



HAL
open science

Trois essais sur le capital-investissement

Andrey Astashov

► **To cite this version:**

Andrey Astashov. Trois essais sur le capital-investissement. Gestion et management. Université de Lyon, 2017. Français. NNT : 2017LYSE2143 . tel-01828766

HAL Id: tel-01828766

<https://theses.hal.science/tel-01828766>

Submitted on 3 Jul 2018

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.



UNIVERSITÉ
LUMIÈRE
LYON 2

N° d'ordre NNT : 2017LYSE2143

THESE de DOCTORAT DE L'UNIVERSITÉ DE LYON

Opérée au sein de

L'UNIVERSITÉ LUMIÈRE LYON 2

École Doctorale : ED 486 Sciences Économique et de Gestion

Discipline : Sciences de gestion

Soutenue publiquement le 18 décembre 2017, par :

Andrey ASTASHOV

**Three Essays on Private Equity/
Trois essais sur le capital-
investissement**

Devant le jury composé de :

Anne-Laure LE NADANT, Professeure des universités, Université Rennes 2, Présidente

Philippe DESBRIERES, Professeur des universités, Université de Bourgogne, Rapporteur

Nicolas AUBERT, Professeur des universités, iAE Aix-Marseille, Rapporteur

Aurélien SANNAJUST, Maîtresse de conférences HDR, Université Jean Monnet Saint Etienne, Examinatrice

Laurent VILANOVA, Professeur des universités, Université Lumière Lyon 2, Directeur de thèse

Contrat de diffusion

Ce document est diffusé sous le contrat *Creative Commons* « [Paternité – pas d'utilisation commerciale - pas de modification](#) » : vous êtes libre de le reproduire, de le distribuer et de le communiquer au public à condition d'en mentionner le nom de l'auteur et de ne pas le modifier, le transformer, l'adapter ni l'utiliser à des fins commerciales.

Résumé

La nature des opérations de capital-investissement (private equity)

Le *private equity* (appelé communément capital-investissement en France) consiste à prendre des participations majoritaires ou minoritaires dans le capital de sociétés. Principalement issues de particuliers et d'institutions, les sociétés de *private equity* accumulent et gèrent les fonds (généralement avec un horizon d'investissement de quatre à sept ans) afin de produire des rendements favorables pour leurs clients actionnaires¹. Ces fonds peuvent être utilisés pour l'achat d'actions de sociétés privées, ou d'entreprises cotées en bourse qui vont être retirées de la cote dans le cadre d'une opération de privatisation. Doté d'expertises dans plusieurs domaines et d'un réseau de partenaires important, le *private equity* participe en effet fortement à la croissance des entreprises. Ceci le distingue ainsi des autres investissements traditionnels ou alternatifs comme les *hedge funds* (Metrick et Yasuda, 2011).

Contrairement aux entreprises cotées qui ont l'obligation de présenter des rapports financiers réguliers, les entreprises non cotées transmettent peu d'informations au public et donc au *private equity*. Il existe alors une plus grande asymétrie d'informations pour ces investisseurs. Parce que le *private equity est généralement impliqué* de manière active dans la gouvernance des entreprises de leurs portefeuilles et dans leur gestion, la grande asymétrie d'informations est donc réduite comme le suggèrent Metrick et Yasuda, (2011) : « À l'exception des détenteurs des grands parties du capital qui obtiennent les sièges aux conseils d'administration, la capacité des investisseurs dans les compagnies cotées à influencer la gestion dans les compagnies financées est très limitée. En revanche, les investisseurs en *private equity* conditionnent souvent leurs investissements sur des provisions contractuelles, telles que les sièges au conseil, les droits de veto et les divers droits de contrôle de contingence, qui leur permettent d'influencer la gestion pendant qu'ils détiennent leurs investissements » (Metrick et Yasuda, 2011).

L'offre de capital pour le *private equity* est assurée par des banques, des sociétés, des fonds de pension et d'autres investisseurs. Le montant croissant des investissements réalisés par les investisseurs privés a suscité un intérêt considérable relatif à l'évaluation de l'impact

¹ <http://www.investopedia.com>

qu'ont ces investissements sur la performance économique des entreprises. Plus précisément, il existe une préoccupation croissante quant à l'effet des transactions de *private equity* sur la gouvernance, la productivité et l'emploi dans les entreprises acquises.

L'industrie du *private equity* est généralement structurée en deux formes : le capital-risque (« *venture capital* ») et le rachat avec effet de levier (« *leveraged buyout* » ou LBO). Le capital-risque est un investissement sur le long terme par des investisseurs professionnels dans des *start-ups* ou *jeunes entreprises* à fort potentiel de croissance (souvent dans le secteur technologique). Leur objectif est de réaliser une plus-value à moyen terme et d'acquérir un rendement en dividendes (Wright et Robbie, 1998). Ces investisseurs en *private equity* sont généralement impliqués dans la détermination des stratégies des entreprises ciblées, ainsi que dans la recherche de ressources financières supplémentaires ou encore de ressources humaines compétentes (Botazzi et Da Rin, 2002). Pour les *jeunes entreprises* ayant un accès limité aux marchés de capitaux et au réseau de partenaires, le capital-risque est une source essentielle de ressources et de croissance.

Dans le cadre d'un rachat à effet de levier ou LBO, une entreprise est acquise par une firme d'investissement spécialisée en utilisant une partie relativement faible des capitaux propres et une partie relativement importante du financement par emprunt extérieur (Kaplan et Stromberg, 2009). Dans une transaction LBO typique, l'entreprise de *private equity* achète le contrôle majoritaire d'une entreprise existante. Cet aspect est distinct des firmes de capital-risque qui investissent dans des entreprises jeunes ou émergentes où ils n'obtiennent généralement pas le contrôle majoritaire.

Si le risque est généralement important pour les investisseurs en *private equity*, les rendements sont quant à eux, considérablement élevés, puisque les entreprises qui obtiennent des investissements de la part des *private equity* ont une croissance qui surperforme celle de leur secteur (*e. g.*, Kaplan et Schoar, 2005).

Depuis les années 1970, le marché du *private equity* s'est considérablement développé en particulier pour les investissements en capital-risque et en LBO. En Europe, la collecte de fonds totale a atteint un niveau historiquement élevé avec 73,8 milliards d'euros (en augmentation de 37% par rapport à l'année 2015). Le montant total des capitaux investis de *private equity* dans les entreprises européennes est, quant à lui, resté stable par rapport à 2015

à 52,5 milliards d'euros. Environ un tiers de ce montant a été investi dans le cadre de transactions transfrontalières. Si le nombre de compagnies ayant reçu des investissements de *private equity* a diminué de 8% pour s'établir à un peu moins de 6 000 sociétés, dont 83% sont PME²³, les investissements de capital-risque ont augmenté de 2% pour s'établir à 4,3 milliards d'euros par rapport à 2015.

