright, 2004). Les dettes américaines sont davantage fondées sur les obligations spéculatives tandis que les dettes européennes sont formées à partir de dette junior.
 - Le niveau de la dette et du levier aux Etats-Unis est nettement supérieur à celui observé en Europe.
 - L'économie d'impôt est une source encore plus importante aux Etats-Unis qu'en Europe.
 - Le marché des LBO est davantage fermé en Europe.
 - Les objectifs recherchés entre les deux zones géographiques sont aussi différentes : d'une part, l'Europe a deux objectifs principaux : la maturité et le niveau des flux financiers et d'autre part, les Etats-Unis se concentrent plus sur les opportunités de croissance.
 - Au niveau de la régulation, les normes sont totalement différentes :
 - Etats-Unis : les règles sont très strictes sur les prises de contrôle
 - Royaume-Uni : deux points essentiels caractérisent le système anglais, d'une part le *self-regulation* et d'autre part le libre accès au fonctionnement des forces de marché (Miller, 2000)

Ces différences influencent les sources de création de valeur et créent un obstacle dans le sens où les comparaisons entre ces deux zones géographiques sont difficiles à établir.

4.4 Synthèse des travaux selon les différentes phases de développement des PtoP

Auteurs	Période étudiée	Type et nombre de transactions	Méthodologie	Résultats
INTEND				
Maupin, Bidwell, Ortegren (1984)	1972-81, USA	63 MBO	Analyse discriminante	* Réalignement des intérêts : NON * FCF : NON * Sous-évaluation : OUI
Lehn et Poulsen (1989)	1981-85, USA	102, tout type	Régressions LOGIT	* Taxe : NON * FCF : OUI * Défense de prise de contrôle : OUI * Sous-évaluation : NON
Weir, Laing, Wright (2003)	1998-00, UK	95, tout type	Régressions LOGIT	* Taxe : NON * Réalignement des intérêts : OUI * Contrôle : OUI * FCF : NON * Défense de prise de contrôle : NON
IMPACT				
Lehn, Poulsen (1989)	1980-87 USA	244, tout type	Etudes d'évènements	* Prime: 36.1% * Taxe: NON * FCF: OUI
Kaplan (1989a, 1989b)	1980-85, USA	76 MBO	Etudes d'évènements	* Prime : 42.3% * Taxe : OUI
Frankfurter, Gunay (1992)	1979-84, USA	110 MBO	Etudes d'évènements	* Taxe : OUI * Réalignement des intérêts : NON * FCF : OUI
PROCESS				
Baker, Wruck (1989)	1986, USA	1 MBO	Régressions LOGIT	* Réalignement des intérêts : OUI * Contrôle : OUI * FCF : OUI * Transfert de richesse : NON * Sous-évaluation : NON
Muscarella, Vetsuypens (1990)	1973-85, USA	151 MBO	Régressions LOGIT	* Réalignement des intérêts : OUI * Contrôle : OUI * Transfert de richesse : NON * Sous-évaluation : OUI
Lichtenberg, Siegel (1990)	1981-86, USA	244, tout type	Régressions LOGIT	* Contrôle : OUI * Transfert de richesse :

				NON
DURATION				
Kaplan (1991)	1979-86, USA	183, tout type	Régressions LOGIT	Après l'année 5, le retour dans le domaine public diminue
Van de Gucht, Moore (1998)	1980-92, USA	343, tout type	Régressions LOGIT	Jusqu'à l'année 7, le retour dans le domaine public augmente, après l'année 7, il diminue
Wright, Thompson, Robbie, Wong (1995)	1983-86, UK	140, tout type	Régressions LOGIT	La probabilité de retourner dans le public augmente entre l'année 3 et l'année 6 puis diminue ensuite

5. Conclusion

L'étude de l'analyse et de la performance des PtoP est encore un sujet de recherche peu développé. Les seules études en référence à ce sujet portent sur la performance des sociétés à dimension nationale telle que la Grande-Bretagne avec celles réalisées par M. Wright.

Quelques auteurs américains ont aussi étudié ce sujet. En France, seule l'étude de Desbrières et Schatt (2002) a été réalisée. Ainsi cet article a pour objectif de faire la synthèse de l'ensemble des études réalisées sur ce sujet et de pouvoir énumérer l'ensemble des motivations des sociétés qui effectuent une opération de PtoP et leurs différents impacts, que ce soit en terme de performance financière que de gouvernance... En effet, ces opérations étaient très marginales il y a quelques années, elles deviennent de plus en plus en vogue notamment dans la conjoncture actuelle. Leur développement est de plus en plus propice depuis les années 2000, qui avaient déjà connu à l'époque une crise financière, la bulle des nouvelles technologies de l'information et de la communication. Les conjonctures macroéconomiques plus défavorables accentuent le développement des PtoP. Par ailleurs, il est à noter que les PtoP s'inscrivent dans une recherche de rentabilité financière qui s'est développée dans plusieurs directions depuis ces dernières années.

