



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

L'Investissement dans le Non Coté et la Transmission d'Entreprises en Europe

Juin 2005

*L'Investissement dans le Non Coté et
la Transmission d'Entreprises en Europe*

*Rapport final pour
l'Observatoire de l'Épargne Européenne*

Groupe de recherche de l'Université de Caen Laboratoire CREM – CNRS 6211

Responsable scientifique du projet : Sylvie Cieply

Rédacteurs du rapport final :

ABDESSELAM Rafik, docteur en Mathématiques Appliquées, maître de conférences, U.F.R. de Sciences Economiques et de Gestion, Université de Caen

BASTIE Françoise, docteur en Sciences Economiques, maître de conférences en Sciences Economiques, U.F.R. de Sciences Economiques et de Gestion, Université de Caen

CIEPLY Sylvie, docteur en Sciences Economiques, maître de conférences en Sciences Economiques, IUP Banque Assurance, Université de Caen

LE NADANT Anne-Laure, docteur en Sciences de Gestion, maître de conférences en Sciences de Gestion, U.F.R. de Sciences Economiques et de Gestion, Université de Caen

Juin 2005

TABLE DES MATIERES

REMERCIEMENTS	6
INTRODUCTION :	9
CHAPITRE 1 : L'INVESTISSEMENT DANS LE NON COTE EN EUROPE RESSEMBLANCES & CONSEQUENCES	11
1.- L'ACTIVITE DES ORGANISMES DE CAPITAL INVESTISSEMENT EN EUROPE ENTRE 1991 ET 2001	13
1.1.- UNE INDUSTRIE DU CAPITAL INVESTISSEMENT EUROPEEN EN FORTE CROISSANCE	14
1.2.- LA PREFERENCE DES O.C.I. POUR LE CAPITAL TRANSMISSION ET LA DESAFFECTION POUR LE CAPITAL AMORÇAGE	17
1.3.- LE TYPE D'ORGANISMES DE CAPITAL INVESTISSEMENT	20
2.- RESSEMBLANCES ET DIFFERENCES DANS L'ACTIVITE DES O.C.I. AU SEIN DE L'EUROPE CONTINENTALE ENTRE 1991 ET 2001	23
2.1.- LES DONNEES ET LES VARIABLES	28
2.2.- LA METHODOLOGIE RETENUE	29
2.3.- RESULTATS	30
2.3.1.- Les relations entre l'activité des O.C.I. et l'évolution de l'actif circulant des petites entreprises industrielles européennes	30
2.3.2.- Les relations entre l'activité des O.C.I. et l'évolution de la solvabilité des petites entreprises industrielles européennes	31
2.3.3.- Les relations entre l'activité des O.C.I. et la performance des petites entreprises industrielles européennes	32
2.3.4.- Les autres liaisons	32
CHAPITRE 2 : LE ROLE DES ORGANISMES DE CAPITAL INVESTISSEMENT SUR LE MARCHE DE LA CESSION REPRISE	41
1.- LES CAUSES DE L'ECHEC DU MARCHE DE LA CESSION REPRISE	42
1.1.- L'ANTISELECTION SUR LE MARCHE DE LA CESSION REPRISE	43
1.1.1.- Le désaccord sur la valeur et la difficile fixation du prix de vente	43
1.1.2.- Asymétries d'information et accès au financement contraint du repreneur	46
1.2.- LES REACTIONS DE L'ENVIRONNEMENT FACE A L'ANNONCE DE LA MISE EN VENTE D'UNE ENTREPRISE	48
1.2.1.- L'annonce de la mise en vente d'une entreprise et la révision des <i>a priori</i> par les parties prenantes	48
i) La mise en vente et la cause de la cession	48
ii) La mise en vente et la modification du comportement du cédant	50
iii) L'incertitude sur les compétences du repreneur et la « transférabilité » du capital humain	52
1.2.2.- Les réactions des parties prenantes	53
i) La réaction des fournisseurs	53
ii) La réaction des clients	54
2.- LE ROLE DES ORGANISMES DE CAPITAL INVESTISSEMENT SUR LE MARCHE DE LA CESSION REPRISE	57

2.1.- LES ORGANISMES DE CAPITAL INVESTISSEMENT REDUISENT LES PROBLEMES LIES AUX ASYMETRIES D'INFORMATION	58
2.1.1.- Les O.C.I réduisent les problèmes informationnels qui paralysent le financement externe des opérations de reprise	58
2.1.2.- Les O.C.I. limitent les problèmes informationnels entre cédant et repreneur	60
2.2.- L' <i>INSTITUTIONAL BUY OUT</i> OU COMMENT LES O.C.I EVITENT LE RECOURS AU MARCHÉ EXTERNE DE LA CESSION REPRISSE ?	63

CHAPITRE 3 : DIFFERENCES DE SYSTEMES JURIDIQUES ET FINANCIERS ET CONTRIBUTION DES ORGANISMES DE CAPITAL INVESTISSEMENT AUX OPERATIONS DE TRANSFERTS DE LA PROPRIETE **67**

1.- LES FACTEURS DE DIFFERENCIATION DE LA CONTRIBUTION DES O.C.I. DANS LES OPERATIONS DE TRANSFERT DE LA PROPRIETE SELON LE PAYS D'ORIGINE DE LA CIBLE	68
1.1.- LE ROLE DES O.C.I. SELON LE TYPE DE SYSTEME DE FINANCEMENT (ECONOMIES CENTREES SUR LE MARCHÉ <i>VERSUS</i> ECONOMIES CENTREES SUR LES BANQUES)	69
1.1.1. La classification des systèmes de financement et le positionnement des pays étudiés	69
1.1.2.- Les systèmes de financement et l'activité des O.C.I.	72
1.2.- LE ROLE DES O.C.I. SELON LE TYPE DE SYSTEME JURIDIQUE (« <i>COMMON LAW</i> » <i>VERSUS</i> « <i>CIVIL LAW</i> »)	73
1.2.1.- La typologie des systèmes juridiques et le positionnement des pays étudiés	73
1.2.2.- Les systèmes juridiques et l'activité des O.C.I.	74
1.3.- LE ROLE DES O.C.I. SELON LA STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT (ACTIONNARIAT CONCENTRE OU DISPERSE)	76
1.3.1.- La typologie des structures de l'actionnariat et le positionnement des pays étudiés	76
1.3.2.- La structure de l'actionnariat et l'activité des O.C.I.	78
2.- LES DONNEES UTILISEES ET LES VARIABLES RETENUES	80
2.1.- LA POPULATION ET L'ECHANTILLON RETENU	80
2.2.- LES CARACTERISTIQUES DE L'ECHANTILLON	80
2.3.- LES VARIABLES RETENUES	82
3.- LA CONTRIBUTION COMPAREE DES O.C.I. DANS LES OPERATIONS DE TRANSFERT DE LA PROPRIETE	82

CHAPITRE 4 : LA PRATIQUE DES ORGANISMES DE CAPITAL INVESTISSEMENT SUR LE MARCHÉ DE LA TRANSMISSION D'ENTREPRISE EN EUROPE **90**

1.- LA CONSTRUCTION D'UNE BASE DE DONNEES ORIGINALE	91
1.1.- L'IDENTIFICATION DE LA POPULATION TOTALE	91
1.2.- LES INFORMATIONS COLLECTEES ET LA CONSTITUTION DE L'ECHANTILLON	92
1.2.1.- L'enquête	92
1.2.2.- L'échantillon d'O.C.I.	93
1.2.3.- Les informations complémentaires	93
1.3.- LA PRESENTATION DES THEMES ETUDIES ET LES STATISTIQUES DESCRIPTIVES	94
Thème 1 : les caractéristiques de la cession	94
Thème 2 : les critères de l'évaluation	95
Thème 3 : les méthodes d'évaluation	96
Thème 4 : les pratiques contractuelles	97
Thème 5 : la durée des contrats	98

Thème 6 : le maintien dans la direction du cédant	98
Thème 7 : les caractéristiques de l'O.C.I	99
Thème 8 : les types de financement	99
2.- LA CARACTERISATION DES PRATIQUES DES O.C.I. EN EUROPE	100
2.1.- LA CARACTERISATION DES O.C.I. SELON LES DIFFERENTS THEMES	101
2.1.1.- La caractérisation des O.C.I selon les caractéristiques de la cession	101
2.1.2.- La caractérisation des O.C.I selon les critères de la valorisation	104
2.1.3.- La caractérisation des O.C.I selon les méthodes d'évaluation	106
2.1.4.- La caractérisation des O.C.I selon les contrats utilisés	108
2.1.5.- La caractérisation des O.C.I selon la durée des contrats	110
2.1.6.- La caractérisation des O.C.I selon le maintien du cédant dans la direction	112
2.1.7.- La caractérisation des O.C.I selon leurs caractéristiques	113
2.1.8.- La caractérisation des O.C.I. selon les modes de financement	115
2.2.- CARACTERISATION DE LA SYNTHÈSE : L'ETABLISSEMENT D'UNE TYPOLOGIE DES O.C.I. EUROPEENS	116
2.2.1.- Le groupe des «O.C.I. prospectifs » (classe 1)	117
2.2.2.- Le groupe des «O.C.I. à fort degré de couverture» (classe 5)	117
2.2.3.- Le groupe des «O.C.I. accompagnant le départ en retraite des cédants» (classe 2)	117
3.- LA CARACTERISATION DES O.C.I. SELON LEUR NATIONALITE : LES RESULTATS DE L'ANALYSE DISCRIMINANTE	119
3.1.- LES RESULTATS OBTENUS SUR LA SYNTHÈSE	120
3.2.- LES RESULTATS OBTENUS SELON CHAQUE THEME	122
3.2.1.- La discrimination de la nationalité des O.C.I. selon les caractéristiques de la cession	122
3.2.2.- La discrimination de la nationalité des O.C.I. selon les critères de valorisation	124
3.2.3.- La discrimination de la nationalité des O.C.I. selon les méthodes d'évaluation	125
3.2.4.- La discrimination de la nationalité des O.C.I. selon les pratiques contractuelles	127
3.2.5.- La discrimination de la nationalité des O.C.I. selon la durée des contrats	128
3.2.6.- La discrimination de la nationalité des O.C.I. selon le maintien du cédant dans la direction de l'entreprise transmise	129
3.3.7.- Résultats de la discrimination de la nationalité des pays selon les caractéristiques de l'O.C.I.	130
3.3.8.- Résultats de la discrimination de la nationalité des pays selon les financements	132
CONCLUSION GENERALE	135
BIBLIOGRAPHIE	137
LISTE DES ANNEXES	142
ANNEXE 1 : LES DONNEES E.V.C.A.	143
ANNEXE 2 : LA BASE DE DONNEES BACH	144
ANNEXE 3 : LES RESSEMBLANCES DES PETITES ENTREPRISES DE L'INDUSTRIE MANUFACTURIERE EUROPEENNE	146
ANNEXE 4 : DIX MONOGRAPHIES SUR L'ACTE DE CEDER UNE ENTREPRISE	151
CAS N°1 : LA PHARMACIE JOUVE OU LA CESSIION D'UN FONDS DE COMMERCE REGLEMENTE	152
CAS N°1 : LA PHARMACIE JOUVE OU LA CESSIION D'UN FONDS DE COMMERCE REGLEMENTE	152
1.- Caractéristiques de l'entreprise à céder	152
2.- Histoire du dirigeant propriétaire	153