Le secteur des nouvelles technologies d'informations et de communications est le secteur le plus important (il représente à lui-seul 44% de l'investissement total en capital-risque), suivi de l'industrie des biotechnologies et de la santé (27%) puis de la consommation de biens et services (9%). En revanche les investissements en LBO ont diminué de 3% en 2016 par rapport à 2015, soit 36,5 milliards d'euros. La plupart de ces LBO se sont concentrés dans le secteur de la consommation (32%), des produits et des services commerciaux (22%), des communications (16%) et des biotechnologies et de la santé (10%)⁴.

Globalement, en 2016, environ 20% des opérations LBO en termes de valeur globale représentaient les transactions de privatisation (« *public-to-private transactions* » ou PTP)⁵. L'Association Européenne de private equity et de capital-risque (*European Private Equity and Venture Capital Association*, ou EVCA) définit la transaction de privatisation (*public-to-private* ou PTP) comme « *une transaction impliquant une offre pour l'intégralité du capital social d'une entreprise ciblée par une nouvelle société et la réinscription subséquente de cette entreprise ciblée en tant qu'entreprise privée. Les actionnaires de la nouvelle société comprennent habituellement les membres de la société cible et les fournisseurs de private equity. Le financement supplémentaire de l'offre est normalement fourni par d'autres fournisseurs d'emprunts* ». Renneboog et Simons (2008) notent que la plupart des transactions de PTP sont financées par des emprunts largement supérieurs à la moyenne de l'industrie et sont donc des rachats à effet de levier (LBO).

Dès lors, de nombreux auteurs et praticiens portent un intérêt considérable de l'impact de l'industrie du capital-investissement sur le développement économique (*e. g.*, The Global Economic Impact of Private equity Report 2008). En outre, un nombre croissant de recherches s'intéressent à la performance des entreprises soutenues par le *private equity* et le processus

² Petite et moyenne entreprise.

³ <https://www.investeurope.eu/media/651727/invest-europe-2016-european-private-equity-activity-final.pdf>

⁴ [https://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/investments-\(2016\)](https://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/investments-(2016))

⁵ <https://www.preqin.com/docs/press/Buyout-Deals-2016.pdf>

de restructuration causé par la participation des investisseurs *private equity*. *Les résultats sont néanmoins* contradictoires concernant l'impact du *private equity* sur le développement des entreprises ciblées et des différentes parties prenantes. Par exemple, Stromberg (2007) montre deux opinions opposées sur les résultats financiers et la structure des entreprises acquises. La première donne une vision positive de la structure organisationnelle installée par le *private equity* en argumentant que les capital-investisseurs créent de la valeur en améliorant la gestion des entreprises et en contribuant à l'expertise financière et opérationnelle des sociétés qui composent leur portefeuille. *A contrario*, les caractéristiques de levier des transactions en *private equity* empêchent les investissements et augmentent le risque de faillite (*e. g.*, Zahra et Fescina, 1991, Stromberg, 2007).

Ces critiques à l'égard de l'industrie du *private equity* et des LBOs ont été soulevées en particulier dans les médias et la politique. Le Parlement Européen a en effet émis plusieurs accusations envers des entreprises de PE : la saisie d'actifs et le profit de la revente des actifs sur des courtes périodes (retournement d'actifs) ; l'instauration d'une restructuration dans les entreprises qui a un impact négatif sur l'emploi et la rémunération des salariés ; l'utilisation d'effet de levier et de *holdings offshore* pour réduire les charges fiscales, ce qui expliquerait la performance supérieure de ce type d'investissement (Groupe PSE du Parlement européen, 2007). Ces critiques ignorent cependant un grand nombre de recherches portant sur les solides contributions du capital-investissement sur la performance économique et financière des entreprises composant le portefeuille des sociétés de PE.

Les effets sur la performance et la gouvernance des investissements en private equity

La plupart des chercheurs s'accordent à dire que les investissements en *private equity* améliorent la performance financière des sociétés acquises (Desbrieres et Schatt, 2002 ; Cumming et al., 2007; Kaplan et Stromberg, 2009). Ces transactions peuvent impliquer la privatisation d'une société cotée (PTP), les rachats divisionnaires où une division d'une société est acquise (« *divisional buyouts* » ou DBO) ou des transactions privées-privées où une entreprise privée entière est achetée. En général, les recherches exploitent à la fois les rendements actionnariaux et les résultats comptables et montrent que les rachats génèrent des rendements financiers importants. Cette section fournit des arguments expliquant la performance de l'entreprise soutenue par le *private equity*. Plusieurs auteurs montrent que la

performance supérieure est liée au suivi actif par les entreprises de *private equity*, par l'amélioration des mécanismes de gouvernance ou aux transferts de richesse vers d'autres parties prenantes.

Certains chercheurs affirment en effet qu'une entreprise ciblée peut transférer de la richesse aux actionnaires par une augmentation inattendue du risque de projets d'investissement, par une augmentation importante des paiements de dividendes ou par une émission inattendue de dette d'ancienneté supérieure (Renneboog et Simons, 2008). Dans une transaction de privatisation (PTP) qui se réalise habituellement à travers un LBO, ce mécanisme peut conduire à une expropriation substantielle des avoirs des détenteurs d'obligations. Warga et Welch (1993) constatent que les détenteurs d'obligations perdent environ 5% du gain moyen des porteurs d'actions après une annonce de LBO.

Outre les détenteurs d'obligations, d'autres parties prenantes peuvent également être touchées par une restructuration dans les périodes post-LBO. Les employés peuvent aussi être licenciés ou leurs salaires peuvent être révisés suite à une transaction impliquant un changement de propriété (Shleifer et Summers, 1988). Les résultats de Renneboog et Simons (2008) montrent que cela est particulièrement vrai dans le cadre des prises de contrôle hostiles. Kaplan (1989 [a]) trouve des preuves d'une chute de l'emploi dans les transactions en MBO (« *Management buyout* »)⁶ au Royaume-Uni (la variation médiane est égale à 0,9%) et particulièrement en période post-rachat en raison de désinvestissements. Pour un sous-échantillon d'entreprises qui ne connaissent pas les retraits après le rachat, le taux d'emploi augmente même légèrement, mais la variation ajustée de l'emploi dans l'industrie est toujours négative. Fait intéressant, Boucly et al. (2011) qui étudient les données françaises sur les LBO⁷ font état d'une croissance de l'emploi (vis-à-vis des entreprises comparables). En ce qui concerne la réduction des salaires, en se basant sur l'étude d'un échantillon de 1 350 LBO au Royaume-Uni, Amess et Wright (2007) trouvent que la croissance des salaires des entreprises ciblées est plus faible que dans les entreprises n'ayant pas fait l'objet d'un LBO. Ainsi, l'hypothèse selon laquelle la rentabilité des entreprises soutenues par LBO est due aux transferts des parties prenantes est partiellement confirmée.