Bibliographie:

- Amihud Y., 1989, *Leveraged Management Buy-Outs*, New York: Dow-Jones Irwin
- Baker G., Wruck K., 1989, Organizational changes and value creation in leveraged buyouts: the case of the O.M. Scott & Sons Company, *Journal of Financial Economics*, 25, 163-190
- Boulton, T., Lehn, K. and Segal, S.. 2007. The rise of the U.S. private equity market. In *New Financial Instruments and Institutions: Opportunities and Policy Challenges*, edited by Yasuyuki Fuchita and Robert E. Litan, pp. 141-61. Washington, D.C.: Brookings Institution Press.
- Bruining, H., 1992. Performance Improvement post-Management Buy-out, unpublished PhD dissertation Erasmus University Rotterdam, Haveka.
- Bruining, H., Bonnet, M. and Wright, M. 2004. Management control systems and strategy change in buy-outs. *Management Accounting Research*, 15, 155-177.
- CMBOR, 2002, Public to Private buy-outs in the UK and Continental Europe, section 3 in UK Quarterly Review Summer 2002, University of Nottingham: Centre For Management Buy-Out Research
- Cornelli, F. and Karakas, O. 2008. Private equity and corporate governance: do LBOs have more effective boards? In Lerner, J. and Gurung, A.(eds). *The Global Impact of Private Equity Report 2008, Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1*, World Economic Forum, pp65-84.
- Cressy, R., Munari, F. and Malipiero, A. 2007. Creative destruction: Evidence that buy-outs cut jobs to raise returns. University of Birmingham Working Paper.
- Dahya, J., & Powell, R. (1998), Ownership structure, managerial turnover and takeovers: Further U.K. evidence on the market for corporate control. *Multinational Finance Journal*, 2 (1), 63-85.
- Davis S., Day R., 1998, Public to Private Deals: reducing the risk and removing the uncertainty, *UK Venture Capital Journal*, 5, 1-6
- DeAngelo H., DeAngelo L., Rice E., 1984, Shareholder wealth and going private, *Journal of Law and Economics*, 27, 367-402
- DeAngelo L., 1986, Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buy-outs if public stockholders, *Accounting Review*, 61, 400-420
- Demsetz H., 1983, The structure of ownership and the theory of the firm, *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390
- Demsetz H., Lehn K., 1985, The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177

Desbrières P., Schatt A., 2002, The impacts of LBOs on the performance of acquired firms: the French case, *Journal of Business Finance and Accounting*, 29, 695-729

Eddey, P., Lee, K. and Taylor, S. 1996. What motivates going private?: An analysis of Australian firms. *Accounting and Finance*, 36, 31-50.

Fox I., Marcus A., 1992, The causes and consequences of leveraged management buyouts, *Academy of Management Review*, 17, 62-85

Frankfurter G.M., Gunay E., 1992, Management buy-outs: the sources and sharing of wealth between insiders and outside shareholders, *Quartely Review of Economics and Finance*, 32, 82-95

Guo, S., Hotchkiss, E. and Song, W. 2007. Do buy-outs (Still) create value? SSRN Working Paper.

Halpern P., Kieschnick R., Rotenberg W., 1999, On the heterogeneity of leveraged going private transactions, *Review of Financial Studies*, 12, 281-309

Harlow W.V., Howe J.S., 1993, Leveraged buyouts and insider nontrading, *Financial Management*, 22, 109-118

Jensen M.C, Meckling W., 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360

Jensen M.C, 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, 76, 323-329

Jensen M.C, 1989, The eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, 67, 61-74

Jensen M.C, Kaplan S., Stiglin L., 1989, Effects of LBOs on tax revenues of the US treasury, *Tax Notes* 42, 727-733

Kaestner R., Liu F.Y., 1996, Going Private Restructuring: the role of insider trading, *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, 779-806

Kaplan S.N, 1989a, The effects of management buyouts on operating performance and value, *Journal of Financial Economics*, 24, 217-254

Kaplan S.N, 1989b, Management buyouts: evidence on taxes as a source of value, *Journal of Finance*, 44, 611-632

Kaplan S.N, 1991, The staying power of leveraged buyouts, *Journal of Financial Economics* 29, 287-313

Kaplan S.N, 1993, The staying power of leveraged buyouts, *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, 15-24

Kaplan S.N, Stein J., 1993, The evolution of buyouts pricing and financial structure in the 1980s, *Quartely Journal of Economics*, 108, 313-359