3.- La cession	153
CAS N°2 : L'ENTREPRISE MESNIL : LA CESSION TOTALE A UNE PERSONNE MORALE	156
1.- Caractéristiques de l'entreprise cédée	156
2.- Histoire du dirigeant propriétaire	157
3.- La cession	157
CAS N°3 : LA CESSION DE FINANCIERE OPALE OU SAVOIR SAISIR UNE OPPORTUNITE DE CESSION	160
1.- Caractéristiques de l'entreprise cédée	160
2.- le Cédant	160
3.- La cession	160
CAS N°4 : L'ENTREPRISE AUXITEC OU LA REPRISE D'ENTREPRISE PAR SES SALARIES DANS LE CADRE DE MONTAGES LBO AVEC INTERVENTION DE CAPITAL-INVESTISSEURS	162
1.- Caractéristiques de l'entreprise cédée	162
2.- Histoire du dirigeant propriétaire	165
3.- Les cessions	166
CAS N° 5 : CAS S.A.I.R.C. OU LA REPRISE D'UNE ENTREPRISE PAR SES SALARIES DANS LE CADRE D'UNE SCOP	171
1.- Caractéristiques de l'entreprise cédée	171
2.- Histoire du dirigeant propriétaire	171
3.- La cession	172
CAS N° 6 : LE CAS BATTEUR OU LA PREPARATION D'UNE TRANSMISSION FAMILIALE AVEC STRATEGIE D'OPTIMISATION FISCALE	175
1.- Caractéristiques de l'entreprise à céder	175
2.- La préparation de la cession	176
CAS N°7 : CAS DEROU OU CREER POUR REPRENDRE	178
1.- Caractéristiques de l'entreprise à céder	178
2.- Histoire du dirigeant propriétaire	178
3.- La préparation de la cession et les options possibles	178
CAS °8 : LE CAS SABLIERE DE CHAPPES : UN CAS CLASSIQUE DE TRANSMISSION FAMILIALE	180
1.- Caractéristiques de l'entreprise cédée:	180
2.- Histoire du dirigeant propriétaire	182
CAS N°9 : LE CAS ICAM OU LA DECEPTION APRES LA TRANSMISSION	185
1.- Caractéristiques de l'entreprise cédée	185
2.- Histoire du dirigeant propriétaire	187
3.- La cession	187
CAS N°10 : LE CAS TESI OU LA DIFFICILE IDENTIFICATION DU « BON » REPRENEUR	189
1.- Caractéristiques de l'entreprise à céder	189
2.- La préparation de la cession	190
ANNEXE 5 : PRESENTATION DE L'ECHANTILLON DES OPERATIONS DE TRANSFERT DE LA PROPRIETE	191
1.- TRIS-A-PLAT SUR VARIABLES QUALITATIVES	191
2.- STATISTIQUES SOMMAIRES DES VARIABLES CONTINUES	196
ANNEXE 6 : L'ENQUETE - CAPITAL-INVESTISSEMENT ET TRANSMISSION D'ENTREPRISES	196
ANNEXE 6 : L'ENQUETE - CAPITAL-INVESTISSEMENT ET TRANSMISSION D'ENTREPRISES	197
ANNEXE 7 : PRESENTATION DE L'ECHANTILLON	200

REMERCIEMENTS

Le groupe de travail remercie tous ceux qui ont contribué, d'une façon ou d'une autre, à l'avancement des travaux. En particulier, nos remerciements vont à l'ensemble des représentants des O.C.I. qui, en Allemagne, Espagne, France, Grande-Bretagne et Italie ont accepté de répondre à notre questionnaire, aux associations qui ont soutenu ce travail, aux intermédiaires qui se sont entretenus avec nous sur le sujet de la transmission d'entreprises, aux dirigeants qui ont accepté de nous conter l'histoire de la cession passée ou future de leur entreprise et aux chercheurs qui nous ont aidés à avancer dans cette recherche. En particulier, nous remercions Pascal Cussy, Maître de Conférences en Sciences Economiques à l'Université de Caen pour la réalisation du site Internet à partir duquel l'enquête a pu être administrée.

Liste des institutions auxquels ces remerciements sont plus particulièrement adressés :

Associations :

Observatoire de l'Epargne Européenne
Association Française des Investisseurs en Capital
Association Française de Gestion

Chercheurs :

Cussy Pascal, maître de conférence en Sciences Economiques, Université de Caen
Moisson Ludovic, maître de conférence en gestion I.U.P. Banque-Assurance, Université de Caen
Moulin Jean-Marc, maître de conférences en Droit, I.U.P. Banque-Assurance, Université de Caen
Sikorzewski Wojtech, maître de conférences en gestion, IAE de Paris

Organismes de capital investissement français :

123 venture	Institut de Développement et Participation
3i	Isis Développement
ABN AMRO Capital	La Financière de Brienne
Acland Capital Investissement	Natexis Tertrel
Alpha associés	Nord création
Argos Soditic	OFIVALMO gestion
Astorg Partners	Picardie avenir
Avenir Finance Gestion	Poitou Charente expansion
Bretagne Participations	Quartus
Bridgepoint Capital	Schneider Electric Ventures
CDC Private equity	SFLD
Cofinep	SG Private Equity
Esfin	SODERO
Esfin Gestion	Sofagri
Finadvance	SOFIMAC
Finama Private Equity	
Fonds Partenaires Gestion	
Francarep	
Galia Gestion	
IDI	

Ile-de-France Développement
Industrie et finances Partenaires

Organismes de capital investissement allemands :

3i

Arcadia Beteiligungen Bensel Tiefenbacher
DEWB Deutsche Effecten und Wechsel - Beteiligungsgesellschaft
Equinet
Graphite Capital
Heptagon Capital Beteiligungsgesellschaft der Freien Sparkassen
High Tech Private Equity
Permira
Quadriga
RWE Dynamics Venture Capital Management
Techno Venture Management
West UBG

Echantillon anglais :

Alchemy Partners
Apax partners
Bridges Community Ventures
Cazenove Private Equity
GMT Communications Partners Ltd

Inflexion Private Equity
Midven
Montagu Capital
Montagu Private Equity
Moorfield Group Limited
Penta Capital
Phoenix Equity partners
Prelude Ventures Ltd.
Thompson Clive
Travers Smith Braithwaite

Organismes de capital investissement italiens :

Arca Merchant
BA Capital Advisors
Barclays Private Equity
BC Partners
Dresdner Kleinwort Capital Advisory
E-Venture.it
Industria e Finanza SGR
Interbanca
PM & PAartners
Private Equity Partners SGR
Unipol Merchant

Organismes de capital investissement espagnols :

Carlyle Groupe
CVC Capital Partners
Diana Capital S.G.EC.R.

Genera
Landon Investments

Intermédiaires et chambres consulaires :

Madame Kerfourn de l'Union Régionale des SCOP
Madame Besnier du Cabinet Fidorg Windsor
Monsieur Brotons de CFEI - MBA Capital
Monsieur Garnier de Aforge Finance
Monsieur Lemoigne de la CCI de Caen et Monsieur Lagniel de la CCI de Lisieux
Monsieur Pichard du Cabinet Partenaires Conseil Management

Chefs d'entreprise :

Monsieur BATTEUR Laurent
Monsieur BOYARD Roland
Monsieur DAPSENS Philippe
Monsieur DE SUZA Thierry
Monsieur FIODIERE Marcel
Monsieur JOUVE Daniel
Monsieur LANE Michel
Monsieur MADELINE Frédéric
Monsieur MESNIL Jean
Monsieur TAILLIS Claude

INTRODUCTION :

L'investissement dans le non coté correspond au financement en fonds propres ou en quasi-fonds propres d'entreprises qui ne font pas l'objet d'une cotation sur un marché financier. Cette activité a augmenté de façon spectaculaire ces dernières années. Selon les statistiques publiées par la *European Venture Capital Association* (E.V.C.A.), l'investissement dans le non coté est passé de moins de 5000 millions d'euros en 1990 à, approximativement, 35000 millions d'euros en 2000. La très grande majorité de ces investissements étant le fait des organismes de capital investissement (O.C.I.), l'activité de ces institutions fait l'objet, dans ce rapport, d'une analyse approfondie. En particulier, leur contribution dans les opérations de transfert de la propriété est recherchée.

Les interventions réalisées par ces institutions sur des opérations de transmission représentent en effet une part significative des montants investis par ces intermédiaires en Europe, surtout au Royaume-Uni et en France où le capital transmission représentait, en 2001, plus de 50% des montants investis. Par ailleurs, pour des raisons principalement démographiques, la mise en place d'outils adaptés à la transmission d'entreprises est devenue un enjeu majeur pour l'Europe et la majorité de ses membres. En effet, selon l'Observatoire Européen des P.M.E., les problèmes de transmission pourraient conduire, dans les années à venir, à la disparition de 1,5 million d'entreprises (soit approximativement 6,3 millions d'emplois).

Ce rapport est constitué de quatre chapitres. Le premier étudie la proximité entre les économies européennes en matière d'investissement dans le non coté et analyse les liaisons entre les caractéristiques de cet investissement et la situation économique et financière des petites et moyennes entreprises de l'industrie manufacturière en Europe. Dans le deuxième chapitre, les problèmes spécifiques posés par la transmission d'entreprises sont mis en exergue et les solutions que les organismes de capital investissement peuvent apporter soulignées. Ce travail est complété, dans les deux chapitres qui suivent, par une analyse de la contribution et des pratiques des O.C.I. dans cinq pays européens choisis en raison de leur importance dans l'industrie du capital investissement européen et de la diversité des structures financières et juridiques qui les caractérisent. Ces cinq pays sont l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni. Plus précisément, le troisième chapitre étudie, à partir de la base de données Zéphyr, le rôle joué par les O.C.I. dans le financement des opérations de

transfert de la propriété. Le quatrième chapitre analyse, à partir de données d'enquête, les différences de pratique des O.C.I. dans ces différents pays.

CHAPITRE 1 : L'INVESTISSEMENT DANS LE NON COTE EN EUROPE RESSEMBLANCES & CONSEQUENCES

par Rafik Abdesselam & Sylvie Cieply

La globalisation, et encore plus, dans l'espace européen, le processus d'intégration monétaire et économique posent la question de la convergence des systèmes financiers. Selon Schmidt, Hackethal et Tyrell (2001), cette convergence n'était pas effective avant l'introduction de l'Euro : le Royaume-Uni demeurait une économie centrée sur les marchés et l'Allemagne une économie dominée par la banque¹. Paillard et Amable (2002) confirment cette analyse en soulignant que « Malgré les nombreuses pressions à la convergence des pays européens vers le modèle anglo-saxon, les systèmes nationaux restent encore largement spécifiques. Seule la France s'est engagée dans un mouvement significatif de convergence vers le modèle anglo-saxon. » (p. 22). Ces auteurs soulignent également que « l'opposition entre systèmes financiers fondés sur les banques et systèmes financiers fondés sur les marchés financiers est satisfaisante en première approximation mais ne suffit pas à rendre compte des différences entre les systèmes financiers des grands pays développés » (Paillard et Amable, 2002, p. 22).