⁶ Le MBO (« *Management buyout* ») désigne un type particulier de LBO où les acquéreurs font partie de l'encadrement (« *management* »).

⁷ L'échantillon contient tous les types de LBOs, pas seulement les transactions PTP ; la plupart des entreprises ciblées dans l'échantillon sont les compagnies privées.

Les incitations fiscales résultant des transactions en *private equity* peuvent également représenter un avantage important pour les entreprises ciblées. Kaplan (1989 [b]) montre deux façons dont l'entreprise rachetée *via* un LBO peut bénéficier de la réduction d'impôt. Tout d'abord, la dette utilisée pour financer un LBO entraîne des paiements d'intérêts élevés qui réduisent le revenu imposable. Ainsi, le montant des paiements de la dette associés au rachat multiplié par le taux d'imposition donne la valeur du bénéfice de la hausse des déductions d'intérêts. Une autre façon de profiter des avantages fiscaux disponibles après la décision de rachat est d'augmenter la base d'imposition de la société acquise. La société acquise peut revoir la valeur de ses actifs et utiliser la somme de la valeur des capitaux propres acquis. Par conséquent, une base d'imposition plus élevée générera des dépréciations plus élevées. Kaplan (1989 [b]) constate que l'estimation de l'emprunt supérieur des avantages fiscaux de valeur peut atteindre 143% de la prime versée aux actionnaires précédant le rachat.

Kaplan (1989 [b]) analyse également la relation entre la déduction fiscale et la prime payée pour privatiser une compagnie. Selon l'hypothèse de l'auteur, les actionnaires peuvent anticiper l'annonce de rachat ainsi que les avantages fiscaux disponibles pour les acheteurs potentiels. Par conséquent, ces anticipations devraient être incorporées dans le montant payé pour acheter la société ciblée. L'analyse de la régression où la variable dépendante est la prime ajustée selon le marché montre que le coefficient des déductions fiscales est très significatif, ce qui confirme l'hypothèse du chercheur.

Certains chercheurs soulignent en outre les effets d'intensification du risque des transactions de *private equity*. Par exemple, l'augmentation des niveaux d'endettement peut entraîner un risque accru de détresse financière et de faillite (*e. g.*, Kaplan et Stein, 1993), ce qui nuit aux autres actionnaires et créanciers. Par extension, les investisseurs *private equity* peuvent transférer la valeur du « système financier » dans son ensemble, car les hausses des taux de faillite sont susceptibles d'avoir une incidence négative sur les institutions financières qui fournissent un financement de transaction (Tykvova et Borell, 2012).

Contrairement aux critiques susmentionnées, certains chercheurs ont mis en évidence les effets positifs du capital-investissement. Par exemple, Jensen (1986; 1989) soutient que le modèle de gouvernance en LBO est une solution efficace aux problèmes d'agence. Plusieurs mécanismes appliqués par les investisseurs *private equity* dans les opérations LBO permettent en effet de réduire les coûts de l'agence dans les entreprises acquises : le réalignement des

incitations des gestionnaires avec les intérêts des actionnaires, la réduction des flux de trésorerie disponibles et le contrôle plus strict.

La question de la gouvernance d'entreprise concerne principalement la création de dispositifs d'incitation et de contrôle pour s'assurer que les gestionnaires utilisent les ressources des entreprises dans l'intérêt de leurs propriétaires et poursuivent la maximisation de la valeur (Wright et al., 2009). La structure de propriété diffusée des entreprises cotées, tout en permettant de répartir efficacement les risques, n'est pas propice au suivi efficace des gestionnaires, car il peut y avoir des activités de passager clandestin (« *free-rider* ») (Jensen et Meckling, 1976; Fama et Jensen, 1983). L'hypothèse de réaligement des incitations stipule que la réunification de la propriété et du contrôle dans l'entreprise post-rachat améliorera les incitations à la gestion. Le meilleur réaligement du comportement managérial avec les intérêts des actionnaires est habituellement assuré par le système de rémunération appliqué par les sociétés de capital-investissement. Ce système implique que la possession d'une partie du capital par les gestionnaires devrait constituer un outil efficace qui stimule les gestionnaires pour des efforts plus élevés et pour moins de consommation de bénéfices privés⁸. Cette hypothèse est soutenue par de nombreux résultats empiriques. Par exemple, Kaplan (1989 [a]) constate que la part de la haute direction dans les capitaux propres de l'entreprise augmente après la décision de MBO⁹ (MBO représente le type de LBO où les managers ciblent leurs entreprises). De même, Halpern et al. (1999) montrent que les entreprises impliquées dans les LBO de PTP ont une propriété d'actions plus élevée que celles impliquées dans les acquisitions traditionnelles de sociétés cotées. Baker et Wruck (1990) montrent également que la possession d'une plus large partie du capital par certains actionnaires augmente les incitations des gestionnaires.

L'hypothèse des flux de trésorerie disponibles (« *free cash-flow* ») montre une autre façon de réduire les coûts d'agence, en particulier dans le cas de transactions PTP. Le *free cash-flow* est un flux de trésorerie supérieur à celui requis pour financer des projets avec une valeur actuelle nette positive. Cet excédent de trésorerie est plus susceptible d'être trouvé dans des entreprises matures et riches en devises avec peu d'options de croissance (Wright et al., 2009). Lorsqu'il y a des problèmes d'agence, les gestionnaires qui ne possèdent pas d'*equity*

⁸ Jensen et Meckling (1976) présentent le concept des bénéfices privées ou des coûts non financiers, i. e. les dépenses que les gestionnaires se permettent alors que les actionnaires supportent ces coûts.

⁹ L'auteur constate que la partie d'actionnariat détenue par les gérants augmente après l'acquisition de la médiane de 16,03%.

sont incités à utiliser ces excédents soit pour étendre l'entreprise au-delà de sa taille optimale (du point de vue de la maximisation de la valeur en investissant dans des projets à rendements négatifs) ou pour créer des soldes de trésorerie qui restent inutilisés. Selon Jensen (1986), les gestionnaires des sociétés cotées ont une grande liberté dans la distribution des flux de trésorerie générés par l'entreprise. Ils peuvent diriger l'argent dans des projets inutiles au lieu de favoriser des dividendes¹⁰. Après un PTP qui, dans la plupart des cas, est réalisé en tant qu'un LBO (Stromberg, 2007), le levier élevé oblige les gestionnaires à diriger l'argent pour payer la dette. Un levier élevé sert ainsi de substitut à l'*equity* dans un rachat et engage la direction à verser les excédents de trésorerie futurs pour la réduction de la dette plutôt que d'investir dans des projets moins rentables. Les actionnaires en sont donc les bénéficiaires car les gestionnaires utiliseront l'argent de manière plus efficace. La théorie des flux de trésorerie complète ainsi l'hypothèse d'incitation au réaligement.

