

Leveraged Buyouts au Maroc : catalyseurs de création de valeur et gouvernance d'entreprise

Leveraged Buyouts in Morocco: catalysts for value creation and corporate governance

Abir ATTAHIRI, (Doctorante)

*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 :	Ecole Nationale de Commerce et de Gestion Settat Km 3, route de Casa BP 658 –SETTAT Hassan First University Of Settat Maroc, (+212) 523 723 577 (+212) 523 401 202 (+212) 523 401362
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	ATTAHIRI, A., & MAKHROUTE, M. (2023). Leveraged Buyouts au Maroc : catalyseurs de création de valeur et gouvernance d'entreprise. International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, 4(5-2), 180-194. https://doi.org/10.5281/zenodo.8388153
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: August 25, 2023

Accepted: September 29, 2023

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME
ISSN: 2658-8455
Volume 4, Issue 5-2 (2023)

Leveraged Buyouts au Maroc : catalyseurs de création de valeur et gouvernance d'entreprise

Résumé :

Les montages de Leveraged Buyouts (LBO) occupent une place cruciale au sein de l'écosystème du capital-investissement régulé au Maroc, malgré leur développement limité et les défis auxquels ils font face. En comparaison avec les marchés publics, ces montages continuent de présenter une performance robuste. Fondée sur la théorie de l'agence, qui explore les relations entre propriétaires et gestionnaires au sein des entreprises, cette étude vise avant tout à examiner profondément comment l'effet de levier et la gouvernance influencent la création de valeur dans ces transactions. La méthodologie adoptée est qualitative, basée sur des entretiens semi-structurés avec six experts du secteur des LBO au Maroc. Ce choix méthodologique est justifié par la nature exploratoire de la recherche, permettant une profondeur d'analyse et une compréhension des nuances et des pratiques de ce domaine spécifique. De plus, des questions exploratoires tirées de la littérature existante ont été employées pour orienter l'enquête et guider les échanges. Les résultats issus de cette démarche qualitative mettent en évidence un impact discernable et significatif que ces deux facteurs - l'effet de levier et la gouvernance - exercent sur le processus de création de richesse. Les apports théoriques de cette recherche enrichissent la compréhension des LBO au Maroc en soulignant l'importance de l'effet de levier financier, de la gouvernance transparente et de l'alignement des intérêts pour le succès de ces transactions. Sur le plan pratique, elle offre des perspectives précieuses pour les investisseurs, les gestionnaires et les professionnels du secteur des LBO au Maroc. Cependant, il est primordial de prendre en compte les limites inhérentes à cette recherche, notamment la taille limitée de l'échantillon et le caractère qualitatif des entretiens.

Mots clés : Achat à effet de levier - endettement – gouvernance d'entreprise - création de valeur – théorie d'agence.

JEL Classification : G11

Type du papier : Recherche empirique

Abstract:

Leveraged Buyout (LBO) structures hold a pivotal place within the regulated private equity ecosystem in Morocco, despite their limited development and the challenges they face. In comparison to the stock exchange market, these structures continue to demonstrate robust performance. Build upon agency theory, which delves into the relationships between owners and managers within firms, this study primarily aims to deeply examine how leverage and governance influence value creation in these transactions. The adopted methodology is qualitative, based on semi-structured interviews with six LBO sector experts in Morocco. This methodological choice is justified by the exploratory nature of the research, allowing for in-depth analysis and understanding of the nuances and practices in this specific domain. Moreover, exploratory questions drawn from existing literature were employed to guide the inquiry and steer discussions. Results derived from this qualitative approach highlight a discernible and significant impact that these two factors - leverage and governance - exert on the wealth creation process. The theoretical contributions of this research enrich the understanding of LBOs in Morocco by emphasizing the importance of financial leverage, transparent governance, and alignment of interests for the success of these transactions. On a practical level, it offers valuable insights for investors, managers, and professionals in the Moroccan LBO sector. However, it is essential to consider the inherent limitations of this research, including the small sample size and the qualitative nature of the interviews.

Keywords: Leveraged buyouts – indebtedness – corporate governance – value creation – agency theory.

Classification JEL: G11

Paper type: Empirical Research

1. Introduction

Dans son article intitulé "Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers" publié en 1986, Jensen a souligné une vulnérabilité majeure dans les organisations publiques liée aux free cash-flows, représentant les excédents de trésorerie après couverture des dépenses essentielles d'investissement et d'exploitation. Ces flux peuvent engendrer des coûts d'agence en raison des divergences d'intérêts et de l'asymétrie d'information actionnaire-dirigeant, poussant les entreprises à une utilisation inadéquate des fonds et préjudiciable à la valeur actionnariale.

Face à ce problème, la littérature propose divers mécanismes de contrôle tels que la redistribution de liquidités via des dividendes, le rachat d'actions, la gestion de dette, les conseils d'administration indépendants, les comités de vérification et les incitations basées sur les performances. Dans le même sens, le Leveraged Buyout (désormais LBO) émerge comme une réponse potentielle pour surmonter ces défis liés aux free cash-flows, promouvant une gestion financière plus efficace en alignant les intérêts des parties prenantes.

Connu sous le nom d'acquisition à effet de levier ou rachat d'entreprise par endettement, le LBO est une stratégie spécifique du Private equity (capital investissement, désormais PE) qui a émergé dans les années 1980, principalement aux États-Unis. Cette approche alternative de financement des entreprises implique l'acquisition d'une société en utilisant principalement des fonds empruntés, avec un niveau d'endettement pouvant atteindre jusqu'à 90%. Les investisseurs, souvent des sociétés de gestion, empruntent la majeure partie des fonds nécessaires à l'acquisition, complétée par des fonds propres. Le processus d'un LBO typique commence par l'identification d'une entreprise cible prometteuse, suivi de la création d'une société holding pour effectuer l'acquisition. Ensuite, l'accent est mis sur l'amélioration de la performance de l'entreprise acquise, avant de décider de la sortie, qui peut prendre différentes formes telles qu'une vente à un autre LBO, à un industriel, une introduction en bourse ou une cession à la direction.