En particulier, ces approches ne considèrent pas l'activité des organismes de capital investissement qui interviennent en fonds propres et en quasi-fonds propres dans des entreprises non cotées. On peut trouver plusieurs raisons à cette omission.

Tout d'abord, l'activité des O.C.I. correspond à des financements en fonds propres ou en quasi-fonds propres fournis par des institutions financières qui, dans certains pays, sont des filiales de banques. Cette activité s'inscrit difficilement dans les approches théoriques qui opposent les financements collectés sur les marchés financiers (principalement des actions) et les financements bancaires (Allen, 1993 ; Allen et Gale, 2000). Le chapitre 3 discute la pertinence des typologies usuelles face à l'activité croissante des organismes de capital investissement.

¹ Cet auteur montre que la situation française est plus confuse ; cette économie ne serait plus une économie centrée sur la banque sans être toutefois une pure économie centrée sur les marchés.

Ensuite, à l'exception des Etats-Unis, le volume de l'investissement dans le non coté est longtemps resté très limité. L'impact macroéconomique des organismes de capital investissement apparaissait alors devoir être mineur et peu susceptible de remettre en cause les grandes tendances relevées à partir de la typologie classique qui opposent les économies centrées sur les marchés et les économies centrées sur la banque. Les montants investis en Europe dans le non coté ayant été multipliés par 7 en 10 ans (E.V.C.A., 2002), il devient dorénavant impératif d'étudier l'activité de cette industrie dans le contexte européen.

Ce constat du rôle croissant de l'activité des organismes de capital investissement en dehors du contexte américain a conduit Mayer, Schors et Yafeh (2002) à étudier l'offre de financement en capital risque², dans quatre économies caractérisées par des systèmes de financement très différents : l'Allemagne, Israël, le Japon et le Royaume-Uni. Ces auteurs ont montré que l'industrie du capital risque se distingue, dans ces pays à la fois par l'origine très différente des fonds investis³ et par le type d'investissements privilégiés⁴. D'après leurs résultats, ces deux facteurs sont liés. En particulier, les O.C.I. financés par les banques et les fonds de pension investissent moins dans des projets en création que les O.C.I. indépendants ou financés par des entreprises. Cette relation varie cependant selon les pays : les O.C.I. financés par les banques en Allemagne et au Japon investissent autant dans la création d'entreprises que les autres O.C.I. alors qu'ils ont tendance à investir dans des projets plus matures en Israël ou au Royaume-Uni.

Dans ce chapitre, notre objectif est de compléter ce travail et de systématiser cette approche dans le contexte européen. Il s'agit d'étudier la nature de l'activité des organismes de capital investissement en traitant les statistiques collectées par la *European Venture Capital Association* (E.V.C.A.). Notre analyse prend en compte tous les segments de leurs interventions, c'est-à-dire non seulement le capital risque, comme l'ont fait Mayer, Schors et Yafeh (2002), mais également le capital développement et le capital transmission. Il s'agit également d'apprécier la contribution du capital investissement à l'amélioration de la situation économique et financière des entreprises européennes structures de bilan et de performance des entreprises européennes. Ce travail est réalisé grâce à l'appariement de la base constituée avec les statistiques publiées par l'E.V.C.A.⁵ et celles fournies par la

² Le capital risque correspond au financement des entreprises en création (moins de 3 ans).

³ Selon ces auteurs, les fonds investis proviennent en Allemagne du secteur bancaire, au Japon de l'assurance, en Royaume-Uni des fonds de pension et en Israël des entreprises.

⁴ Les auteurs distinguent plusieurs critères de préférence tels que le secteur, le stade de développement ou la localisation des firmes candidates à un financement.

⁵ Les données E.V.C.A. sont présentées dans l'annexe 1.

Commission Européenne dans la banque de données harmonisée sur les entreprises (*Bank for the Account of Companies Harmonised* ou BACH)⁶.

Ce travail est structuré en 3 parties. La première section présente les principales caractéristiques de l'activité des organismes de capital investissement en Europe. La deuxième section pose la question des ressemblances et des dissemblances dans l'activité de ces institutions. En particulier, la question de la croissance des ressemblances est posée de manière à contribuer au débat sur la convergence de l'activité des organismes de capital investissement. Enfin, l'impact des caractéristiques de l'intervention des O.C.I. sur l'évolution de la situation économique et financière des entreprises est étudié dans une troisième section.

Pour résumer, ce travail met en évidence la forte augmentation de l'activité des O.C.I. en Europe entre 1991 et 2001. L'analyse descriptive souligne l'existence de différences sensibles en matières de volume total d'investissements réalisés, de montants moyens alloués, d'origines des fonds mobilisés et de types d'entreprises financées. Cette analyse souligne la situation très particulière du Royaume-Uni qui domine largement l'industrie du capital investissement européen. L'utilisation de méthodes statistiques plus élaborées sur un échantillon qui considère le cas britannique comme un pays illustratif permet de souligner l'assez forte ressemblance des caractéristiques de cette industrie au sein de l'Europe Continentale. L'étude des relations entre l'activité des O.C.I. et la situation économique et financière des entreprises met en évidence les liens qui existent entre les interventions en capital investissement et l'évolution de l'actif circulant et de la solvabilité des entreprises ainsi que leur performance.

1.- L'activité des organismes de capital investissement en Europe entre 1991 et 2001

Dans cette section, nous étudions l'activité des O.C.I. à partir des statistiques publiées par l'E.V.C.A. sur la période 1991-2001. 12 pays européens, présentant des données suffisamment complètes, ont été retenus : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, la France, le Royaume-Uni, l'Italie, les Pays-Bas, le Portugal et Suède. Les données sont harmonisées sur un plan monétaire en les transformant en ECU avant 1999 et en Euro à partir de 1999 pour les pays non-membres de la zone euro. Les cours de change considérés sont les cours moyens annuels.

⁶ Les données BACH sont présentées dans l'annexe 2.

Cinq variables ont été étudiées. Le volume total investi par les O.C.I. chaque année est analysé de manière à qualifier l'évolution de l'industrie du capital investissement européen. Le montant moyen des investissements réalisés, qui rapporte le montant total investi au nombre de projets financés, est considéré de façon à approcher les tickets d'entrée des O.C.I. et à apprécier la taille des projets financés. L'analyse des investissements réalisés est poursuivie grâce à la considération de la spécialisation des O.C.I. sur les différents stades de développement des entreprises. En particulier, les montants investis sur, d'une part, le stade le plus amont (l'amorçage) et, d'autre part, le stade le plus aval (la transmission) sont plus particulièrement étudiés. Enfin, la nature des ressources investies est recherchée. En particulier, nous apprécions la part, parmi les ressources collectées, des fonds publics et des fonds indépendants des banques ou des grandes entreprises industrielles et commerciales.

L'analyse des statistiques descriptives permet de constater le fort développement de l'industrie du capital investissement en Europe au cours de la dernière décennie (1.1.), le faible développement des activités des O.C.I. sur les stades les plus à l'amont de la vie de l'entreprise, en particulier l'amorçage⁷, et la préférence des organismes de capital investissement pour le financement de la transmission (1.2.) et l'importance des fonds indépendants en Europe (1.3.).

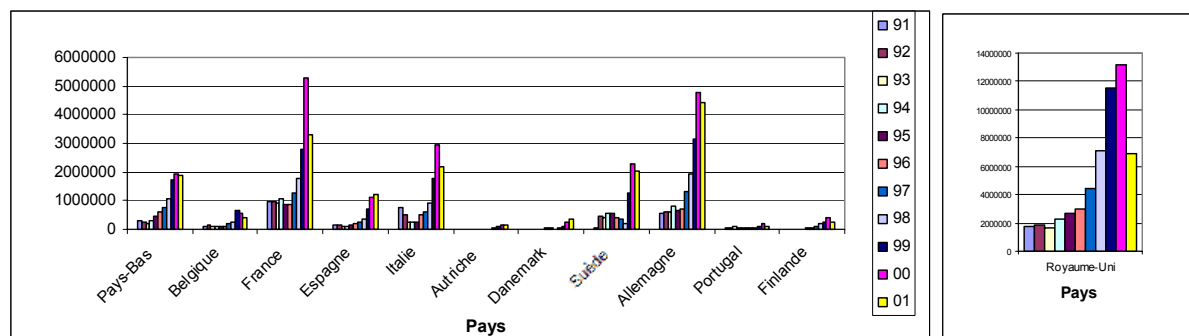
1.1.- Une industrie du capital investissement européen en forte croissance

Le capital investissement est une activité relativement récente en Europe. L'association européenne professionnelle des investisseurs en capital, la *European Venture Capital Association*, n'a été créée qu'en 1983 et les statuts juridiques qui caractérisent les métiers du capital investissement (en France, le statut de Société de Capital Risque et de Fonds Communs de Placement à Risque) n'ont été mis en place que dans les années 80.

Comme le montre le graphique 1.1., cette industrie a connu une forte croissance après 1996. Cette croissance de l'activité des O.C.I. au cours de la deuxième moitié des années 90 peut être associée à un état de la conjoncture plus favorable, à la croissance des investissements dans le secteur des nouvelles technologies de l'information et de la communication et à la création de marchés de valeurs en croissance qui permettent aux investisseurs de céder leurs participations et de réaliser leurs plus values.

⁷ Le capital amorçage, appelé également *seed capital*, correspond à un apport en fonds propres pour financer la mise au point des produits durant le démarrage de l'activité de la firme, pour finaliser un projet en cours d'élaboration, pour financer une recherche ou encore valider une technologie (CDC PME, <http://www.cdcpme.fr/glossaire>)

Graphique 1.1. : le volume total investi par les O.C.I. entre 1991 et 2001 dans 12 pays européens
(en keuros et kECUs)

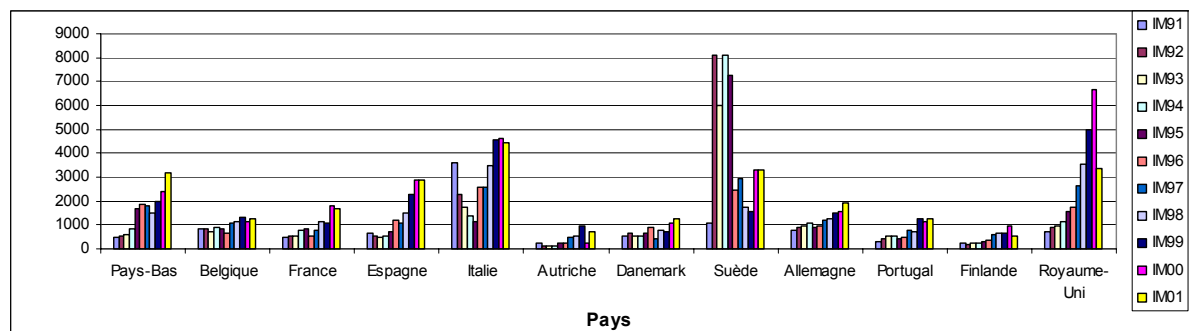


Source : E.V.C.A, 1992 à 2002.