Enfin, les chercheurs affirment que les investisseurs en *private equity* possèdent des capacités de surveillance plus élevées. Lorsque la structure de propriété est concentrée, les actionnaires ont plus d'incitations à investir dans le suivi, ce qui peut créer de la valeur en résolvant le problème du passager clandestin. Renneboog et Simons (2008) notent que la fonction de contrôle des propriétaires peut non seulement être intensive, mais aussi de meilleure qualité, étant donné que les capital-investisseurs ont généralement une longue expérience dans la restructuration des entreprises. À l'appui de ce point de vue, Cornelli et Karakas (2015) constatent que les investisseurs de *private equity* participant aux conseils d'administration des entreprises acquises améliorent les mécanismes de gouvernance. Ils indiquent que la proportion des représentants des *private equity* dans les conseils d'administration des entreprises acquises est plus élevée pour les cas plus difficiles (par exemple pendant le départ du dirigeant), ce qui suggère que les gestionnaires de *private equity* fournissent les services de surveillance nécessaires.

Ainsi, dans le cadre d'une perspective stratégique entrepreneuriale, les entreprises de *private equity* peuvent fournir des ressources et des capacités complémentaires qui sont susceptibles d'être manquantes dans l'équipe de gestion. D'ailleurs, certaines entreprises de *private equity* peuvent être beaucoup plus compétentes dans la manière dont elles mettent en œuvre des dispositifs de suivi et de conseil car elles apprennent mieux des expériences

¹⁰ Jensen (1986) mentionne le phénomène du «*empire building*», lorsque les gestionnaires conservent les ressources financières pour accroître leurs entreprises au-delà d'une taille optimale.

passées (Wright et al., 2009). Jensen (1989) soutient que la propriété concentrée entre dans les mains de propriétaires actifs, des incitations managériales solides et une structure de capital efficace entraînent une forme de gouvernance LBO supérieure à celle de sociétés cotées dont les actionnaires sont dispersés et la gouvernance est plus faible.

Dès lors, malgré l'augmentation des investissements en *private equity* et l'importance potentielle des investissements de *private equity* pour l'économie, les chercheurs n'ont qu'une compréhension limitée de l'impact du *private equity* sur la gouvernance des entreprises acquises. Cette insuffisance de la littérature s'explique en grande partie par les difficultés à obtenir des données systématiques sur les transactions de capital-investissement. Ces dernières années sont marquée, néanmoins par un nombre croissant de recherches empiriques et théoriques sur le thème du *private equity* contribuant à approfondir notre compréhension de le modèle de gouvernance.

Une attention particulière est accordée aux transactions de privatisation (PTP) où une entreprise cotée est acquise en utilisant les mécanismes LBO. Un rachat à effet de levier d'une société cotée entraîne des modifications considérables de la structure du capital et du mode de gouvernance (Kaplan et Stromberg, 2009). L'une des principales différences entre les entreprises cotées et les entreprises privées est la concentration de la propriété. La propriété des entreprises cotées est dispersée et les conseils surveillent la gestion de l'entreprise pour le compte des propriétaires (Cornelli et Karakas, 2015). Ainsi, les propriétaires des entreprises cotées peuvent souffrir du manque de surveillance et d'impossibilité de gouverner directement le processus de travail de l'entreprise. Cela peut entraîner une réduction de la valeur pour les actionnaires.

Dans les entreprises acquises par les groupes de *private equity*, la propriété est concentrée dans les mains de quelques actionnaires qui participent étroitement au fonctionnement de l'entreprise. Cela peut créer divers avantages : un meilleur suivi, un meilleur alignement sur les intérêts des actionnaires, des incitations plus élevées pour les gestionnaires, la réduction du gaspillage des ressources de l'entreprise en raison de la discrétion des gestionnaires inférieurs, de l'économie d'autres coûts liés, par exemple, tels que le coût d'inscription aux marchés boursiers. Ainsi, un nombre croissant d'études considère que les mécanismes de LBO constituent l'une des solutions aux problèmes des coûts d'agence existant dans la structure de gouvernance des entreprises cotées.

Les chercheurs insistent sur le rôle des conseils d'administration d'entreprises en tant qu'instrument principal de la gouvernance d'entreprise et se demandent si les conseils d'administration sont plus efficaces pendant la période post-rachat. En conséquence, la littérature est également axée sur la durabilité des changements organisationnels initiés après une transaction LBO, (*i. e.* que la forme organisationnelle de LBO représente une structure à long terme ou un arrangement à court terme (par exemple, Kaplan, 1991)¹¹. Dans ce contexte, une question importante qui se pose est de savoir si la forme d'organisation post-LBO deviendra la forme dominante de la gouvernance d'entreprise, comme l'a prédit Jensen (1989).

En résumant les discussions sur l'impact du capital-investissement privé, nous croyons que la participation au capital-investissement fournit des instruments efficaces pouvant améliorer la gouvernance d'entreprise. La forme organisationnelle soutenue par le *private equity* est, en particulier, efficace pour réduire les problèmes d'agence et de flux de trésorerie. Les investissements en capital-investissement sont associés à des gains de performance, et ces gains ne sont pas seulement attribuables aux transferts venant d'autres parties prenantes.

Les déterminants du développement du capital de risque

Comme nous l'avons établi dans la section précédente, les capital-investisseurs sont des activistes, des investisseurs pragmatiques dont l'objectif est de maximiser les rendements financiers. Les investissements en *private equity* sont associés à l'amélioration de la pratique de la gouvernance dans les entreprises ciblées, y compris *via* des conseils d'administration plus efficaces et une meilleure qualité des résultats.

L'industrie du *private equity* se compose de fonds de rachat qui investissent dans des sociétés existantes et des fonds de capital-risque, qui investissent dans des *start-ups* et des projets d'entreprises (« *seed investment* »). L'industrie européenne du *private equity* et du capital-risque a prouvé sa contribution à la croissance économique et à la création d'emplois en fournissant une source de capital stable aux entreprises (EVCA's Public Policy priorities). C'est la raison pour laquelle les décideurs politiques en partenariat avec les représentants du

¹¹ Kaplan (1991) constate que la médiane de la période post-LBO est égale à 6,8 ans. L'auteur note également que le maintien de la structure LBO n'implique pas implicitement la période précédant une sortie d'investissement LBO mais la viabilité de la structure de gouvernance initié par la transaction LBO même après une sortie d'investissement LBO.

capital-risque et du capital-investissement ont encouragé un dialogue continu visant à améliorer le cadre réglementaire pour le développement du capital investissement. Une attention particulière est accordée au développement du capital-risque, puisque les capital-risqueurs ont un rôle clé dans le financement des *start-ups* innovantes (EVCA's Public Policy priorities). Une question importante concerne les facteurs qui peuvent stimuler le développement des investissements en capital de risque.