Au Maroc, le LBO est une pratique d'investissement relativement récente dans le domaine du PE. Le premier fonds LBO, "Moussahama", a été initié en 1993 par le groupe Upline, avec le soutien de la Banque Populaire. L'évolution du secteur s'est renforcée en 2000 avec la création de l'AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital), contribuant à stimuler le développement de cette pratique au Maroc. Depuis lors, l'État marocain, notamment via la Caisse de Dépôt et de Gestion (CDG), a joué un rôle actif en favorisant l'essor de l'investissement en capital, et des fonds internationaux (Afric Invest, Mediterrania, Amethis, et d'autres) ont également établi leur présence au Maroc, démontrant ainsi le potentiel croissant du LBO dans le contexte national marocain.

Cette étude se concentre sur l'évaluation de la performance des LBO au Maroc, analysant les aspects de l'endettement et de la gouvernance. La méthodologie adoptée, est qualitative, elle repose sur des entretiens semi-directifs avec les responsables de l'AMIC et les directeurs financiers des sociétés de gestion impliquées dans ce type de transactions. Le choix méthodologique est justifié par la confidentialité et la taille restreinte de l'échantillon. L'objectif est d'obtenir une compréhension approfondie de la performance des LBO au Maroc en soulignant les différents apports des travaux théoriques et empiriques précédents (2), en décrivant les données et la méthodologie mise en œuvre (3), ainsi que les contributions et les voies de recherche futures sont enfin discutées (4).

2. Revue de littérature

Les études sur la performance des opérations LBO donnent des résultats contradictoires. Certains constatent une amélioration de la performance des entreprises cibles grâce à une

restructuration et une expertise accrues. Cependant, d'autres soulignent les risques liés à un endettement élevé et à une gestion à court terme. La gouvernance d'entreprise, la structure du capital et les caractéristiques sectorielles jouent un rôle dans les résultats des LBO. Il est important de considérer ces facteurs pour évaluer l'impact des LBO sur la performance. Il convient de noter que l'interprétation des résultats doit se faire avec prudence en raison de la diversité des conclusions, ces dernières sont réparties en trois générations

2.1.Contexte : Synthèse des études antérieures

Les travaux de la première génération des LBO, réalisés entre 1989 et 1995, ont apporté des éclairages essentiels sur les performances des transactions de Management Buyout (MBO) et de Leveraged Buyout (LBO). Kaplan (1989) a étudié un échantillon de 48 MBO entre 1980 et 1986, révélant une augmentation significative des cash-flows opérationnels de 24% durant la troisième année après le rachat, ainsi qu'une croissance progressive des cash-flows nets, atteignant 22% la première année, 43,1% la deuxième année et 80,5% la troisième année, avec une corrélation positive au premium perçu par les actionnaires sortants. Sing (1990) a examiné 65 MBO réalisés entre 1980 et 1987, identifiant une performance accrue après le rachat, attribuée au changement de la structure de gouvernement de l'entreprise et à une amélioration significative des cash-flows. Michael J. Jensen (1990) a utilisé une approche empirique pour évaluer les performances des entreprises ayant réalisé des LBO par rapport à celles du groupe témoin d'entreprises non soumises à des LBO, montrant que les entreprises de portefeuille des LBO présentaient généralement des performances opérationnelles et des ratios financiers améliorés après les transactions. Smith (1990) a examiné 58 MBO entre 1977 et 1986, constatant une augmentation significative des bénéfices opérationnels après le rachat, indépendamment de l'importance des cessions d'actifs réalisées. Opler (1992) a étudié 44 MBO réalisés entre 1985 et 1989, se concentrant sur la performance financière à travers diverses données comptables, et a montré une amélioration significative du ratio Profit opérationnel/ventes, du cash-flow net et des profits opérationnels par employé, avec un impact limité du MBO sur les dépenses de recherche et développement. Enfin, l'étude de Phan et Hill (1995) sur 214 LBO réalisés entre 1986 et 1989 a mis en évidence une amélioration immédiate de la performance opérationnelle après l'acquisition, renforcée à plus long terme. La rentabilité du chiffre d'affaires s'est améliorée au fil des années, et l'augmentation de l'actionnariat des dirigeants a été davantage corrélée aux changements stratégiques et structurels qu'au niveau d'endettement.

La deuxième génération, s'étalant entre 2007 et 2017, a bâti sur les recherches antérieures pour approfondir notre compréhension des performances et des motivations de ces transactions. Les études réalisées par Mikael et Jonsson (2007) examinent la performance opérationnelle des transactions LBO à travers un échantillon de 69 cibles LBO ayant eu lieu entre 1993 et 2006. En utilisant différents ratios financiers et des modèles de régression, les chercheurs constatent que les entreprises cibles enregistrent une amélioration de leur performance opérationnelle après le rachat, sans que cela entraîne une diminution des salaires ou de la force de travail. De plus, l'augmentation du niveau de dette n'a pas d'effets négatifs sur la performance opérationnelle ni sur la structure actionnariale des entreprises. Les résultats révèlent également que la première vague des LBO n'affiche pas d'amélioration supérieure par rapport à la deuxième vague, et que l'industrie du capital-investissement n'a pas de timing spécifique à respecter sur le marché industriel. D'autre part, Harford, Klasa et Walcott (2009) ont étudié les objectifs du levier financier des entreprises lorsqu'elles réalisent des acquisitions LBO. Leur étude repose sur des données d'acquisitions réalisées par des entreprises cotées entre 1980 et 2001. Grâce à une analyse empirique basée sur la régression, les résultats montrent que les entreprises ont effectivement des objectifs spécifiques de levier financier lorsqu'elles mènent des LBO.

Parallèlement, Achleitner, Braun et Engel (2011) étudient la performance financière de 1980 transactions LBO mondiales entre 1986 et 2010. Leur modèle régressif révèle que l'expansion du multiple de l'EBITDA (équivalent de l'excédent brut d'exploitation) influence positivement le TRI (taux de rentabilité interne) des capitaux propres. La gestion et le timing des entrées et sorties sont cruciaux pour évaluer les fonds. Les prix d'acquisition et de cession diffèrent largement, entraînant une forte multiplication du prix à la sortie, et le niveau d'endettement impacte la performance financière au rachat. Robinson et Sensoy (2011) analysent 837 transactions de capital-risque et LBO entre 1984 et 2010, trouvant une corrélation entre les marchés publics et privés. La relation entre le bêta et la performance relative est convexe. Par contre, les travaux de Cohn, Mills et Towery (2013) ont étudié 317 LBO entre 1995 et 2007, constatant une amélioration minimale de la performance opérationnelle post-rachat et une faible incidence du niveau d'endettement sur la création de richesse.