L'observation du graphique 1.1. met en évidence une disparité importante dans les volumes investis par les sociétés de capital investissement en Europe. En effet, le Royaume-Uni se démarque très nettement des autres pays de l'Union. En 2001, la part de ses investissements représente presque 45% (42,51%) de l'investissement des 12 pays européens retenus dans cette étude. De 1991 à 2001, la France et l'Allemagne se partagent respectivement les 2^{ème} et 3^{ème} places avec un volume d'investissement quasiment semblable mais très en deçà de celui du Royaume-Uni. En Italie, aux Pays-Bas, en Suède, en Espagne et en Belgique, le capital investissement est actif mais les volumes investis restent faibles. Le Danemark, l'Autriche, la Finlande et le Portugal sont nettement en retrait par rapport au reste de l'Union.

Sur la période étudiée, on observe également (graphique 1.2.) la croissance de l'investissement moyen par projet (volume investi / nombre de projets) en particulier à partir de 1996 sauf pour la Suède où la croissance de l'investissement total est inférieure à l'augmentation du nombre de projets financés. Le calcul de l'investissement moyen met en évidence l'importance des tickets d'entrée moyens des investisseurs en Suède, Italie et Royaume-Uni qui s'explique soit par l'envergure des projets financés par les O.C.I (Royaume-Uni) soit par le faible nombre de projets soutenus (Italie). A l'opposé, l'Autriche, la Finlande, le Portugal, le Danemark et la France se caractérisent par des investissements moyens relativement faibles au cours de la période analysée.

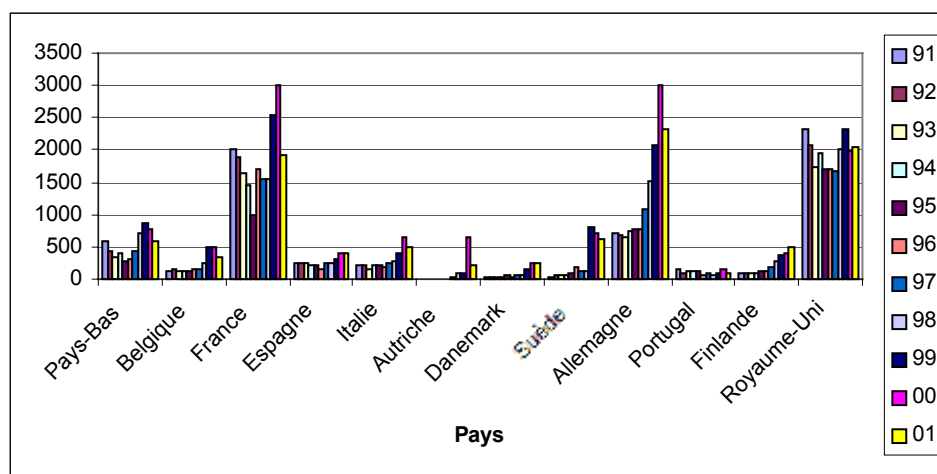
Graphique 1.2. : le montant moyen investi par les O.C.I. entre 1991 et 2001 dans 12 pays européens
(en keuros et kECUs)



Source : E.V.C.A, 1992 à 2002.

Enfin, le nombre de projets financés augmente à partir de 1998 sauf au Portugal où il reste faible et au Royaume-Uni où il était, déjà en début de période, particulièrement élevé (graphique 1.3.). On retrouve la hiérarchie observée pour les volumes investis. Le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France occupent les trois premières places. En fin de période, la France et surtout l'Allemagne dominent même le marché européen en terme de nombre de projets financés. La situation est opposée en Suède, Finlande, Danemark, Portugal et Autriche où le nombre de projets financés reste très faible. Enfin, l'Italie, les Pays-Bas, l'Espagne et la Belgique présentent une situation intermédiaire.

Graphique 1.3. : le nombre de projets financés par les O.C.I. entre 1991 et 2001 dans 12 pays européens



Source : E.V.C.A, 1992 à 2002.

En conclusion, le Royaume-Uni, la France et l'Allemagne semblent avoir la même politique d'investissement, à savoir un nombre d'investissements élevé avec un montant d'investissement moyen. L'Italie, les Pays-Bas, la Suède, l'Espagne et la Belgique semblent plus axés sur une stratégie de forts investissements moyens et sur un nombre

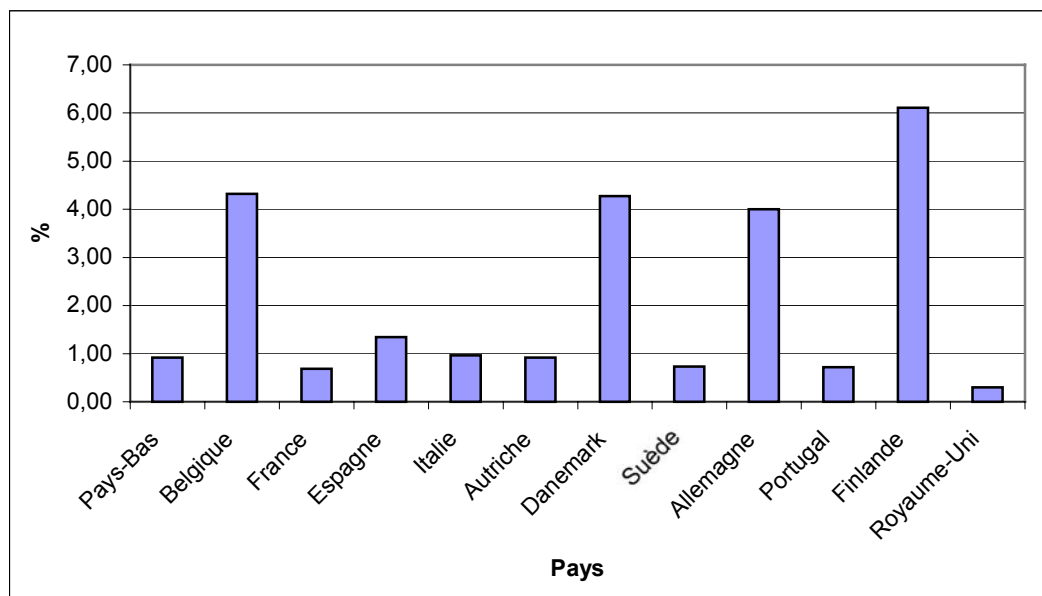
moyen d'investissements qui reste faible. La Finlande, le Danemark, le Portugal et l'Autriche font peu d'investissements et ceux-ci sont d'un faible montant.

1.2.- La préférence des O.C.I. pour le capital transmission et la désaffection pour le capital amorçage

On distingue traditionnellement quatre activités des O.C.I. qui dépendent du positionnement des entreprises financées sur leur cycle de vie : le capital amorçage qui correspond au financement de l'établissement de la société, le capital création qui correspond au financement des entreprises de moins de 3 ans, le capital développement qui renvoie au financement de l'expansion de la firme et le capital transmission qui permet le financement des reprises d'entreprises.

La part des volumes investis par les O.C.I. en capital amorçage varie entre 0.30% au Royaume-Uni et 6.11% en Finlande (graphique 1.4.). Quatre pays se distinguent par une proportion significativement supérieure des montants investis en amorçage : la Belgique, le Danemark, l'Allemagne et surtout la Finlande.

Graphique 1.4. : la part du capital amorçage dans le montant investi par les O.C.I. (en moyenne sur la période 1991-2001)

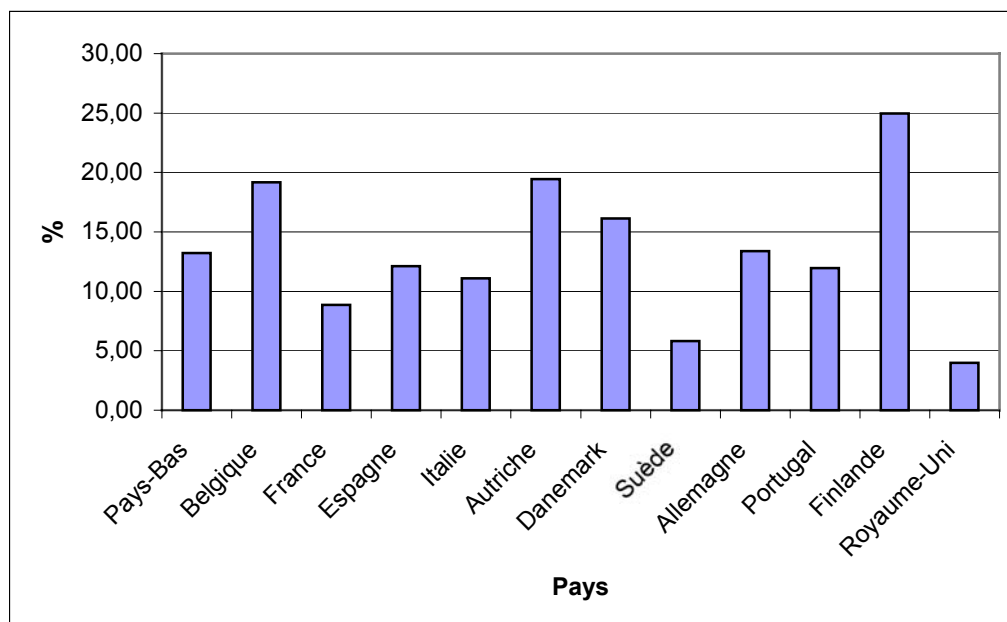


Source : E.V.C.A, 1992 à 2002.

La contribution du capital création dans le volume investi en capital investissement varie entre 3,97% des investissements au Royaume-Uni et 24,96% en Finlande (graphique 1.5.). Le capital création est le plus développé (plus de 20% des montants investis) en Belgique, Allemagne et France. En Italie, Espagne, Portugal, Pays-Bas, Autriche et

Danemark, le capital création compte pour, en moyenne, entre 10 et 20% des montants investis. Au Royaume-Uni, en Suède et en France, la proportion des investissements réalisés en capital création est faible, inférieure à 10%.

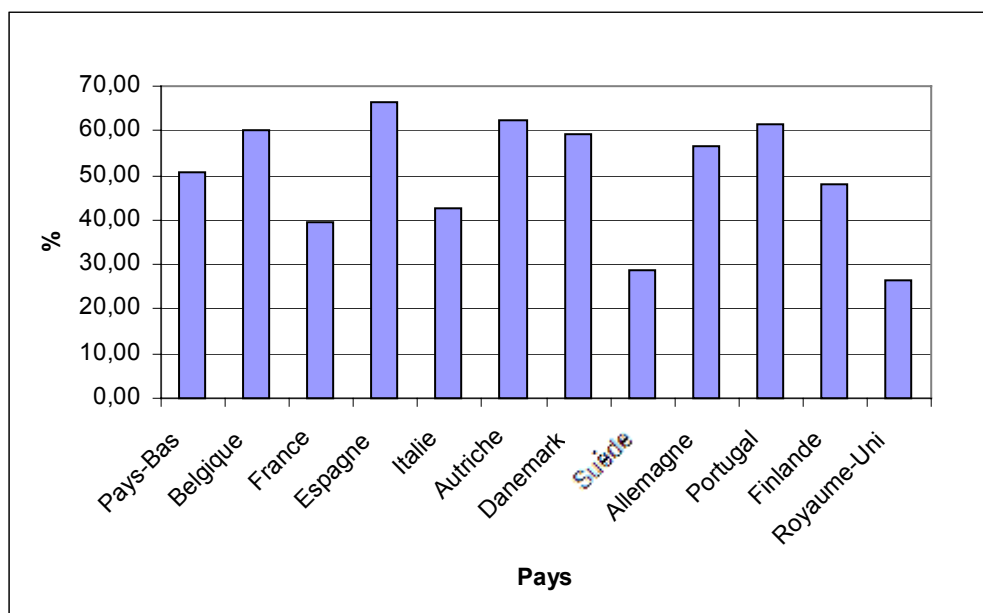
Graphique 1.5. : la part du capital création dans le montant investi par les O.C.I. (en moyenne sur la période 1991-2001)



Source : E.V.C.A, 1992 à 2002.