Parce que le capital-risque est une invention américaine¹² (Hege et al, 2003), la littérature s'est principalement concentrée sur le succès du marché des capital-risqueurs américains, soulignant les facteurs associés au développement de la Silicon Valley (Gompers et Lerner, 1998, Hege et al, 2003, Armor et Cumming, 2004). Plus précisément, Armor et Cumming (2004) se demandent si le succès de la Silicon Valley s'explique uniquement par les spécificités particulières de la culture entrepreneuriale aux États-Unis et, par conséquent, est difficile à reproduire, ou s'il existe des mesures financières, économiques ou juridiques (*e. g.* réglementation des fonds de pensions, les subventions fiscales, l'augmentation de l'offre de fonds, etc.) qui ont influencé le développement des investissements de capital-investissement. En d'autres termes, les décideurs peuvent-ils élaborer des instruments ou mécanismes permettant de reproduire le succès de la Silicon Valley et ainsi stimuler les marchés de capital-risque dans d'autres régions (par exemple en Europe), ou l'industrie de la CV est-elle simplement un phénomène économique purement américain ?

Dès lors, les facteurs qui sous-tendent le développement du marché du capital-risque aux États-Unis peuvent avoir une efficacité différente s'ils sont appliqués dans d'autres systèmes économiques. Réaliser une évaluation rigoureuse de l'influence des déterminants du capital-risque est donc nécessaire (Da Rin et al., 2006).

Les débats sur la nature des déterminants du développement du capital-risque ont fait émerger une question importante pour les décideurs politiques, c'est-à-dire quels sont les instruments les plus appropriés pour développer un marché du capital-risque ? Ces instruments peuvent être des mécanismes directement axés sur l'augmentation du soutien gouvernemental au marché du capital-risque ou des mécanismes indirects visant à améliorer les opportunités pour les investisseurs et/ou les entrepreneurs d'acquérir les avantages du marché du capital-risque. Ces mécanismes indirects peuvent inclure, par exemple, une

¹² En outre, les États-Unis représentent toujours le plus grand marché mondial de capital-risque.

meilleure protection des investisseurs ou des mesures visant à améliorer les caractéristiques générales de l'environnement social et économique et la qualité des institutions publiques.

La structure de la thèse

Cette thèse aborde principalement l'impact du *private equity* sur la gouvernance (chapitres 1 et 2) et les déterminants *private equity* (chapitre 3). Nous décrivons les différences que les capital-investisseurs introduisent dans la gouvernance d'entreprise (dans le contexte du départ du dirigeant) et étudions comment les caractéristiques des investisseurs de *private equity* impactent les aspects de la gouvernance dans les entreprises acquises. Le but de cette thèse est d'identifier les particularités des mécanismes de gouvernance de *private equity* qui justifient une analyse dans le domaine de la finance d'entreprises.

Les chapitres 1 et 2 de cette thèse se concentrent sur les départs des dirigeants dans les compagnies acquises par les firmes de *private equity*. En effet, la responsabilité du conseil d'administration, la plus souvent discutée est de surveiller et de remplacer, le cas échéant, le directeur général de la société (Coughlan et Schmidt, 1985). Par conséquent, une façon d'évaluer l'efficacité du conseil est d'examiner la qualité de ces décisions. Un grand nombre de chercheurs ont mis en évidence (principalement dans le contexte des grandes entreprises cotées) une relation positive entre la probabilité de départ du directeur général et la mauvaise performance de l'entreprise (Coughlan et Schmidt, 1985; Weisbach, 1988; Murphy et Zimmerman, 1993; Huson et al, 2001, Kaplan et Minton, 2012). En outre, Denis et Denis (1995) montrent que la performance de l'entreprise s'améliore généralement à la suite d'un départ du dirigeant, en particulier, en cas d'un départ forcé. L'interprétation standard de cette relation est la capacité de surveillance du conseil : lorsque la performance est faible, le conseil d'administration est plus susceptible de remplacer un directeur général sous-performant (Hermalin et Weisbach, 2003). Bien que de nombreux articles aient amélioré notre compréhension des facteurs de performance et de gouvernance qui influent sur le départ du directeur général, il reste la question de savoir quel devrait être le bon nombre de départs et la sensibilité du départ vis-à-vis de la performance de la société. Si certains auteurs considèrent le taux de rotation élevé des dirigeants et la haute sensibilité due à la performance comme le signe d'un conseil d'administration efficace (e. g., Huson et al., 2001), d'autres chercheurs (e. g., Gao et al., 2013, Cornelli et Karakas, 2015) font, néanmoins valoir que le nombre des

départs du directeur général dans les entreprises cotées est parfois trop élevé et trop sensible au regard des mauvaises performances. Mais la question est : trop élevé par rapport à quoi?

Le chapitre 1 de notre thèse fournit une comparaison des départs du directeur général dans les entreprises privatisées par les firmes de *private equity* et dans les entreprises cotées. Ce chapitre analyse la manière dont différentes structures de gouvernance influencent la décision de remplacer ou de garder le dirigeant. Nous testons deux hypothèses alternatives concernant la sensibilité de départ du directeur général à la performance financière. L'hypothèse de contrôle implique que la structure de propriété concentrée et les problèmes d'agence moins sévères dans les entreprises acquises par les firmes de *private equity* fournissent une surveillance plus forte des actionnaires. Par conséquent, la sensibilité de départ du dirigeant à la performance est plus élevée dans les entreprises privatisées par les firmes *private equity* comparées à celles qui restent cotées. Cette hypothèse suggère donc que les mécanismes de contrôle interne dans les entreprises cotées sont moins capables de remplacer un dirigeant sous-performant. Une explication possible est que les entreprises cotées souffrent de l'asymétrie de l'information et de la dispersion des actionnaires, tandis que les conseils d'entreprises plus indépendants et plus puissants installés par les investisseurs de *private equity* améliorent la qualité des mécanismes de gouvernance. Cette hypothèse coïncide avec celle de Weisbach (1998) qui soutient que plus les conseils dominés par des administrateurs externes renforcent la relation entre la performance financière et la probabilité de départ du dirigeant.