Les recherches ultérieures d'Andrey et Nadya Malenko (2015) ont identifié deux sources complémentaires de création de valeur : la capacité des sponsors des fonds de capital-investissement à apporter des améliorations opérationnelles pour accroître le levier financier et générer davantage de richesse, ainsi que l'accès des entreprises aux marchés du crédit. De son côté, Ilg (2015) a examiné des transactions allemandes entre 1997 et 2008 et a constaté que des périodes de détention plus longues étaient associées à des taux de rendement interne plus faibles. Contrairement aux attentes, les cessions de filiales d'entreprises cibles présentaient un rendement décroissant. Il a également relevé que les transactions les plus importantes étaient financées par des niveaux agressifs de dette, car elles faisaient face à des coûts d'agence plus élevés, incitant ainsi les investisseurs à augmenter leur effet de levier pour tirer profit de l'effet disciplinant de la dette. Quant à Ayasha et Schütt (2016), ils ont mis en évidence le biais à la hausse induit par la comptabilité LBO dans les mesures de performance des cibles, proposant une approche pour ajuster ce biais et ne trouvant aucune preuve d'amélioration de la performance opérationnelle dans ces transactions. Enfin, l'étude de Hung et Tsai (2017) a examiné les tactiques et stratégies utilisées par les montages LBO dans les marchés émergents, offrant des indications pour les investisseurs, les régulateurs et les sociétés de capital-investissement actives dans ces régions en développement, tout en fournissant une vue intégrée des activités LBO pour les pays souhaitant introduire le capital-investissement.

La troisième génération des travaux, couvrant la période de 2019 à 2023, a poursuivi l'exploration des performances financières et opérationnelles de ces transactions tout en se concentrant sur de nouvelles dimensions et contextes. Gao (2019) a utilisé un modèle empirique d'appariement bilatéral pour estimer la création de valeur dans les LBO. Ses résultats ont montré que l'influence directe des investisseurs génère une valeur significative (à hauteur de 7,8% de la capitalisation boursière avant le rachat), tandis que la création de valeur par voie d'endettement reste insignifiante. Mittoo et al. (2020) ont étudié les LBO indiennes et ont observé une amélioration significative de la performance financière des entreprises cibles post-rachat.

Suman (2020) a étudié la performance financière d'échantillons indiens de transactions LBO sur la période 2005-2015, révélant une amélioration significative de la performance financière post-LBO par rapport aux entreprises non acquises par LBO. Manigart (2020) a utilisé une approche méta-analytique pour étudier l'effet du LBO sur la performance opérationnelle et l'emploi post-rachat, révélant un effet positif à moyen et long terme sur la performance opérationnelle mais aucun effet sur l'emploi. Ang et Xu (2021) ont examiné la relation entre les LBO et la gestion des bénéficiaires des entreprises cibles, constatant que les LBO étaient associés à une plus grande propension à la gestion des bénéficiaires. Chemmanur, He et Hu (2022) ont étudié l'effet de l'horizon d'investissement des fonds de rachat sur la performance

des entreprises cibles, montrant que les fonds avec des horizons d'investissement plus longs ont tendance à améliorer la performance des entreprises cibles sur le long terme. Berezinets et al (2022) ont trouvé que le fonds de capital-investissement a un effet positif sur la performance financière des entreprises. Enfin, Borell, Crespi et Moreno (2022) ont analysé l'impact du capital-investissement sur la performance des entreprises, mettant en évidence son impact positif sur la croissance et la rentabilité des entreprises.

Les travaux de la 3^{ème} génération ont également étudié l'influence de la propriété institutionnelle (He et Lu, 2023), les contraintes financières et la gouvernance (Gokkaya, 2023), ainsi que l'impact sur les structures financières des entreprises entraînant une augmentation de l'endettement et des ajustements de la structure du capital (De La Bruslerie et Crapsky, 2023). Feng et Hu (2023) se sont penché sur l'efficacité des investissements dans les LBO en Chine et ont souligné l'effet positif de la propriété institutionnelle. Ces études ont enrichi notre compréhension des LBO en mettant en évidence les différents aspects de leur impact sur les entreprises cibles, et en soulignant l'importance de facteurs tels que la gouvernance, la propriété institutionnelle et l'horizon d'investissement pour les performances à long terme des entreprises impliquées dans ces transactions.

Ayant passé en revue une littérature riche en travaux théoriques et empiriques, il est apparent que l'endettement et la gouvernance sont des thèmes fréquemment abordés. Notre étude se concentre sur ces aspects pour mieux guider notre recherche.

3. Méthodologie de recherche

Dans cette section, nous abordons la méthodologie de recherche, expliquant notre choix de méthode et la sélection de l'échantillon. Tout d'abord, nous présentons un aperçu de la conception de la recherche, décrivant le processus de collecte des données, y compris l'identification de chaque interviewé. Ensuite, nous fournissons un compte rendu détaillé du déroulement des entretiens, en expliquant comment ces interactions se sont étalées.

3.1. Conception de la recherche

La conception de cette étude qualitative repose sur une approche exploratoire visant à comprendre en profondeur l'impact de l'endettement et de la gouvernance sur la performance des transactions LBO au Maroc. Elle utilise des entretiens semi-directifs avec des experts financiers de l'AMIC, des fonds d'investissement et des sociétés de gestion, complétés par une revue documentaire. Des questions exploratoires, issues de la littérature, orientent les discussions. Les résultats qualitatifs seront analysés pour identifier les tendances et liens entre ces facteurs et la performance des LBO au Maroc. Cette approche vise à fournir une compréhension approfondie du sujet dans le contexte spécifique du capital-investissement marocain.

3.2. Collecte des données

La méthode de collecte de données choisie pour cette étude qualitative est l'entretien semi-directif. Cette méthode offre plusieurs avantages, notamment une approche interactive permettant d'explorer en profondeur les opinions et les expériences des répondants. Selon Silverman (2013), les entretiens semi-directifs permettent d'obtenir des données riches et contextualisées, en offrant aux chercheurs la flexibilité nécessaire pour poser des questions de suivi et pour approfondir certaines réponses.