La part dédiée au capital développement dans le montant des investissements (graphique 1.6.) est partout supérieure à 40% sauf en France (39,67%), en Suède (28,54%) et au Royaume-Uni (26,58%). Cette proportion est supérieure à 50% aux Pays-Bas, en Belgique, en Autriche, en Allemagne et au Portugal. C'est en Espagne que la part dévolue au capital développement est maximale : dans ce pays, 66,31% des montants investis le sont dans des projets de capital développement.

Graphique 1.6. : la part du capital développement dans le montant investi par les O.C.I (en moyenne sur la période 1991-2001)

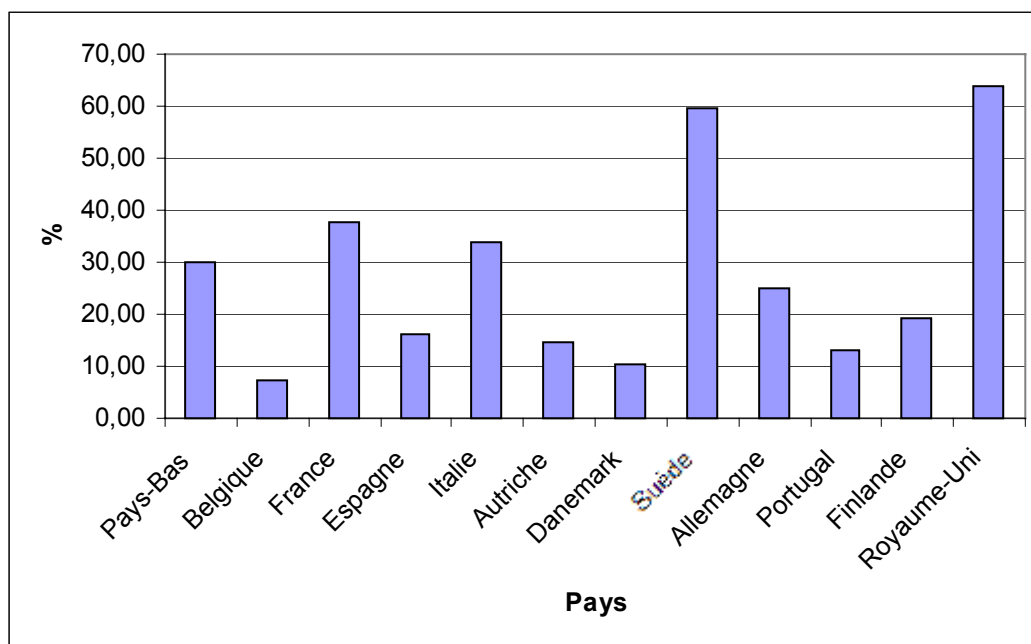


Source : E.V.C.A, 1992 à 2002.

La part des investissements réalisés en capital transmission (graphique 1.7.) est très forte en Suède (59,71%) et au Royaume-Uni (64,03%). En Allemagne, France, Italie et aux Pays-Bas, la part du capital transmission dans les montants investis varie entre 25 et 40%. Enfin, la Belgique, l'Espagne, l'Autriche, le Danemark, le Portugal et la Finlande présentent une proportion inférieure à 20% avec un minimum atteint par la Belgique (7,31%).

Au total, nous retenons l'importance des différences entre pays européens dans la destination des fonds investis entre phase amont (amorçage et création) et phase aval (développement et transmission). Le Royaume-Uni, la France et la Suède ont développé la majorité de leurs activités sur les phases les plus à l'aval du cycle de vie de l'entreprise, en particulier en transmission. Les Pays-Bas, l'Italie, l'Allemagne et l'Autriche sont des pays qui ont développé de manière relativement équilibrée l'ensemble des activités du capital investissement. Enfin, La Belgique, le Danemark, le Portugal, l'Espagne et la Finlande ont peu développé l'activité de transmission par rapport aux autres branches du capital investissement.

Graphique 1.7. : la part du capital transmission dans le montant investi par les O.C.I. (en moyenne sur la période 1991-2001)



Source : E.V.C.A, 1992 à 2002.

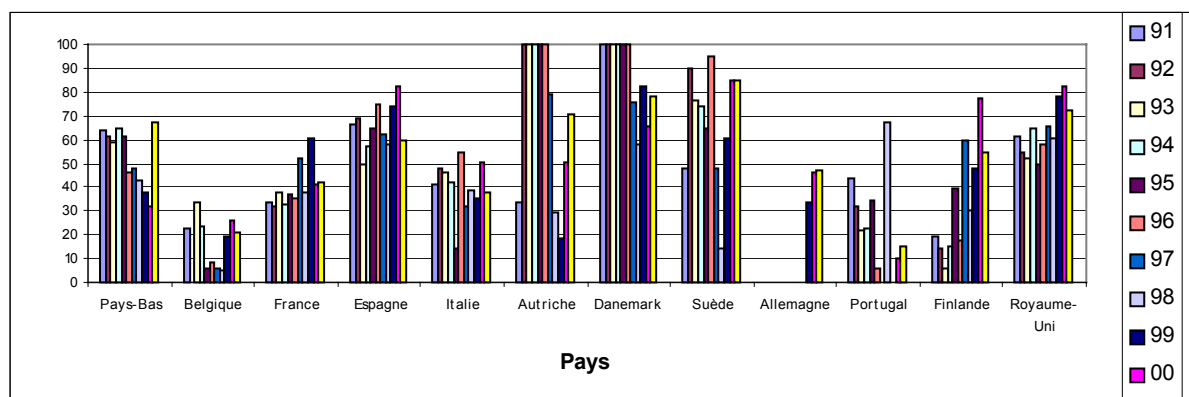
1.3.- Le type d'organismes de capital investissement

On distingue habituellement 3 types d'organismes de capital investissement :

- les O.C.I. indépendants (organismes privés ne dépendant ni d'une entreprise du secteur banque-assurance, ni d'une grande entreprise commerciale ou industrielle),
- les O.C.I. captifs, c'est-à-dire les filiales de banques ou de grandes entreprises, ou semi-captifs qui gèrent à la fois des fonds indépendants et des fonds captifs,
- les O.C.I. qui sont liés au secteur public.

Le graphique 1.8. met en évidence l'importance des investisseurs indépendants en Europe. On note en particulier la place prépondérante de ces investisseurs en Autriche, au Danemark et en Suède. Leur rôle est également important en Espagne, Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Le secteur indépendant est significatif en France, en Italie et en Allemagne. Il devient de plus en plus important en Finlande et reste faible en Belgique ainsi qu'au Portugal.

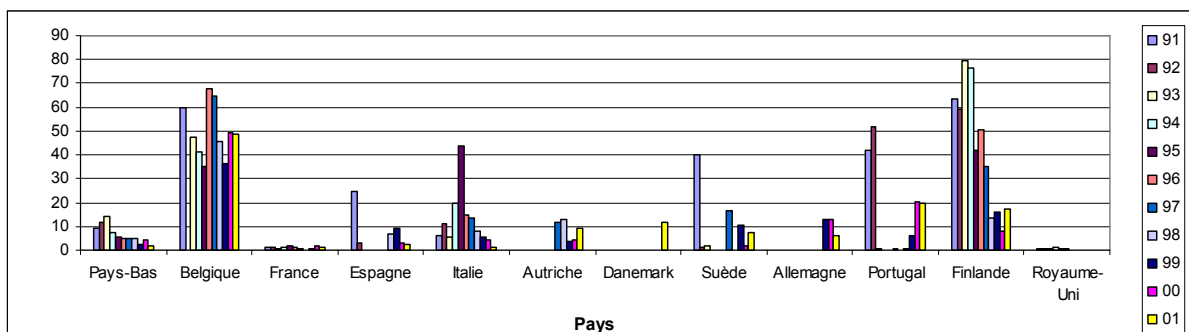
Graphique 1.8. : la part moyenne des investissements réalisés par des organismes indépendants dans le total des investissements sur la période 1991-2001



Source : E.V.C.A, 1992 à 2002.

Le poids des O.C.I. liés au secteur public dans les montants investis est élevé en Belgique et en Finlande. L'Etat intervient de manière régulière en Italie et aux Pays-Bas. Pour les autres pays, les apports de ressources publiques sont faibles (Autriche, Espagne, Portugal, Suède) voire même quasiment inexistantes (Danemark, France, Royaume-Uni). Les informations ne sont pas communiquées pour le cas allemand.

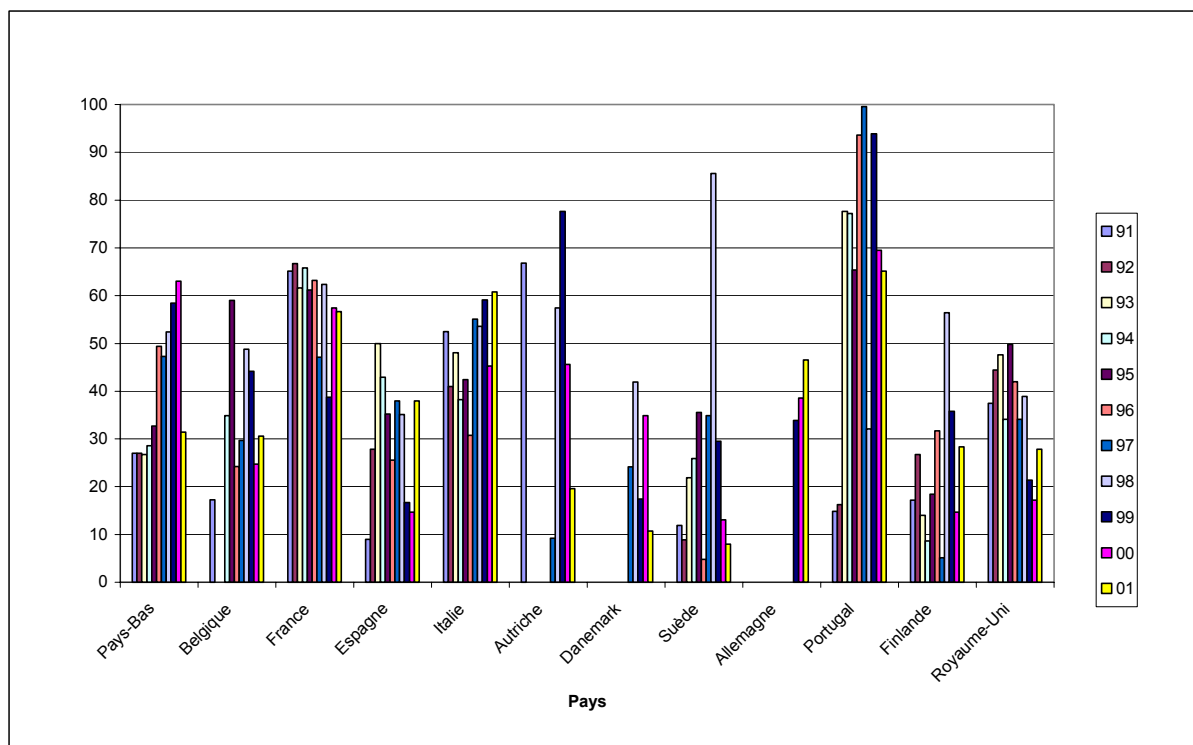
Graphique 1.9. : la part moyenne des investissements réalisés par des organismes liés au secteur public dans le total des investissements sur la période 1991-2001



Source : E.V.C.A, 1992 à 2002.