Nous développons, cependant, une hypothèse alternative de « sophistication des capital-investisseurs » qui suggère que la sensibilité de départ du dirigeant au regard de la performance est plus faible dans les entreprises acquises par les capital-investisseurs. Les arguments de cette hypothèse reposent sur l'idée que les investisseurs de *private equity* ont des objectifs à plus long terme vis-à-vis des entreprises ciblées que les actionnaires des sociétés cotées. Les dirigeants des entreprises rachetées par les investisseurs *private equity* sont ainsi dotés d'un horizon plus long et peuvent être sûrs de ne pas être pénalisés pour la performance à court terme. Un autre argument est que le contrôle direct permet aux conseils des compagnies ciblées par les investisseurs *private equity* de s'appuyer davantage sur l'information interne au lieu de prendre une décision sur la performance comptable. Enfin, les dirigeants des entreprises acquises par les investisseurs *private equity* sont isolés de la pression des actionnaires éventuellement « myopes ».

Les tests empiriques ont confirmé l'hypothèse « de contrôle ». Nous avons notamment constaté une sensibilité de départ du dirigeant à la performance plus élevée chez les entreprises rachetées par *private equity* en comparant avec celles qui restent cotées. Pour expliquer cette différence entre la sensibilité de départ du dirigeant à la performance dans les entreprises cotées et celles ciblées par les investisseurs de *private equity*, nous proposons et confirmons l'hypothèse que les entreprises soutenues par *private equity* sont plus susceptibles d'embaucher les dirigeants externes que les entreprises cotées.

Les résultats du chapitre 1 contribuent au débat quant à la gouvernance d'entreprise dans les compagnies soutenues par *private equity* caractérisée par une surveillance active et, plus généralement, par la discipline de la dette qui implique moins de pardonner la sous-performance financière par rapport à la gouvernance dans les entreprises cotées caractérisées par une propriété dispersée et les coûts d'agence plus sévères. Nous montrons que les entreprises soutenues par le *private equity* sont plus actives dans le remplacement des dirigeants non performants par rapport aux entreprises cotées; il existe un risque de remplacement plus élevé pour les dirigeants des sociétés ciblées par le PE. Nous ajoutons à ces résultats la preuve que les entreprises soutenues par *private equity* sont plus susceptibles de remplacer le directeur général par un candidat externe.

Le chapitre 2 étudie la question du départ du directeur général en étudiant les caractéristiques des firmes de *private equity* qui peuvent avoir une incidence sur la sensibilité du départ du dirigeant à la performance dans leurs sociétés de portefeuille. Dans ce chapitre, l'échantillon ne contient que les entreprises retirées de la bourse par les firmes de *private equity* où les firmes de *private equity* prennent l'actionnariat majoritaire ($\geq 50\%$). La partie moyenne de l'actionnariat détenue par les firmes de *private equity* dans notre échantillon est d'environ 90%. Nous pouvons donc conclure que les nouveaux actionnaires sont dotés d'un contrôle considérable sur les conseils d'administration des sociétés acquises.

Dans ce deuxième chapitre, nous émettons l'hypothèse que dans les compagnies retirées de la bourse par les firmes de *private equity*, l'impact de la performance de l'entreprise sur le départ du dirigeant dépend du degré de spécialisation de l'investisseur. Nous soutenons que les firmes de *private equity* ayant une spécialisation sectorielle plus élevée (par rapport à leurs concurrents) ont une connaissance plus approfondie du secteur d'activité. Ainsi, nous

émettons deux hypothèses alternatives sur l'impact direct de la spécialisation industrielle des firmes de *private equity* sur la probabilité de remplacement du directeur général dans les compagnies acquises.

Premièrement, nous supposons que la spécialisation peut aider les firmes de *private equity* à obtenir un avantage concurrentiel, car la spécialisation peut leur permettre de mieux comprendre la probabilité de succès d'une entreprise moyenne dans un secteur particulier (*i. e.*, l'asymétrie d'information réduite) et une connaissance plus approfondie des entreprises dans une industrie (*i. e.*, une incertitude réduite) (Cressy et al., 2007). En termes de gouvernance, les firmes de *private equity* spécialisées peuvent donc apporter plus de compétences ce qui est susceptible de servir de complément à la qualité du dirigeant. Par conséquent, le rôle du dirigeant devient moins significatif et les départs du directeur général seront inférieurs aux entreprises acquises par des firmes plus spécialisées.

Alternativement, certaines études sur l'impact de la gouvernance des firmes de *private equity* démontrent une intervention agressive dans la restructuration des entreprises qu'ils financent et un taux élevé de remplacement des dirigeants. En outre, les firmes de *private equity spécialisées* peuvent avoir un plus grand portefeuille de gestionnaires susceptibles de remplacer les dirigeants dans les entreprises ciblées. Un accent spécialisé implique également que les firmes de *private equity* observent plus facilement les caractéristiques du dirigeant nécessaires pour une industrie particulière. L'hypothèse alternative, ainsi, suggère une relation positive entre le départ du directeur général et la spécialisation industrielle des firmes de PE.

Deuxièmement, nous développons l'idée d'un effet indirect de la spécialisation industrielle des firmes PE sur la sensibilité du départ du directeur général à la performance. Plus précisément, nous émettons l'hypothèse que la spécialisation industrielle pourrait réduire le coût payé par la firme *private equity* afin d'identifier la vraie raison de la faible performance de l'entreprise et d'isoler les effets qui pourraient entraîner une faible performance financière hors du contrôle du dirigeant. Nous supposons que pour une firme non spécialisée le coût de la collecte de cette information est plus élevé, et le conseil d'administration choisira la discipline à court terme. Mais si la spécialisation aide l'investisseur à réduire les coûts de collecte d'information, elle choisira l'évaluation du dirigeant sur une période plus longue. En conséquence, la dépendance du départ du directeur

général de la performance à court terme de l'entreprise dans les compagnies soutenues par *private equity* devrait diminuer avec la spécialisation industrielle de la firme PE.

Nous n'avons trouvé aucune preuve significative que la spécialisation des firmes de *private equity* ait un impact sur la relation entre la performance financière des compagnies ciblées et la probabilité du départ du dirigeant. Nous signalons toutefois que le niveau de spécialisation industrielle de la firme PE réduit la probabilité de remplacement du dirigeant dans les compagnies acquise.

Nos résultats appuient l'idée de Cornelli et Karakas (2015) qui ont trouvé un taux de remplacement plus faible dans les compagnies privatisées au cours de la période de post-rachat et ont suggéré que ce résultat pourrait être dû au fait que les sponsors de LBO donnent aux dirigeants un horizon plus long. Les preuves documentées fournissent un lien important entre les résultats empiriques antérieurs concernant les départs du directeur général après un LBO et introduit une nouvelle variable (spécialisation industrielle de la firme PE) qui joue un rôle dans la gouvernance des entreprises financées par les firmes PE. Nos résultats montrent que la nature de la réorganisation de la gouvernance post-rachat dans la discipline des dirigeants dépend de la spécialisation industrielle des firmes PE.