- Kaplan S.N, 1997, The evolution of corporate governance: we are all Henry Kravis now, Working Paper
- Kieschnick R.L, 1989, Management buyouts of public corporations: an analysis of prior characteristics, in: Amihud Y. (ed.), *Leveraged Management Buy-Outs*, Nex York: Dow-Jones Irwin
- Kieschnick R.L, 1998, Free Cash Flow and stockholder gains in going private transactions revisited, *Journal of Business Finance and Accounting*, 25, 187-202
- Kuhn Capital, 2003, *Going-Private Equity*, Kuhn Capital Publication
- Lehn K., Poulsen A., 1989, Free Cash Flow and stockholder gains in going private transactions, *Journal of Finance*, 44, 771-788
- Lichtenberg F., Siegel D., 1990, The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects on firm behaviour, *Journal of Financial Economics*, 27, 557-580
- Long W.F, Ravenscraft D.J, 1993, The financial performance of whole company LBOs, US Bureau of Census Discussion Paper CES 93-16
- Lowenstein L., 1985, Management Buyouts, *Columbia Law Review*, 85, 730-784
- Marais L., Schipper K., Smith A., 1989, Wealth effects of going private for senior securities, *Journal of Financial Economics*, 23, 155-191
- Maupin R.J., Bidwell C.M., Ortegren A.K., 1984, An empirical investigation of the characteristics of publicly quoted corporatios that change to closely hemd ownership through management buyouts, *Journal of Business Finance and Accounting*, 11, 435-450
- Maupin, R. 1987. Financial and stock market variables as predictors of management buy-outs. *Strategic Management Journal*, 8, 319-27.
- Michel A., Shaked I., 1986, *Takeovers madness: corporate America fights back*, New York: John Wiley and Sons
- Muscarella C., Vetsuypens M., 1990, Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs, *Journal of Finance*, 65, 1389-1413
- Opler T.C, 1992, Operating performance in leveraged buyouts: evidence from 1985-1989, *Financial Management*, 21, 27-34
- Opler T., Titman S., 1993, The determinants of leveraged buyout activity, Free Cash Flow versus financial distress costs, *Journal of Finance*, 48, 1985-1999
- Palepu K.G, 1990, Consequences of leveraged buyouts, *Journal of Financial Economics*, 27, 247-262
- Renneboog, L., Simons T., and Wright M., 2004, *Public-to-Private transactions in the UK*, Working paper Tilburg University.

Renneboog, L., Simons T., 2005, Public-to-Private transactions:LBOs, MBOs, MBIs and IBOs, ECGI, Finance Working Paper, n° 94/2005

Ross S., 1973, Economic Theory of Agency: the principal's problem, *American Economic Review*, 63, 134-139

Shleifer A., Summers C.H., 1998, Breach of trust in hostile takeovers, Chapter 2 in Auerbach, A.J., ed. *Corporate takeovers: causes and consequences*, Chicago: University of Chicago Press

Singh, H. 1990. 'Management buy-outs and shareholder value. *Strategic Management Journal*, 111-29.

Smart, S. B. and Waldfogel, J. 1994. Measuring the effect of restructuring on corporate performance: the case of management buy-outs. *Review of Economics and Statistics*, 76, 503-511.

Smith, A., 1990. Capital ownership structure and performance: the case of management buy-outs. *Journal of Financial Economics*, 13, 143-165.

Stulz R., 1988, Managerial control of voting rights, financing policies, and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54

Strömberg, P. 2008. The new demography of private equity. In Lerner, J. and Gurung, A.(eds). *The Global Impact of Private Equity Report 2008, Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1, World Economic Forum*, pp3-26.

Torabzadeh, K.M. and Bertin W.J., 1987, Leveraged buyouts and shareholder wealth, *Journal of Financial Research* 10, 313-319.

Van De Gucht L.M., Moore W.T., 1998, Predicting the duration and reversal probability of leveraged buyouts, *Journal of Empirical Finance*, 5, 299-315

Weir, C., Laing, D. and Wright, M., 2003, Incentive effects, monitoring mechanisms and the threat from the market for corporate control: an analysis of the factors affecting public to private transactions in the UK, Working paper, University of Nottingham.

Weir, C., Laing, D. and Wright, M., 2004, Public to private takeovers and the market for corporate control, Working Paper, University of Nottingham.

Weir, C., Laing, D., Wright, M. and Burrows, A., 2005, Financial distress costs, incentive realignment, private equity and the decision to go private: public to private activity in the UK, Working Paper, University of Nottingham.

Weston J.F., Chung K.S., Siu J.A., 1998, *Takeovers, restructuring and corporate governance*, second edition, New York: Prentice-Hall

Wright, M., Thompson, S., Chiplin, B. and Robbie, K., 1991, Buy-ins and buy-outs: new strategies in corporate management, London: Graham & Trotman Ltd.

Wright M., Thompson, S. and Robbie, K., 1992. Venture capital and management-led leveraged buy-outs: A European perspective. *Journal of Business Venturing*, 7, 47-71.

Wright, M., Robbie, K., Thompson, S. and Starkey, K., 1994, Longevity and the life-cycle of management buy-outs, *Strategic Management Journal* 15, 215-227.

Wright, M., Thompson, S., Robbie, K. and Wong P., 1995, Management buy-outs in the short and long term, *Journal of Business Finance and Accounting* 22, 461-483.

Wright, M. Wilson, N., Robbie, K., Ennew C., 1996a, An analysis of failure in UK buy-outs and buy-ins, *Managerial and Decision Economics*, 17, 57-70

Wright, M., Hoskissen, R.E., Busenitz, L.W. and Dial, J., 2000, Entrepreneurial growth through privatization: the upside of management buyouts, *The Academy of Management Journal* 25, 591-601.