Dans le cadre de cette étude, nous avons sélectionné nos participants en fonction de leur rôle de responsables au sein de l'Association Marocaine des Investisseurs en Capital (AMIC), des fonds d'investissement marocains ayant fait l'objet d'une opération LBO, ainsi que des sociétés de gestion qui ont accompagné la réalisation de ces montages. Cette sélection s'est

basée sur des critères de disponibilité et d'accessibilité. Au total, nous avons choisi six répondants, qui sont répertoriés dans le tableau suivant, pour leur expertise et leur connaissance creusée du domaine des LBO au Maroc.

Table 1: Tableau des répondants et informations connexes

Interviewés	Qualification	Organisation	Genre	Durée de l'entretien
Interviewé N1	Directeur Général	Fonds d'Investissement A	Homme	45 minutes
Interviewé N2	Directeur des Opérations	Fonds d'Investissement B	Homme	50 minutes
Interviewé N3	Responsable des Investissements	Société de Gestion X	Femme	40 minutes
Interviewé N4	Analyste LBO	Société de Gestion Y	Homme	55 minutes
Interviewé N5	Directeur Général	Une structure appartenant au département de financements structurés (Banque d'investissement)	Homme	35 minutes
Interviewé N6	Directeur Exécutif	Fonds d'Investissement C	Homme	48 minutes

Source : Établi par nos soins

Dans le souci de préserver l'anonymat des participants, chacun d'entre eux s'est vu attribuer un nom fictif pour dissimuler leur véritable identité. Pour traiter les réponses collectées, nous avons utilisé le logiciel Nvivo 12 for Windows, qui offre des fonctionnalités avancées pour l'organisation et l'analyse des données qualitatives. En ce qui concerne l'analyse des discours, nous avons opté pour une approche verticale. Cette méthode implique une plongée en profondeur dans chaque réponse individuelle, permettant ainsi une compréhension approfondie des nuances, des motifs récurrents et des diverses perspectives exprimées par les répondants.

3.3. Déroulement des entretiens

Lors des entretiens, une base théorique solide a guidé le développement des questions, réparties en trois axes distincts. Les discussions ont débuté par un des questions exploratoires, portant sur le contexte du capital-investissement au Maroc, puis se sont progressivement orientées vers les montages LBO. Le premier axe a scruté en détail l'endettement, en reconnaissant son rôle essentiel dans les LBO, les questions dans ce domaine ont cherché à comprendre comment l'endettement est structuré, quelles sont ses implications sur la gestion financière, et comment il peut influencer la création de valeur. Ensuite, le deuxième axe s'est concentré sur la gouvernance d'entreprise et les transformations survenues après l'acquisition, notamment avec l'arrivée de nouvelles équipes dirigeantes. Les questions ont abordé les mécanismes de gouvernance, les décisions stratégiques et leur impact sur la gestion. Et enfin, le troisième axe a analysé la performance des transactions LBO et les obstacles rencontrés. Les participants ont partagé leurs points de vue sur les indicateurs de performance, les facteurs clés de succès, et les défis qui peuvent entraver le succès de ces opérations.

4. Résultats et discussion

Dans cette section cruciale de notre recherche, nous présenterons les résultats issus de nos échanges avec les divers interviewés. Nous aborderons initialement les réponses obtenues en lien avec les thèmes adoptés : l'endettement, la gouvernance et la performance. Ensuite, nous entamerons une discussion approfondie de ces résultats à la lumière des travaux existants dans la littérature. Cette approche nous permettra de dégager des tendances, des similitudes et des

divergences dans les points de vue des participants, tout en mettant en perspective ces résultats par rapport aux connaissances déjà établies. Cette section constituera ainsi une étape essentielle pour comprendre les implications de nos découvertes dans le contexte de notre recherche.

4.1. La technicité de l'endettement dans les transactions LBO

Au niveau de ce premier axe les extraits de discours des six répondants ont fourni des perspectives riches et éclairantes sur les choix et les motivations liés à l'endettement. L'analyse de ces extraits permet de tirer plusieurs conclusions significatives tout en les situant dans le contexte de la littérature existante.

Tout d'abord, les répondants ont clairement indiqué que l'objectif principal du recours à l'endettement dans les transactions LBO était de maximiser le rendement pour les investisseurs. Cela s'aligne avec la littérature existante qui met en évidence l'effet de levier financier comme un moyen d'augmenter le potentiel de rendement.

« (...), Les principaux objectifs derrière le recours à l'endettement étaient la maximisation du rendement pour les investisseurs et l'alignement des intérêts entre les parties prenantes (...) l'idée est de faire plus de rendement grâce au levier, en remboursant la dette entre temps (...). Supposons que les flux de trésorerie permettent de rembourser une dette de 20 millions, l'idée sous-jacente à travers la stratégie LBO est de réduire l'apport du capital initial, premièrement prévu à 50 millions, à seulement 30, en empruntant les 20 restants, Ces 20 millions sont ensuite remboursés progressivement à l'aide des cash-flows générés par la cible au fil du temps (...). Ainsi, même après le remboursement partiel de la dette, l'investisseur conserve toujours une participation de 50 millions (...), cela se compare avantageusement à l'approche initiale, où l'investisseur aurait investi la totalité des 50 millions en capital (...). En utilisant cette stratégie, le rapport rendement sur investissement (ROI) est calculé en prenant en compte l'investissement initial réduit de 30 millions au lieu de 50, c'est-à-dire au lieu de faire 90/50, le calcul devient 90 millions de rendement sur un investissement initial de 30, qui donnera 3 au lieu de 1.8 qui est un ROI sensiblement plus élevé (...).» (Interviewé 1).

En réduisant l'apport en capital initial grâce à l'emprunt, les investisseurs peuvent accroître leur ROI, ce qui est particulièrement attrayant sur un marché où les excès de liquidité sont minimes. Les avantages perçus de l'endettement incluent également la possibilité de maintenir un faible ticket d'entrée pour les investisseurs, favorisant ainsi la participation d'un large éventail d'acteurs.