Les autres ressources sont apportées par des investisseurs captifs. Le Portugal, et dans une moindre mesure la France, l'Italie, les Pays-Bas ont beaucoup eu recours à ce type d'investisseurs. A l'opposé, le Royaume-Uni, la Suède (sauf en 1998), la Finlande (sauf en 1998), le Danemark, ont un secteur captif et semi-captif moins actif.

Graphique 1.10. : la part moyenne des investissements réalisés par des organismes captifs et semi-captifs dans le total des investissements sur la période 1991-2001



Source : E.V.C.A, 1992 à 2002.

Au total, on constate l'importante des fonds indépendants dans l'industrie du capital investissement européen et l'importance des ressources publiques en Belgique et en Finlande.

En conclusion, on note un développement important de l'activité des O.C.I. en volume total et en nombre de projets soutenus en Europe. Au-delà de ce constat partagé par tous les pays européens, on observe une disparité importante des situations selon les pays. En particulier, force est de constater la situation particulière du Royaume-Uni qui présente des volumes investis sans commune mesure avec le reste de l'industrie du capital investissement européen.

Dans la section suivante, nous étudions de façon plus précises ces disparités grâce à l'étude des dissemblances et des ressemblances de l'activité des O.C.I. en Europe continentale.

2.- Ressemblances et différences dans l'activité des O.C.I. au sein de l'Europe Continentale entre 1991 et 2001

Les différences et ressemblances des O.C.I. européens sont recherchées à partir de l'étude de 5 variables sur la période 1991-2001 :

- le volume de financements accordés (IV),
- le ticket moyen d'entrée des organismes de capital investissement (IM) qui correspond au rapport du volume des investissements sur le nombre de projets financés,
- le poids de l'investissement des O.C.I. sur la phase la plus amont du cycle de vie des entreprises, l'amorçage (EM), qui constitue la phase la plus délicate de l'intervention des O.C.I. compte tenu des niveaux de risque sous-jacents,
- la proportion des O.C.I. indépendants (II),
- et le poids de l'Etat dans les fonds mobilisés par les O.C.I. (IP).

Compte tenu de la situation relativement exceptionnelle en terme de niveau d'activité du Royaume-Uni, l'étude des ressemblances et des dissemblances des O.C.I. est réalisée sur les seuls O.C.I. de l'Europe continentale. Onze pays, pour lesquels les données sont suffisamment complètes, constituent les individus actifs de l'analyse⁸ : l'Allemagne (G), l'Autriche (A), la Belgique (B), le Danemark (DK), l'Espagne (S), la Finlande (FIN), la France (F), l'Italie (I), les Pays-Bas (NL), Portugal (P) et la Suède (SW). La situation britannique (UK) est projetée en élément pays illustratif, ce qui permet de positionner cette économie par rapport aux regroupements des autres pays européens.

L'étude repose sur un enchaînement méthodologique de techniques d'analyse de données. La réalisation d'une classification hiérarchique ascendante (C.H.A.) sur les facteurs significatifs de l'analyse en composantes principales (A.C.P.) des variables retenues pour caractériser l'activité des O.C.I. année après année permet d'identifier les groupes de pays qui présentent de fortes ressemblances. Trois groupes de pays sont identifiés pour chaque année. La liste des pays constituant chaque groupe est donnée, pour chaque année, dans la première ligne de chaque tableau d'analyse (tableau 1.1.). Pour chaque année, sont identifiées (deuxième ligne de chaque tableau) les variables qui caractérisent significativement chaque classe de pays. Deux types de variables sont identifiés : celles qui définissent le profil du groupe (signe positif) sont surreprésentées dans la classe et celle qui définissent l'anti-profil

⁸ Les regroupements de pays sont réalisés à partir de l'étude de ces seuls individus.

du groupe (signe négatif) sont sous-représentés dans la classe. Lorsque aucune variable ne caractérise la classe, le groupe de pays présente des valeurs moyennes pour chacune des variables considérées. La classe est alors dite homogène. Enfin, le Royaume-Uni est positionné dans la troisième ligne de chaque tableau dans la colonne qui correspond à la classe à laquelle il ressemble le plus.

Tableau 1.1. : ressemblances et dissemblances dans l'activité des O.C.I. au sein de l'Europe continentale

		OCI		
		11 Pays Europe Continentale		
Année		IV	IM	EM II IP
		1 Pays illustratif : UK		
1991	NL S A DK SW P	F I G	B FIN	
	IV- II+	IV+ IM+	II- EM+ IP+	
		UK		
1992	NL B S A DK P	F I SW G	FIN	
	IV-	IV+ IM+	IM- IP+ EM+ II-	
		UK		
1993	NL B F S I G P	A DK SW	FIN	
	homogène	II+	IM- IP+	
	UK			
1994	NL B F S I SW G P	A DK	FIN	
	IV+ EM-	II+	IP+ EM+ IV- IM-	
		UK		
1995	NL F SW G	S A DK	B I P FIN	
	IV+	II+	II- IP+	
	UK			
1996	NL F I SW G	S A DK P	B FIN	
	IV+ IM+	IV-	II- IP+	
	UK			
1997	NL F I SW P	S A DK FIN	B G	
	EM- IM+	IV- IM- II+	homogène	
	UK			
1998	NL F S I A DK P FIN	G	B	
	IP- EM- II+	IV+	II- IP+	
		UK		
1999	NL I F S SW G	A P	B DK FIN	
	IV+ IM+	II- EM-	EM+	
	UK			
2000	NL F I SW G P	S A DK FIN	B	
	IV+	II+ IV-	EM+ IP+	
	UK			
2001	NL F S I SW G	A DK FIN	B P	
	EM- IP- IV+ IM+	IV- IM- EM+	II- IP+	
	UK			

Ainsi, par exemple, en 1991, on observe un premier groupe qui rassemble les Pays-Bas, l'Espagne, l'Allemagne, le Danemark, la Suède et le Portugal. Ce groupe se caractérise par des investissements en volume inférieurs à la moyenne des pays actifs et des ressources plus indépendantes que la moyenne. Le deuxième groupe rassemble la France, l'Italie et l'Allemagne. Ces pays présente des investissements en volume et en montant supérieurs à la moyenne. Le Royaume-Uni se retrouve dans cette classe : l'activité des O.C.I. britanniques ressemble à l'activité des O.C.I. Enfin, la Belgique et la Finlande se caractérisent par la faible importance des ressources indépendantes, l'importance de l'investissement public et le faible part des investissements en capital amorçage.

L'étude des ressemblances dans l'activité des organismes de capital investissement met en évidence que 60.17% en moyenne des pays se concentrent dans une seule classe (tableau 1.2.). On n'observe pas, sur la période, une tendance à plus de ressemblances entre pays européens. Le poids de la classe dominante suit une évolution cyclique qui présente sur la décennie étudiée deux *maxima* l'un en 1994, l'autre en 1998. Au cours de ces deux années, 80% des pays appartiennent à une même classe.

Deux pays apparaissent avoir un statut particulier : la Finlande et la Belgique La Finlande n'appartient jamais à la classe dominante avant 1997. La Belgique présente également une situation marginale à partir de 1996 (et également en 1991). Ces deux pays se caractérisent par l'importance des ressources publiques, des investissements dans des projets très à l'amont et des fonds indépendants inférieurs à la moyenne.

La France appartient à la classe dominante à partir de 1993. Elle ressemble en particulier à l'Allemagne (sauf 2 années 1997 et 1998) et à l'Italie (sauf en 1995). La France appartient à la même classe que l'Espagne dans 4 cas sur 5 entre 1998 et 2000 et seulement 2 fois entre 1991 et 1998. Sur l'ensemble de la période, on peut constater que la France se caractérise par des investissements en volume et en montant généralement supérieurs à la moyenne européenne. La classe à laquelle appartient la France s'oppose à d'autres classes qui se caractérisent par l'importance des ressources publiques et/ou l'importance de l'investissement en capital amorçage.

On observe la forte ressemblance de trois pays, l'Espagne, l'Autriche et le Danemark qui appartiennent 8 fois à la même classe au cours de la période étudiée. Pour ces pays, on note l'importance des fonds indépendants et la relative faiblesse du volume total des investissements.

Enfin, relativement à la typologie des pays de l'Europe continentale selon l'activité de leurs O.C.I., le Royaume-Uni se positionne toujours dans la classe qui rassemble le plus grand nombre de pays. Le Royaume-Uni ressemble, en particulier, toujours à la France sauf 2 fois en 1998 et 1999.

Tableau 1.2. : poids de la classe dominante dans l'échantillon*

1991**	54,55%
1992	54,55%
1993	63,64%
1994	80,00%
1995	36,36%
1996	45,45%
1997	45,45%
1998	80,00%
1999	54,55%
2000	54,55%
2001	54,55%

Statistiques sommaires	
Minimum	36,36%
Maximum	80,00%
Moyenne	56,34%
Ecart Type	12,88%
Coefficient de variation	22,71%

*Il s'agit du nombre de pays composant une classe dominante sur le nombre de pays.

** Cette statistique signifie que, au cours de l'année 1991, 6 pays sur 11 soit 54.55% des pays appartiennent à la classe dominante.

Au total, on constate **l'assez forte ressemblance des O.C.I. en Europe continentale** puisque, en moyenne entre 1991 et 2001, plus de 56% des pays étudiés appartiennent à une même classe. En particulier, **les grands pays de l'Europe continentale, la France, l'Allemagne et l'Italie appartiennent souvent à une même classe caractérisée par l'importance des volumes investis et la faiblesse des investissements en capital amorçage.** On observe également la **situation particulière des pays du nord de l'Europe, en particulier la Belgique et la Finlande, qui se caractérisent par la faiblesse des ressources privées indépendantes et l'importance des ressources publiques.**

Etudions maintenant les incidences que peuvent avoir ces différences d'activité des O.C.I. sur la situation économique et financière des entreprises européennes.

3.- Quelles relations entre l'activité des O.C.I. et la situation économique et financière des petites et moyennes entreprises en Europe ?

L'étude des liens entre l'activité dans le non coté et les caractéristiques économiques et financières des entreprises est réalisée grâce à une analyse statistique bidimensionnelle. Nous recherchons les liens significatifs entre les variables qui caractérisent l'activité des O.C.I. et les variables qui synthétisent l'évolution de la situation économique et financière des entreprises européennes. Plus précisément, sont identifiées les relations qui existent entre les

cinq variables retenues pour représenter l'activité des O.C.I. (IV, IM, EM, II et IP) et chaque groupe homogène formé année après année sur plusieurs thèmes relatifs à l'évolution du bilan des entreprises et à leur performance⁹.