Résumant les résultats des chapitres 1 et 2, nous pouvons conclure que (i) les entreprises soutenues par *private equity* exercent un suivi plus actif et sont plus susceptibles de licencier le dirigeant que les compagnies cotées (chapitre 1) (ii) les entreprises soutenues par les firmes de *private equity* plus spécialisées ont moins tendance à licencier leur dirigeant que les autres entreprises soutenues par le *private equity* (chapitre 2). Du point de vue de la théorie, les résultats montrent que le taux de remplacement du directeur général et la sensibilité du départ du dirigeant à la performance sont plus élevés dans les entreprises soutenues par *private equity* que les compagnies cotées (chapitre 1) qui semblent soutenir l'hypothèse de contrôle, c'est-à-dire, l'affirmation selon laquelle la structure illiquide concentrée de la propriété des entreprises soutenues par *private equity* fournit un contrôle plus fort des actionnaires et un contrôle plus strict pour la faible performance que la structure de propriété dispersée des entreprises cotées. D'autre part, pour les entreprises ayant des structures de propriété concentrées similaires (i. e., notre échantillon de compagnies soutenues par *private equity* du Chapitre 2), nos résultats favorisent plutôt l'hypothèse de l'information interne avancées par Cornelli et Karakas (2015). Cette théorie suggère que les investisseurs

sophistiqués sont plus susceptibles que les investisseurs moins sophistiqués d'utiliser des informations «*soft*» (internes) sur les opérations de l'entreprise et la compétence du directeur général en prenant la décision de licencier le dirigeant et sont moins susceptibles de fonder leur décision sur des informations «*hard*» sous la forme de la performance de l'entreprise ajustée par rapport à ses homologues. En conséquence, nos constatations selon lesquelles la spécialisation industrielle des firmes de *private equity* réduit la probabilité de remplacement d'un dirigeant dans les entreprises soutenues par *private equity* suggèrent que les firmes plus spécialisées savent mieux isoler l'information «*hard*» sous la forme de statistiques comptables et s'appuient davantage sur l'information «*soft*» obtenues à partir de la surveillance directe.

Enfin, le Chapitre 3 est lié aux débats sur les déterminants du développement du capital-risque. Nous essayons d'évaluer la façon dont les mécanismes particuliers du soutien gouvernemental de l'innovation ont un impact sur les investissements du capital-risque et si l'environnement institutionnel modère la relation entre les dépenses gouvernementales sur recherche et développement (R&D) et le capital-risque. Un débat important pour les décideurs politiques est le type d'intervention qui est plus approprié pour favoriser les investissements du capital-risque: soit des mécanismes directs qui augmentent le soutien gouvernemental au marché du capital-risque, soit des mécanismes indirects visant à améliorer l'offre du capital-risque et / ou la demande des entrepreneurs pour le financement du capital-risque. Ces mécanismes indirects peuvent inclure, par exemple, une meilleure protection des investisseurs ou des mesures visant à améliorer les caractéristiques générales de l'environnement social et économique et la qualité des institutions publiques.

L'Association Européenne de *private equity* et de capital-risque (*European Private Equity and Venture Capital Association*, ou EVCA) soutient que l'amélioration des conditions de l'activité innovante est une mesure cruciale pour stimuler le marché du capital-risque (EVCA's Public Policy Priorities). L'augmentation des dépenses en R&D (y compris la partie financée par le gouvernement) est, à son tour, considérée comme une mesure stimulant l'environnement innovant. Parallèlement, les chercheurs et les professionnels du secteur du capital-risque mentionnent l'importance de l'environnement institutionnel dans la détermination de l'activité du capital-risque et de l'ensemble de l'industrie du *private equity* dans son ensemble (The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008, Lerner et al., 2009). S'appuyant sur ces questions, le chapitre 3 expose plusieurs hypothèses concernant

l'impact de R&D gouvernementale, l'environnement institutionnel et leur interaction sur les investissements du capital-risque.

En premier lieu, nous avons testé si l'arrivée des opportunités technologiques (appliquées par diverses mesures des dépenses gouvernementales sur R&D) a un impact positif sur le niveau des investissements du capital-risque dans les pays européens. Nous avons ensuite examiné l'impact de plusieurs facteurs institutionnels sur les investissements du capital-risque et avons constaté une influence significative de l'environnement institutionnel sur les investissements du capital-risque de la phase initiale (early stage venture capital investments). Enfin, nous avons testé l'effet modérateur de l'environnement institutionnel sur la relation entre les dépenses gouvernementales sur R&D et les investissements du capital-risque.

Nos résultats montrent qu'un niveau plus élevé de dépenses gouvernementales sur R&D entraînent un niveau plus élevé d'investissements du capital-risque. Ceci est cohérent tant pour les investissements du capital-risque de phase initiale que pour le montant total des investissements du capital-risque. Ce résultat contraste avec Da Rin et al. (2006) qui n'ont trouvé aucune preuve que les R&D publiques ont un impact sur les investissements du capital-risque.

Nous avons également constaté que la qualité supérieure des institutions formelles est associée à un niveau plus élevé d'activité du capital-risque de phase initiale. Ceci est conforme à Li et Zahra (2011) qui ont trouvé un impact positif important des institutions formelles sur le nombre total et le montant total des investissements du capital-risque.

L'hypothèse d'un effet de modération positif des variables institutionnelles sur la relation entre les dépenses gouvernementales sur R&D et les investissements du capital-risque a été rejetée. En fait, la relation entre les dépenses sur R & D et l'activité du capital-risque est influencée négativement par un meilleur environnement institutionnel. Une interprétation possible de ce résultat est qu'en présence d'institutions formelles hautement développées les opportunités technologiques mesurées par les dépenses gouvernementales sur R&D n'ont aucun effet stimulant sur le développement du capital-risque. En d'autres termes, un environnement institutionnel suffisamment avancé rend l'intervention gouvernementale directe moins nécessaire pour stimuler le marché du capital-risque. Les investissements en

capital de risque, conjugués à un environnement institutionnel approprié, représentent un mécanisme efficace pour financer des projets axés sur la technologie, tandis qu'un autre financement supplémentaire sous la forme des dépenses publiques sur R&D peut entraver le capital-risque. Cette interprétation n'est toutefois que suggestive.

Nos résultats sont conformes à la théorie selon laquelle les règles institutionnelles formelles peuvent produire des résultats économiques (Nord, 1990). Nos résultats suggèrent que les décideurs politiques devraient accorder une attention prioritaire aux normes institutionnelles afin de promouvoir l'activité du capital-risque. Notre étude couvre les pays européens où les institutions sont bien développées et nous avons constaté que les facteurs qui ont un impact direct positif sur les investissements du capital-risque (dépenses sur R&D et qualité des institutions) ont un impact négatif sur les investissements du capital-risque lorsqu'ils sont considérés dans une interaction. Ce résultat pourrait être particulièrement intéressant pour les pays émergents qui visent à mettre en œuvre des politiques qui stimulent le marché du capital-risque. Les décideurs politiques de ces pays devraient se concentrer sur le développement du cadre institutionnel plutôt que sur l'intervention directe par le soutien gouvernemental à l'innovation.