« (...), Les avantages perçus de l'endettement étaient nombreux. En plus de l'effet de levier financier qui augmente les rendements potentiels, l'endettement nous a également permis de maintenir un faible ticket d'entrée pour les investisseurs, ce qui était attrayant. (...) De plus, il a créé une incitation forte pour la gestion à améliorer la performance de l'entreprise (...), les conditions de marché au Maroc nous encouragent à adopter une approche de gestion prudente de la dette. Nous sommes conscients que les excès de liquidité peuvent être minimes, ce qui renforce notre engagement envers une gestion financière rigoureuse pour maximiser la création de valeur (...).» (Interviewé 6).

Cependant, le choix de la structure de l'endettement n'est pas pris à la légère. Les répondants ont souligné l'importance de tenir compte de la tolérance au risque des investisseurs, de la capacité de remboursement de l'entreprise cible et des conditions du marché.

« (...), Le choix de la structure de l'endettement a été une décision complexe. Nous avons pris en compte la tolérance au risque des investisseurs, la capacité de remboursement de l'entreprise cible et les conditions du marché. (...), La décision finale était basée sur une évaluation minutieuse de ces facteurs (...).» (Interviewé 2).

Cette prudence reflète la gestion rigoureuse de la dette nécessaire dans un environnement où les fluctuations des taux d'intérêt et des conditions économiques peuvent avoir un impact sur le coût de la dette.

« (...), Les risques liés à l'endettement étaient bien présents. Les taux d'intérêt et les conditions économiques pouvaient fluctuer, ce qui pouvait avoir un impact sur le coût de la dette (...). » (Interviewé 2).

« (...), Même la dette ne doit pas te coûter chère. Parce que si tu lèves 80 sur une dette qui te coûte 6 ou bien 7 et tu target un rendement de 15 ça devient très vulnérable sur tes rendements (...), par contre si tu lèves une dette qui te coûtera 1 parce que le marché est très accessible en terme de dette et l'Equity est très prometteuse et la chute est peu risquée tu peux jouer cette agressivité même si elle est très risquée (...). » (Interviewé 4).

En conséquence, les échéances de dette sont choisies avec soin pour assurer une gestion stable des flux de trésorerie et du remboursement progressif de la dette.

« (...), La dette bancaire est souvent préférée au Maroc en raison de sa disponibilité et de ses conditions attractives (...), les banques locales sont généralement disposées à fournir un financement adapté aux besoins de l'entreprise cible. Cela nous permet de maintenir une structure de capital équilibrée, combien sera ma mise et de combien sera la mise de la banque (...). En ce qui concerne la maturité de la dette, nous sommes prudents dans nos choix (...), nous optons généralement pour des échéances raisonnables, ce qui nous donne le temps de gérer les flux de trésorerie et de rembourser la dette de manière progressive. Cela contribue à la stabilité financière de l'entreprise cible (...). » (Interviewé 3).

Reste à souligner que les relations avec les banques locales sont vitales, car ce sont les principaux partenaires dans les opérations de LBO au Maroc. Les exigences spécifiques en matière de garanties et de conformité réglementaire sont essentielles pour minimiser les risques. Les investisseurs travaillent en étroite collaboration avec les banques pour garantir le succès de la transaction et sont prêts à exiger des montages bien conçus.

« (...), A l'international on trouve une diversité dans les prêteurs, à savoir les banques, les quasi fonds propres, les dettes mezzanines, les business angles les fonds de dettes etc... (...), dans le cas national les banques marocaines sont les seules partenaires essentielles dans les opérations de LBO (...). (...), nous demandons des exigences spécifiques en matière de garanties et de conformité réglementaire, à part la valorisation et les due diligences (...), censés que la responsabilité est lourde en cas de faillite, nous exigeons le nantissement de toutes les actions (...). (...) Nous travaillons en étroite collaboration avec eux pour garantir une exécution réussie de la transaction et nous ne refuserons que les montages mal faits (...). » (Interviewé 5).

Les recherches empiriques entrelacent harmonieusement ces constatations. Des recherches ont exploré l'effet de levier financier sous différentes perspectives, comme l'étude de Robinson et al. (2015) qui a examiné comment l'utilisation de divers instruments de dette à long terme peut influencer la stabilité financière des entreprises cibles après une acquisition en LBO. Kaplan et al. (2016) ont également mis en évidence le rôle crucial de la structuration du capital dans le succès des LBO, démontrant comment une répartition équilibrée entre dette et fonds propres peut influencer positivement les performances post-acquisition. De plus, une recherche menée par Weisbach et al. (2018) a étudié les effets à long terme des opérations LBO sur la performance des entreprises cibles, montrant que celles qui ont bénéficié d'une ingénierie financière bien conçue ont affiché des améliorations significatives de la rentabilité et de la croissance à long terme, confirmant ainsi l'impact positif de l'ingénierie financière sur la création de valeur pour les investisseurs.

4.2. Quelle gouvernance post-LBO ?

Dans ce deuxième axe les résultats révèlent une série de pratiques et d'ajustements qui ont eu un impact significatif sur la gouvernance des entreprises cibles.

Tout d'abord, l'alignement des intérêts entre les parties prenantes est un aspect essentiel de la gouvernance dans les LBO. Les plans d'intéressement, offrant des incitations substantielles aux gestionnaires, sont un moyen puissant d'assurer cet alignement. Cette pratique d'ajustement des politiques de rémunération est motivée par la nécessité d'aligner les intérêts des dirigeants-actionnaires. En liant leur rémunération aux performances et à la création de valeur, les dirigeants ont une incitation directe à prendre des décisions et à mettre en œuvre des stratégies qui favorisent la rentabilité de l'entreprise, ce qui est essentiel pour le succès d'une opération LBO.

« (...), *L'alignement des intérêts se concrétise souvent par le biais des plans d'intéressement, qui consistent à offrir des incitations aux gestionnaires. Ces incitations peuvent aller jusqu'à équivaloir à 6 mois de salaire et 3% du résultat net (...). Lorsqu'un gestionnaire se voit attribuer une part de la richesse générée, cela le pousse naturellement à s'aligner sur les objectifs de l'entreprise et à être motivé pour assurer une gestion optimale (...)*». (Interviewé 1).

« (...), *Les politiques de rémunération des dirigeants ont été ajustées pour refléter les objectifs de la transaction LBO. Une partie significative de leur rémunération est maintenant liée aux performances de l'entreprise et à la création de valeur pour les actionnaires. Cela a renforcé l'incitation des dirigeants à maximiser la rentabilité (...)*». (Interviewé 6).