Après avoir présenté l'échantillon des données et défini les variables qui représentent la situation économique et financière des entreprises (3.1.), nous exposons brièvement la méthode utilisée (3.2.) et nous présentons les principaux résultats obtenus (3.3.).

2.1.- Les données et les variables

La base de données utilisée pour caractériser la situation économique et financière des entreprises européennes est la base BACH qui présente l'image comptable des entreprises européennes, à l'exception du Royaume-Uni. Les données relatives à la situation économique et financière des entreprises issues des 11 pays actifs étudiés sont disponibles et ont pu être croisées avec les données collectées par l'E.V.C.A. sur l'activité des O.C.I. dans ces pays. Seules les entreprises de l'industrie manufacturière sont considérées dans la mesure où ce secteur fournit des données de qualité supérieure. Dans la mesure où l'activité des O.C.I. concerne avant tout les P.M.E.¹⁰, nous concentrons l'analyse sur les données relatives aux entreprises de petite dimension qui, dans BACH, ont un chiffre d'affaires inférieur à 7 million d'euros.

A partir de ces données, ont été construits cinq thèmes ou regroupements de variables.

Le premier thème étudie l'évolution de la proportion d'actifs circulants dans le bilan des entreprises. Trois variables sont considérées : le taux de variation du ratio stocks sur le total des actifs (D1), le taux de variation du ratio créances clients sur le total des actifs (D2) et le taux de variation du ratio disponibilités sur le total des actifs (D4).

Le deuxième thème étudie l'évolution de la politique d'investissement des entreprises. Trois variables sont considérées : le taux de variation du ratio immobilisations incorporelles sur le total des actifs (C1), le taux de variation du ratio immobilisations corporelles sur le total des actifs (C2) et le taux de variation du ratio immobilisations financières sur le total des actifs (C3).

⁹ La méthodologie utilisée pour constituer ces classes est semblable à celle utilisée pour analyser l'activité des O.C.I. Les tableaux des synthèses qui présentent les regroupements obtenus sont exposés dans l'annexe 3.

¹⁰ En France, en 2003, les entreprises de moins de 500 salariés représentaient 90% des entreprises financées. 62% des investissements concernaient cette même année des entreprises réalisant moins de 10 millions d'euros de chiffre d'affaires (AFIC, PWC, 2003, p. 16 et p. 19).

Dans le troisième thème est étudiée l'évolution de la solvabilité des entreprises. Deux variables sont considérées : le taux de variation du ratio capitaux propres et réserves sur le total des actifs (J) et le taux de variation du ratio provisions sur le total des actifs (L).

Dans le quatrième thème, l'évolution du poids des dettes est étudiée. Quatre variables sont considérées : le taux de variation du ratio dettes à court terme sur le total des actifs (F2), le taux de variation du ratio dettes à moyen terme sur total des actifs (F4), l'évolution de la dette commerciale sur le total des actifs (I1) et l'évolution de la dette financière sur le total des actifs (I2).

Le cinquième thème étudie la performance de la firme. Les différentes variables considérées sont alors un indicateur de la rentabilité des actifs (le R.O.A.), un indicateur de la rentabilité des fonds propres (le R.O.E.) et l'évolution des bénéfices comptables avant impôts (21) et l'évolution des coûts salariaux (6).

Chaque thème fait l'objet d'une analyse des ressemblances identiques à celles réalisées pour les O.C.I. dans la section précédente. Les résultats détaillés font l'objet de l'annexe 3.

2.2.- La méthodologie retenue

Pour chaque année, les liens qui existent entre les caractéristiques de l'investissement dans le non coté et le résultat de l'analyse des ressemblances entre les pays relativement aux cinq thèmes sont identifiés dans les tableaux qui suivent. Pour chaque thème, les liaisons significatives (avec un risque d'erreur inférieur ou égal à 5%) sont repérées et la nature des liaisons est précisée grâce au repérage des caractéristiques du groupe de pays pour lequel il existe un lien significatif.

Dans la mesure où nous considérons cinq variables pour qualifier l'activité des O.C.I. sur 11 années consécutives et que nous les rapprochons une à une des résultats obtenus dans l'analyse des ressemblances pour chaque thème chaque année, nous obtenons, pour chaque thème, un tableau des liaisons composé de 605 cellules qui constituent autant de liens possibles entre le thème étudié et l'activité des O.C.I.. Pour qualifier l'importance des liens, nous rapprochons le nombre de cellules caractérisant l'existence d'une relation avec le nombre total de cellules. Ensuite, pour les thèmes qui montrent l'existence de liens significatifs, nous précisons la nature des liens.

2.3.- Résultats

2.3.1.- Les relations entre l'activité des O.C.I. et l'évolution de l'actif circulant des petites entreprises industrielles européennes

85 liaisons sont identifiées entre les variables relatives aux O.C.I. et les groupes de pays identifiés pour le thème 1 relatif à l'évolution des composantes de l'actif circulant (tableau 1.3.).

Plus particulièrement, on observe des relations entre l'investissement des O.C.I., exprimé en volume, et l'importance de la variation des stocks (D1) et des créances clients (D2) dans le total de l'actif. La liaison est toujours positive avec D1 : plus l'investissement des O.C.I. est d'un montant total élevé, plus la variation du poste de stocks est importante.

On observe aussi des liaisons significatives entre l'investissement moyen des O.C.I. et l'évolution, d'une part, du ratio stocks sur total de l'actif (D1) et, d'autre part, l'évolution du ratio trésorerie sur total de l'actif (D4). La liaison est, cette fois-ci, toujours négative avec D1 : plus l'investissement des O.C.I. est important en montant moyen, moins la variation du poste de stocks est importante. La relation avec l'évolution de la liquidité est très majoritairement positive : plus l'investissement des O.C.I. est important en montant moyen, plus la liquidité augmente.

On constate également l'existence d'une liaison (8 fois négative et 4 fois positive) entre l'importance des investissements des O.C.I. sur le stade le plus précoce de la vie des entreprises et l'évolution de la trésorerie.

L'indépendance des organismes de capital investissement est fortement corrélée avec l'évolution des stocks et, dans une moindre mesure, avec l'évolution de la trésorerie. Plus particulièrement, on observe une liaison négative entre ces deux variables et la proportion de fonds indépendants dans les ressources de l'O.C.I. dans les années qui précèdent l'analyse des caractéristiques des O.C.I. Il semble donc qu'il y ait plus de fonds indépendants dans les économies caractérisées par une moindre augmentation des stocks et des disponibilités. Dans ces économies, **le marché est plus vaste pour les O.C.I. puisque la liquidité est tendue, et donc les besoins de financement susceptibles d'être plus importants, alors même que la gestion des entreprises semble plutôt rigoureuse puisque leur politique de stock est bien maîtrisée.** La relation est indéterminée entre l'indépendance de l'O.C.I. et la politique de stockage des entreprises et positive entre l'indépendance de l'O.C.I. et les disponibilités de

l'entreprise lorsque l'observation des caractéristiques des O.C.I. précède l'observation de la situation des entreprises.

Enfin, on observe, en début de période (jusqu'en 1993), une liaison positive entre l'importance des fonds publics dans le capital des O.C.I. et l'évolution des stocks des entreprises (exprimée relativement au total de l'actif). On observe, après 1993, une liaison négative entre l'importance des fonds publics et l'évolution du poids des disponibilités dans le bilan. L'action de l'Etat, en matière d'apport de fonds propres aux organismes de capital investissement, est plus importante dans les économies où les entreprises rencontrent des évolutions défavorables de leur trésorerie. Cette action a un impact positif à moyen terme sur l'importance des stocks.

2.3.2.- Les relations entre l'activité des O.C.I. et l'évolution de la solvabilité des petites entreprises industrielles européennes

Le deuxième thème qui présente des liaisons significatives avec l'activité des O.C.I. est celui relatif à l'évolution de la solvabilité des entreprises (thème 3). Cette relation était attendue du fait de l'impact automatique de l'apport de financements des O.C.I. sur les fonds propres des entreprises. Cependant, on n'observe que 54 liaisons significatives au seuil de 5% (tableau 1.5.). Les liaisons se concentrent sur trois variables : l'investissement total, l'investissement moyen et l'importance du stade amont dans l'activité des organismes de capital investissement. Le lien entre ces variables et la variation des fonds propres et réserves est majoritairement positif : plus l'investissement en montant total, mais aussi en moyenne, est important, plus la croissance des capitaux propres des entreprises est élevée. La relation entre l'activité des O.C.I. et les provisions est globalement positive : les entreprises financées par les O.C.I. prennent plus de risques que la moyenne. L'importance des investissements sur les stades très à l'amont du cycle de vie de l'entreprise est associée avec une diminution du poids des capitaux propres et réserves dans le bilan. Ce résultat renvoie au problème de solvabilité qui se pose très souvent pour les entreprises en création. Enfin, quasiment, aucune liaison ne peut être identifiée entre les variables relatives à l'importance des fonds indépendants et de l'intervention publique et la solvabilité des entreprises. La nature des fonds propres des O.C.I. semble être sans influence sur la solvabilité des entreprises.

2.3.3.- Les relations entre l'activité des O.C.I. et la performance des petites entreprises industrielles européennes

Le troisième thème qui présente des liaisons significatives avec l'activité des O.C.I. est le thème 5 relatif aux performances des entreprises. 48 liens peuvent être mis en évidence (tableau 1.7.). On observe, tout d'abord, la faiblesse du nombre de liens entre l'importance des volumes investis par les O.C.I. et la performance des entreprises (seulement 8 liaisons surtout concentrées en début de période). L'investissement moyen est plus fortement corrélé avec ce thème (16 liaisons significatives). La liaison est alors majoritairement négative : **lorsque l'investissement moyen est important, les performances des entreprises sont plutôt faibles**. Un lien majoritairement positif peut être identifié entre l'importance de l'investissement sur des projets très à l'amont dans le cycle de vie des entreprises et la performance des firmes ; **plus les O.C.I. interviennent de manière précoce dans le capital des entreprises, plus les firmes sont performantes**. De nombreuses liaisons peuvent être repérées entre l'importance des fonds indépendants et la performance des entreprises.

Lorsque l'on analyse les situations où les caractéristiques des entreprises précèdent celles des O.C.I., on constate la relation positive entre la rentabilité des firmes et l'importance des fonds indépendants dans le capital des O.C.I. : **l'activité des O.C.I. indépendants est plus importante dans les économies où les entreprises sont plus performantes**. Lorsque l'on analyse les situations où les caractéristiques des O.C.I. précèdent celles des entreprises, la relation est moins claire. Néanmoins, une relation positive domine : **plus les fonds des O.C.I. sont indépendants, plus les entreprises sont rentables**. Enfin, quelques relations peuvent être identifiées entre l'importance des fonds publics et la performance des firmes. En particulier, **l'intervention publique est d'autant plus importante que les entreprises sont peu performantes**.