Bibliographie

Amess, K., Wright, M., 2007. 'The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK'. *International Journal of the Economics of Business*, 14(2), 179-195.

Armour, J., Cumming, D., 2006. 'The legislative road to Silicon Valley'. *Oxford Economic Papers*, 58(4), 596-635.

Baker, G. P., Wruck, K. H., 1989. 'Organizational changes and value creation in leveraged buyouts: The case of the OM Scott & Sons Company'. *Journal of Financial Economics*, 25(2), 163-190.

Bottazzi, L., Da Rin, M., Hellmann, T., 2008. 'Who are the active investors?: Evidence from venture capital'. *Journal of Financial Economics*, 89(3), 488-512.

Boucly, Q., Sraer, D., Thesmar, D., 2011. 'Growth Ibos'. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 432-453.

Cornelli, F., Karakaş, O., 2015. 'CEO turnover in LBOs: The role of boards'. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2269124

Coughlan, A. T., Schmidt, R. M., 1985. 'Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation'. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 43-66.

Cressy, R., Munari, F., & Malipiero, A., 2007. 'Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage'. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 647-669.

Cumming, D., Siegel, D. S., Wright, M., 2007. 'Private equity, leveraged buyouts and governance'. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 439-460.

Da Rin, M., Nicodano, G., Sembenelli, A., 2006. 'Public policy and the creation of active venture capital markets'. *Journal of Public Economics*, 90(8), 1699-1723.

Desbrières, P., Schatt, A., 2002. 'L'incidence des LBO sur la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes acquises: le cas français'. *Finance Contrôle et Stratégie*, 5(4), 79-106.

EVCA public policy priorities.

http://www.gvpartners.com/web/pdf/EVCA_Policy_Paper.pdf

Fama, E. F., Jensen, M. C., 1983. 'Separation of ownership and control'. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.

Gao, H., Harford, J., Li, K., 2013. 'Corporate Governance and CEO Turnover: Insights from Private Firms'. Unpublished Working Paper.

http://www.lebow.drexel.edu/sites/default/files/event/LI-GAO-HARFORD_Corporate%20Governance%20and%20CEO%20Turnover_0.pdf

Gompers, P. A., Lerner, J., 1998. 'What drives venture capital fundraising?' (No. w6906). National bureau of economic research.

Halpern, P., Kieschnick, R., Rotenberg, W., 1999. 'On the heterogeneity of leveraged going private transactions'. *The Review of Financial Studies*, 12(2), 281-309.

Hege, U., Palomino, F., Schwienbacher, A., 2009. 'Venture capital performance: the disparity between Europe and the United States'. *Finance*, 30(1), 7-50.

Hermalin, B. E., Weisbach, M. S., 2003. 'Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature'. Federal Reserve Bank of New York (FRBNY). *Economic Policy Review*, 9(1), 7-26.

Huson, M. R., Parrino, R., Starks, L. T., 2001. 'Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective'. *The Journal of Finance*, 56(6), 2265-2297.

Jensen, M. C., 1986. 'Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers'. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Jensen, M. C., 1989. 'Eclipse of the public corporation'.
http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=146149

Jensen, M. C., Meckling, W. H., 1976. 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure'. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Kaplan, S., 1989 [a]. 'The effects of management buyouts on operating performance and value'. *Journal of financial economics*, 24(2), 217-254.

Kaplan, S., 1989 [b]. 'Management buyouts: Evidence on taxes as a source of value'. *The journal of finance*, 44(3), 611-632.

Kaplan, S. N., Minton, B. A., 2012. 'How has CEO turnover changed?'. *International review of Finance*, 12(1), 57-87.

Kaplan, S. N., Schoar, A., 2005. 'Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows'. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.

Kaplan, S. N., Stein, J. C., 1993. 'The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s'. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(2), 313-357.

Kaplan, S. N., Strömberg, P., 2009. 'Leveraged buyouts and private equity'. *The Journal of economic perspectives*, 23(1), 121-146.

Kaplan, S. N., 1991. 'The staying power of leveraged buyouts'. *Journal of Financial Economics*, 29(2), 287-313.

Lerner, J., Sorensen, M., Strömberg, P., 2011. 'Private equity and long-run investment: The case of innovation'. *The Journal of Finance*, 66(2), 445-477.

Li, Y., Zahra, S. A., 2012. 'Formal institutions, culture, and venture capital activity: A cross-country analysis'. *Journal of Business Venturing*, 27(1), 95-111.

Metrick, A., Yasuda, A., 2011. 'Venture capital and other private equity: a survey'. *European Financial Management*, 17(4), 619-654.

Murphy, K. J., Zimmerman, J. L., 1993. 'Financial performance surrounding CEO turnover'. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), 273-315.

North, D. C., 1990. 'Institutions, institutional change and economic performance'. Cambridge university press.

PSE Group in European Parliament (2007) Hedge Funds and Private Equity-A Critical Analysis. Report of the PSE-Group in European Parliament

Renneboog, L., Simons T., 2008, "Public-to-private transactions: LBOs, MBOs, MBIs, and IBOs". *New Modes of Governance*. Project no. CIT1-CT-2004-506392.

Shleifer, A., Summers, L. H., 1988. 'Corporate takeovers: Causes and consequences'. University of Chicago Press.

Stromberg P., 2007. 'The new demography of private equity'. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=6D1E65845930A5E888070D32D7976639?doi=10.1.1.694.9415&rep=rep1&type=pdf>

The Globalization of Alternative Investments Working Papers Volume 1: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008 is published by the World Economic Forum. <http://booksmedia.online/files/global-economic-impact-of-private-equity-report-2008.pdf>

Tykvová, T., Borell, M., 2012. 'Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy?'. *Journal of Corporate Finance*, 18(1), 138-150.

Warga, A., Welch, I., 1993. 'Bondholder losses in leveraged buyouts'. *The review of financial studies*, 6(4), 959-982.

Weisbach, M. S., 1988. 'Outside directors and CEO turnover'. *Journal of financial Economics*, 20, 431-460.

Robbie, W., Mike, K., 1998. 'Venture capital and private equity: A review and synthesis'. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5-6), 521-570.

Wright, M., Amess, K., Weir, C., Girma, S., 2009. 'Private equity and corporate governance: Retrospect and prospect'. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 353-375.

Zahra, S. A., Fescina, M., 1991. 'Will leveraged buyouts kill US corporate research & development?'. *The Executive*, 5(4), 7-21.