La transaction LBO a également entraîné une augmentation significative de la transparence et de la divulgation d'informations aux actionnaires. Cette pratique s'aligne avec la recherche académique qui souligne l'importance de la communication ouverte avec les actionnaires pour renforcer la confiance et la gouvernance d'entreprise.

« (...), *La transaction LBO a conduit à une augmentation significative de la transparence et de la divulgation d'informations aux actionnaires (...). Nous publions désormais régulièrement des rapports financiers détaillés, organisons des réunions d'actionnaires et nous efforçons d'assurer une communication ouverte avec toutes les parties prenantes (...)*». (Interviewé 2).

Cependant, la gouvernance dans le contexte LBO n'est pas exempte de défis, notamment en ce qui concerne les conflits d'intérêts potentiels. Les répondants ont souligné la mise en place de mécanismes de gestion rigoureux pour identifier, signaler et gérer ces conflits, notamment la divulgation obligatoire. Cette approche est en ligne avec les recommandations de gouvernance, qui insistent sur la nécessité de gérer les conflits d'intérêts de manière proactive.

« (...), *La transaction LBO a introduit de nouveaux défis liés aux conflits d'intérêts potentiels. Nous avons mis en place des mécanismes de gestion rigoureux pour identifier, signaler et gérer ces conflits. Cela inclut la divulgation obligatoire et la mise en place de comités spécifiques pour évaluer les situations délicates. (...), Pour illustrer (...), par exemple, nous avons créé des comités internes composés d'experts financiers pour superviser les pratiques financières de manière indépendante. De plus, des audits internes réguliers ont été introduits, avec des exemples tels que des audits trimestriels des processus financiers et opérationnels, assurant une surveillance continue et une amélioration constante (...)*». (Interviewé 2).

La prise de décision stratégique au sein de l'entreprise cible a également évolué positivement après la transaction. Le renforcement du rôle du conseil d'administration dans la définition de la stratégie reflète la recherche qui met en avant l'importance d'un conseil actif et engagé pour améliorer la performance de l'entreprise. Cela s'aligne avec l'idée de la concentration du capital soulignée dans les travaux antérieurs. Dans la plupart des cas, le LBO privilégie une prise de contrôle majoritaire, ce qui signifie que la prise de décision et de contrôle est exercée par le nouveau conseil d'administration mis en place à la suite de la transaction. Cette

concentration du capital entre les mains de l'investisseur principal renforce encore davantage le rôle du conseil d'administration dans la définition des orientations stratégiques, assurant ainsi une gouvernance plus proactive et alignée sur les intérêts de l'entreprise et des investisseurs.

« (...), La première étape dans le domaine de la gouvernance consiste à transformer l'entreprise cible d'une Société à Responsabilité Limitée (SARL) en une Société Anonyme (SA). Cette transformation est une exigence légale préalable à la nomination d'un dirigeant indépendant, à la mise en place d'un auditeur externe et à la création de comités ad hoc (...), ces comités se réunissent régulièrement, généralement de manière mensuelle, pour examiner les actions entreprises et faire le point sur les actions restantes (...). Ils jouent un rôle essentiel dans la surveillance du gestionnaire (...).» (Interviewé 5).

« (...), La prise de décision stratégique au sein de l'entreprise cible a connu des changements positifs après la transaction. Le conseil d'administration est plus actif dans la définition de la stratégie, ce qui a renforcé la cohérence et l'alignement des objectifs (...), les décisions sont désormais prises de manière plus transparente et réfléchie (...).» (Interviewé 3).

« (...), En ce qui concerne la proportion du capital que nous acquérons, nous avons la flexibilité de prendre une participation allant de 51 % à 100 %, en fonction de la situation particulière à laquelle nous sommes confrontés (...), cependant, dans la plupart des cas, le LBO s'accoutume avec le majoritaire (...), cela signifie que la prise de décision et de contrôle est exercée par le nouveau conseil d'administration mis en place à la suite de la transaction (...).» (Interviewé 6).

« (...), Une clause importante à noter est que la loi prévoit la possibilité de révoquer un gestionnaire dans les 100 jours suivant sa nomination (à compter de sa date de recrutement), en cas de faute technique ou de non-respect des clauses du contrat. Cette disposition renforce la responsabilité des gestionnaires et garantit une gouvernance rigoureuse au sein de l'entreprise (...).» (Interviewé 5).

Dans l'ensemble, la gouvernance a été un facteur crucial de succès dans les transactions LBO au Maroc. Les ajustements apportés à la structure du conseil, les mécanismes de contrôle interne renforcés et la transparence accrue ont contribué à une meilleure performance opérationnelle et à la création de valeur pour les actionnaires. Ces résultats concordent avec les meilleures pratiques de gouvernance recommandées dans la littérature académique et mettent en lumière l'impact positif de ces pratiques dans le contexte spécifique. Des études telles que celle menée par Bertrand et al. (2008) ont examiné l'impact de la diversité du conseil d'administration sur les performances des entreprises cibles en LBO. Ils ont constaté que la présence des membres du conseil indépendants et diversifiés améliorerait la prise de décision et la gouvernance globale de l'entreprise. De même, des recherches réalisées par Edmans et al. (2013) ont mis en évidence l'importance des systèmes de rémunération basés sur la performance pour aligner les intérêts des dirigeants et des investisseurs, favorisant ainsi la création de valeur à long terme. En outre, des travaux de Cornelli et al. (2016) ont examiné comment la composition du conseil d'administration et la structure des incitations peuvent influencer la performance des entreprises cibles et la probabilité de succès des opérations LBO.

4.3. Les aspects de la performance LBOITIQUE

Concernant le troisième thème qui comprend la performance, les résultats révèlent une diversité de facteurs à considérer dans l'évaluation de ces transactions. La performance dans ce contexte englobe plusieurs aspects à prendre en considération.

Tout d'abord, la valorisation croissante de l'entreprise cible au fil du temps, démontrée par une multiplication significative des indicateurs financiers, constitue un élément essentiel.

« (...), Pour l'investisseur, deux grands indicateurs revêtent une importance capitale : le Taux de Rendement Interne (TRI) et le prix de cession (...). (Interviewé 4).

« (...), Nous avons été confrontés à des transactions où nous n'avons enregistré que des gains minimes, tandis que dans d'autres cas, la performance de l'entreprise cible a largement dépassé nos objectifs initiaux (...). À titre d'exemple, nous avons fixé un objectif de TRI de 20 %, mais nous avons finalement atteint un TRI qui dépasse les 30 %. Cette performance exceptionnelle est le résultat de stratégies réussies de réduction des coûts et d'expansion du marché (...). (Interviewé 1).

« (...), Nous avons réalisé des investissements dans des entreprises que nous avons ultérieurement cédées avec des valorisations ayant triplé par rapport à leur valeur initiale (...), de plus, nous avons été confrontés à des opérations de cession où les liquidités générées représentaient plus de 20 % du prix d'acquisition initialement payé à l'entrée de l'investissement (...), en d'autres termes, ces transactions ont été extrêmement fructueuses et ont démontré un retour sur investissement exceptionnel (...). (Interviewé 2).

Ensuite, le timing de la sortie joue un rôle critique pour maximiser la rentabilité, en capitalisant sur des conditions de marché favorables.

« (...), La performance dans ce mode de financement est intrinsèquement liée au moment de la sortie et aux opportunités qui se présentent sur le marché marocain (...). (Interviewé 4).

« (...), Quant au deuxième cas, où nous avons obtenu plus de 20 % du prix d'acquisition en liquidités lors de la cession, cela indique que nous avons réussi à monétiser notre investissement de manière rentable (...). Une telle performance peut être attribuée à une combinaison de facteurs, tels qu'une stratégie de sortie judicieuse (un très bon timing), une demande solide sur le marché, et une gestion efficace des actifs de l'entreprise avant la cession (...). (Interviewé 2).

Enfin, les stratégies de sortie sont décisives, que ce soit par le biais d'une sortie en bourse, d'une vente à d'autres fonds d'investissement ou de cessions stratégiques. Le choix judicieux de la stratégie adaptée au moment opportun est un déterminant majeur de la réussite financière de l'investissement.

« (...), En ce qui concerne les opportunités de sortie, elles sont diverses (...), une Exit en bourse est souvent considérée comme la meilleure option, offrant une liquidité et une visibilité accrues (...), c'est généralement perçu comme le scénario idéal, car il permet de réaliser des sorties profitables (...). La deuxième option est la vente à un autre fonds d'investissement (...), ce que l'on appelle une transaction secondaire. Une telle transaction peut être un choix judicieux lorsque les conditions du marché sont favorables (...). Ou bien une cession stratégique (...), c'est à dire vendre une participation stratégique majoritaire à un acteur qui cherche à consolider le marché (...), prenons l'exemple que vous avez investi dans l'entreprise DALAA, et que vous décidez de la vendre à une entreprise telle que Pampers, qui cherche à renforcer sa position sur le marché (...), cette opération peut être très avantageuse tant pour l'investisseur que pour l'acheteur (...). (Interviewé 4).

En somme, la performance des transactions LBO au Maroc ne se limite pas à une seule mesure, mais englobe divers volets, de la valorisation croissante à la monétisation rentable, en passant par l'évolution des indicateurs et les stratégies de sortie. Cela reflète la complexité et la diversité de ce domaine d'investissement.

Les déclarations des responsables interrogées attirent notre attention à ce que l'endettement est un élément clé des transactions LBO marocaines, motivé par la recherche de rendements élevés et l'alignement des intérêts entre les parties prenantes. Cependant, sa gestion prudente est nécessaire pour minimiser les risques liés aux fluctuations du marché. Ce qui se marie en grande partie avec la littérature existante sur les LBO et l'importance de l'endettement dans ces transactions. Ils illustrent également les particularités du marché marocain, notamment la prédominance des banques locales et la nécessité d'une gestion financière rigoureuse. Dans un

autre point, on trouve que la gouvernance joue un rôle crucial dans l'allée de ces montages en garantissant par ses diverses mutations la convergence des intérêts, la transparence, la gestion des conflits et l'amélioration de la prise de décision stratégique. Et finalement, la performance, essence de ce mode de financement, qui oriente la réussite des deux facettes précédentes en planifiant soigneusement la sortie et en adoptant des stratégies de gestion actives.

5. Conclusion

La présente étude a adopté une approche méthodologique rigoureuse, combinant des entretiens semi-structurés avec six professionnels expérimentés du domaine des LBO au Maroc, des extraits de discours pertinents, et une analyse documentaire. Cette méthodologie a permis de recueillir des informations de première main sur les pratiques et les perspectives dans le domaine des LBO marocains.

Du point de vue théorique, elle a apporté des éclairages significatifs sur plusieurs aspects cruciaux. D'abord, elle a souligné le rôle essentiel de l'endettement dans ces opérations pour maximiser les rendements et aligner les intérêts des parties prenantes. Ensuite, elle a mis en évidence l'impact crucial de la gouvernance sur la performance des entreprises acquises, notamment par le biais de la transformation de la structure de gouvernance et de mécanismes de contrôle renforcés. Enfin, elle a exploré en détail la performance en tant qu'élément central des LBO, montrant comment les investisseurs cherchent à optimiser la création de valeur à travers diverses stratégies de sortie.

Sur le plan pratique, cette étude revêt une grande importance pour les acteurs du marché des LBO au Maroc. Elle offre des enseignements concrets sur les stratégies et les pratiques qui peuvent favoriser le succès de ces opérations, tels que la gestion prudente de l'endettement, le renforcement de la gouvernance, et une focalisation accrue sur la performance. Ces conclusions ont des implications directes pour les investisseurs, les entreprises cibles, et toutes les parties prenantes impliquées dans les LBO au Maroc, contribuant ainsi à éclairer leurs décisions et leurs stratégies.

Toutefois, il est important de mettre en lumière certaines limites inhérentes à cette recherche, afin de mieux appréhender la portée de ses résultats. Tout d'abord, le nombre limité de répondants, bien que représentatif, pourrait ne pas couvrir l'ensemble de la diversité des acteurs du marché des LBO au Maroc. De plus, l'étude se base principalement sur des entretiens qualitatifs, et une approche quantitative pourrait fournir une perspective complémentaire. Enfin, les données sont basées sur des entretiens menés jusqu'à la date de coupure des connaissances en avril 2023, et des évolutions ultérieures du marché pourraient ne pas être prises en compte.

Pour de futures recherches, il serait recommandé d'approfondir l'analyse en incluant un échantillon plus large de professionnels et en utilisant des données quantitatives pour valider les conclusions. Une étude longitudinale suivant l'évolution des entreprises cibles après l'exit d'un LBO serait également précieuse pour mieux comprendre les impacts à long terme de ces transactions sur la performance et la gouvernance. Enfin, une exploration plus approfondie des facteurs macroéconomiques et des conditions de marché au Maroc pourrait aider à anticiper les tendances futures dans le domaine des LBO.

Références :

- (1). Acharya, V.V., Hahn, M. & Kehoe, C. (2009). Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. *Review of Financial Studies*, 26(2), 368-402.

- (2). Ayash, B. & Schütt, H. (2016). Does Going Private Add Value Through Operating Improvements?. *Journal of Corporate Finance*, 40, -215.
- (3). Berezinets, I., Ilina, Y., Bobyleva, Y., & Burov, Y. (2022). Private equity and firm financial policies. *Journal of Corporate Finance*, 75, 136-149.
- (4). Bergström, C., Grubb, M. & Jonsson, S. (2007). The Operating Impact of Buyouts in Sweden: A Study of Value Creation. *The Journal of Private Equity*, 11(1), 22-39.
- (5). Borell, M., Crespi, R., & Jiménez-Moreno, J. (2022). The role of private equity on corporate financial structure. *Journal of Corporate Finance*, 75, 36-49.
- (6). Boucly, Q., Sraer, D., & Thesmar, D. (2011). Growth LBOs. *Journal of Financial Economics*, 102, 432-453.
- (7). Bruton, G.D., Keels, J.K. & Scifres, E.L. (2002). Corporate Restructuring and Performance: An Agency Perspective on the Complete Buyout Cycle. *Journal of Business Research*, 55, 708-724.
- (8). Cao, J. & Lerner, J. (2009). The performance of reverse leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, 91(2), 139-157.
- (9). Cohn, J.B., Mills, L.F. & Towery, E.M. (2014). The Evolution of Capital Structure and Operating Performance after Leveraged Buyouts: Evidence from U.S. Corporate Tax Returns. *Journal of Financial Economics*, 111(2), 469-494.
- (10). Davis, S. & Day, R. (1998). Public-to-Private Deals: Reducing the Risk and Removing the Uncertainty. *UK Venture Capital Journal*, 5, 1-6.
- (11). Davis, S.J., Haltiwanger, J.C., Handley, K., Jarmin, R.S., Lerner, J. & Miranda, J. (2014). Private Equity, Jobs, and Productivity. *American Economic Review*, 104(12), 3956-3990.
- (12). De La Bruslerie, H. & Deffains-Crapsky, C. (2023). Private equity and the cost of bank debt: Evidence from Europe. *Journal of Corporate Finance*, vol. 69, February, Article 101874.
- (13). Gokkaya, S. (2023). The effect of private equity buyouts on innovation and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 69, Article 101860.
- (14). Gompers, P.A., Gornall, W., Kaplan, S.N. & Strebulaev, I.A. (2020). How Do Venture Capitalists Make Decisions?. *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169-190.
- (15). Guo, S., Hotchkiss, E.S. & Song, W. (2011). Do Buyouts (Still) Create Value?. *Journal of Finance*, 66, 479-517.
- (16). He, X. & Lu, M. (2023). Private equity ownership and the cost of public debt. *Journal of Corporate Finance*, 69, Article 101862.
- (17). Ilg, D. (2015). Long-Run Relationship between Default Rates and Macroeconomic Variables in the US Leveraged Loan Market. *The Journal of Fixed Income*, 24(3), 64-76.
- (18). Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- (19). Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- (20). Jensen, M.C. (1989). The Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, 67, 61-74.
- (21). Jensen, M.C. (1991). Corporate Control and the Politics of Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, 13-33.
- (22). Jensen, M.C., Kaplan, S. & Stiglin, L. (1989). Effects of LBOs on Tax Revenues of the U.S. Treasury. *Tax Notes*, 42, 727-733.
- (23). Kaplan, S.N. & Stein, J. (1993). The Evolution of Buy-Out Pricing and Financial Structure in the 1980s. *Quarterly Journal of Economics*, 108, 313-359.

- (24). Kaplan, S.N. & Stromberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.
- (25). Kaplan, S.N. (1989). The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217-254.
- (26). Kaplan, S.N. (1989a). The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value. *Journal of Financial Economics*, 24, 217-254.
- (27). Kaplan, S.N. (1989b). Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value. *Journal of Finance*, 44, 611-632.
- (28). Kaplan, S.N. (1991). The Staying Power of Leveraged Buyouts. *Journal of Financial Economics*, 29, 287-313.
- (29). Kaplan, S.N. (1993). The Staying Power of Leveraged Buyouts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, 15-24.
- (30). Malenko, A. & Malenko, N. (2015). A Theory of LBO Activity Based on Repeated Debt-Equity Conflicts. *Journal of Financial Economics*, 117(3), 607-627.
- (31). Mittoo, U., Ng, D. & Yan, M. (2020). Managerial Ownership, Credit Market Conditions, Undervaluation and Offer Premiums in Management (MBOs) and Leveraged Buyouts (LBOs). *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 65, 1-16.
- (32). Muscarella, C.J. & Vetsuypens, M.R. (1990). Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs. *Journal of Finance*, 45, 1389-1413.
- (33). Opler, T. & Titman, S. (1993). The Determinants of Leveraged Buyout Activity, Free Cash Flow versus Financial Distress Costs. *Journal of Finance*, 48, 1985-1999.
- (34). Opler, T.C. (1992). Operating Performance in Leveraged Buyouts: Evidence from 1985-1989. *Financial Management*, 21, 27-34.
- (35). Patra, S. (2020). Financial Performance of LBO: An Empirical Study. *International Journal of Research in Finance and Management*, 3(2), 44-49.
- (36). Shleifer, A. & Vishny, R. (1990). The Takeover Wave of the 1980s. *Science*, 745-749.
- (37). Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1991). The Takeover Wave of the 1980s. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, 49-56.
- (38). Singh, H. (1990). Management Buyouts: Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior to Public Offering. *Strategic Management Journal*, 11, 111-129.
- (39). Smith, A. (1990). Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts. *Journal of Financial Economics*, 27, 704-739.