2.3.4.- Les autres liaisons

Peu de relations sont identifiées entre l'activité des O.C.I. et les thèmes relatifs à l'évolution de l'investissement (thème 2) et de l'endettement des petites entreprises industrielles de l'Europe continentale (thème 4). On observe respectivement 32 et 25 liaisons (tableau 1.4. et tableau 1.5.). Parmi ces liaisons, on peut remarquer le lien négatif entre l'évolution de l'investissement immatériel, matériel et financiers et le volume des investissements des O.C.I. Comme ces liaisons interviennent avec une antériorité de la situation de l'entreprise sur celle des O.C.I., on peut en déduire que **l'investissement des**

O.C.I. est d'autant plus important que l'augmentation des investissements des entreprises était faible relativement à l'ensemble des pays étudiés.

Au total, des relations existent entre l'activité des O.C.I. et la situation financière et économique des entreprises. En particulier, trois thèmes apparaissent plus fortement liés avec les O.C.I. : l'évolution de l'actif circulant, l'évolution de la solvabilité et la performance des entreprises. Pour résumer les résultats obtenus, il apparaît que les O.C.I. sont plus actifs lorsque les entreprises ont des difficultés de trésorerie bien que leur gestion, illustrée par leur politique de stockage, soit plutôt rigoureuse. La politique de sélection menée par les O.C.I. peut justifier ce résultat. La relation quasi mécanique entre l'intervention des O.C.I. et l'amélioration des fonds propres a pu être mise en évidence. L'étude de la politique de provisionnement des entreprises a permis de souligner un niveau de risque supporté par les entreprises supérieur dans les économies où l'investissement des O.C.I. est élevé. Cette observation apparaît cohérente avec l'objectif social des O.C.I. : le financement des phases les plus risquées du cycle de vie des entreprises. Enfin, il apparaît que les O.C.I. indépendants développent plutôt leurs activités dans des économies où les firmes sont relativement performantes. Plus leurs interventions sont importantes sur les stades les plus précoces du cycle de vie des entreprises, plus les entreprises sont performantes dans les années à venir. Ce résultat est un encouragement au développement de l'activité des O.C.I. sur la phase du démarrage des entreprises. Néanmoins, nous avons pu observer que ce n'était pas là où l'investissement moyen des O.C.I. est le plus important que la performance est la plus forte. Bien au contraire, on a pu repérer une relation négative entre ces deux variables. Enfin, on peut constater que l'intervention publique au capital des O.C.I. est plus forte dans les économies où les entreprises sont peu performantes.

Pour conclure, trois résultats principaux ressortent de cette étude.

Premièrement, on constate **la forte augmentation de l'activité des O.C.I. (en volume total et en nombre de projets financés) en Europe depuis 1996** et la forte disparité dans les montants investis entre le Royaume-Uni (et, dans une moindre mesure, la France et l'Allemagne) et les autres pays européens.

Deuxièmement, l'étude des ressemblances (et des dissemblances) met en évidence l'assez forte ressemblance des pays de l'Europe continentale puisque, en moyenne sur la

période 1991-2001, **plus de 56% des pays appartiennent à un même groupe caractérisé par l'importance des volumes investis et des tickets d'entrée et la faiblesse de l'activité des O.C.I. en capital amorçage.** Le Royaume-Uni ressemble à cette classe dominante. On observe également la **situation particulière de la Belgique et de la Finlande** qui se singularisent par la faiblesse des investissements totaux et l'importance des ressources publiques et la proportion relativement élevée des montants investis en capital amorçage. On n'observe pas sur la période une tendance à plus de ressemblances entre pays européens : le poids de la classe dominante évolue en effet de manière cyclique.

Troisièmement, il existe **des liens significatifs entre l'activité des O.C.I. et les caractéristiques économiques et financières des petites entreprises de l'industrie manufacturière en Europe continentale.** Ces liaisons se concentrent sur 3 thèmes : la gestion de l'actif circulant (en particulier les liquidités et les stocks), la politique de fonds propres et la performance. L'action de pouvoirs publics apparaît alors bien se concentrer sur les groupes d'entreprises les moins rentables alors qu'à l'opposé les O.C.I. privés et indépendants sont plus présents dans le capital des entreprises les plus rentables.

Tableau 1.3. : identification des liens entre l'activité des O.C.I. et l'évolution de l'actif circulant

Th 1	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1991											
IV		homogène		D4+	D2+	D2-D1+					
IM	D4-									D4+	
EM										D4-	homogène
II					D1-				D1=		
IP										D1+	
1992											
IV					D2+	D2-D1+					
IM					D1-						
EM							D4-				
II					D1-						
IP										D1+	
1993											
IV					D2+	D2-D1+					
IM					D1-						
EM							D4-				
II					D1-				D1+		
IP											homogène
1994											
IV					D2+						
IM					D1-						
EM							D4-				
II	D4-				D1-					D4+	
IP											homogène
1995											
IV					D2+						
IM					D1-						
EM										D1+	
II											
IP	D4-										
1996											
IV					D2+						
IM					D1-					D4+	
EM							D4-				
II					D1-				D1+		
IP	D4-										homogène
1997											
IV					D2+	D2-D1+					
IM										D4+	
EM							D4-		D1-D4+		
II											
IP	D4-										homogène
1998											
IV		homogène			D2+	D2-D1+					
IM										D4+	
EM	D4-						D4-		D1-D4+		
II									D1+		homogène
IP	D4-				D2-D4+						homogène
1999											
IV					D2+	D2-D1+					
IM										D4+	
EM							D4-		D1-D4+		
II					D1-					D2+	
IP	D4-								D1-D4+	D4+	homogène
2000											
IV		homogène			D2+	D2-D1+					
IM	D4-			D4+						D4+	
EM	D4-								D1+		
II											
IP	D4-								D1-D4+		
2001											
IV					D2+	D2-D1+					
IM										D4+	
EM											
II					D1-						
IP									homogène		

Tableau 1.4. : identification des liens entre l'activité des O.C.I. et l'évolution de l'actif immobilisé

Th 2	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1991											
IV	C3-	C2-C3+		C1C2C3-							
IM											
EM											
II									C3-C2+	C1-	
IP											
1992											
IV	C3-									C1-	
IM											
EM								C1-			
II											
IP											
1993											
IV											
IM					C2+						
EM											
II											
IP									C3-C2+		
1994											
IV											
IM					C2-						
EM											
II											
IP									C1-C3+		
1995											
IV					C2-						
IM					C2+						
EM											
II											
IP									C2+		
1996											
IV											
IM											
EM											
II											
IP									C1-C3+		
1997											
IV				C1-C2-C3-							
IM					C2+			C1+C2+			
EM											
II											
IP											
1998											
IV				C1-C2-C3-							
IM											
EM		homogène									
II							C3-		C3-C2+	C3+	
IP									C1-C3+		
1999											
IV				C1-C2-C3-							
IM											
EM		homogène									
II											
IP		homogène									
2000											
IV											
IM		C2-C3+									
EM		homogène							C2-		
II											
IP		homogène									
2001											
IV					C2-						
IM											
EM											
II											
IP											

Tableau 1.5. : identification des liens entre l'activité des O.C.I. et l'évolution des fonds propres

Th 3	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1991											
IV		L-			L+J+						
IM										L+	
EM										L-	
II					L+J+	J+					
IP											
1992											
IV			J-L+								
IM		J-						J+		L+	
EM										L-	
II					L-						
IP											homogène
1993											
IV			J-L+								
IM		J-						J+		L+	
EM											
II											
IP											
1994											
IV											
IM		L-						J+		L+	
EM											
II										L+	
IP											
1995											
IV											
IM		J-						L-		L+	
EM											
II											
IP											
1996											
IV					L-						
IM						J+				L+	
EM								L+		L-	
II											
IP											
1997											
IV					L+J+						
IM											
EM								L+		L-	
II											
IP						L-					
1998											
IV					L+J+						
IM										L+	
EM										J+	
II	J-					J+					
IP						L-					
1999											
IV					L+J+						
IM										L+	
EM										L-	
II											
IP						L-					
2000											
IV			J-L+		L+J+						
IM						homogène				L+	
EM						L-					
II								J+	J-		
IP											
2001											
IV			L+J+								
IM											
EM						L-					
II								J+	J-		
IP						L-					

Tableau 1.6. : identification des liens entre l'activité des O.C.I. et l'évolution de la dette

Th 4	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1991											
IV		DF+		homogène							
IM					DF+						
EM											
II											
IP			DF+								
1992											
IV											
IM			DC-								
EM								DF-I1-			
II											
IP											
1993											
IV			DC-								
IM											
EM											
II											
IP											
1994											
IV											
IM			DC-								
EM											
II					DF+						
IP											
1995											
IV			DC-								
IM			DC-								
EM								DF-I1-			
II											
IP											
1996											
IV								DF-I1-			
IM											
EM											
II											
IP											
1997											
IV								DC+			
IM											
EM											
II											
IP											
1998											
IV											
IM											
EM								DF-I1-			
II			DF+								
IP											
1999											
IV											
IM											
EM								DF-I1-			
II											
IP					DF+						
2000											
IV											
IM								DC+			
EM								II-DF+			
II											
IP			DF+					II-DF+			
2001											
IV			DC-								
IM			DC-								
EM											
II											
IP			homogène					II-DF+			

Tableau 1.7. : identification des liens entre l'activité des O.C.I. et l'évolution de la performance

Th 5	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1991											
IV											
IM	21RERA-		RERA-	RERA-	RERA-					21RERA-	homogène
EM											
II							21-6+				
IP						6-					
1992											
IV	homogène										
IM											
EM								RE+RA+	RE+RA+	RE+RA+	
II	6-21-REA+			6+RA+RE+			21-6+				
IP											
1993											
IV		RA+RE+								homogène	
IM											
EM								RE+RA+	RE+RA+	RE+RA+	
II	6-21-REA+		21+RA+RE+	6+RA+RE+			21-6+				
IP											
1994											
IV		RA+RE+								homogène	
IM								RE+RA+	RE+RA+	RE+RA+	
EM											homogène
II	6-21+ RA+RE+		RE-RA-	RE-RA-	RE- RA-		21- 6+			21-RE- RA-	
IP											
1995											
IV					21-6+					homogène	
IM											
EM								RE+RA+	RE+RA+		
II	DF-DC-					RE+RA+	21-6+				
IP											homogène
1996											
IV											
IM											
EM											
II	6- 21+RE+RA+					RE+RA+	21-6+				
IP											homogène
1997											
IV											
IM											
EM			21-								
II	6- 21+RE+RA+					RE+RA+	21-6+				
IP											homogène
1998											
IV											
IM											homogène
EM			21-								
II											
IP											homogène

Tableau 1.7. : identification des liens entre l'activité des O.C.I. et l'évolution de la performance (suite)

1999											
IV											
IM	21-RA-RE-		RE-RA-	RE-RA-	RE-RA-					21-RE-RA-	homogène
EM											
II	6-21+RE+RA+					RE+RA+	21-6+				
IP	21-RA-RE-		RE-RA-	RE-RA-	RE-RA-					21-RE-RA-	homogène
2000											
IV											
IM											
EM								RE-RA-6-21+			homogène
II						RE+RA+					
IP						6-	RE-RA-21+	RE-RA-6-21+			homogène
2001											
IV										homogène	
IM										homogène	
EM								RE+RA+	RE+RA+	RE+RA+	
II	6-21+RE+RA+					RE+RA+	21-6+	homogène			
IP						6-	RE-RA-21+				

CHAPITRE 2 : LE ROLE DES ORGANISMES DE CAPITAL INVESTISSEMENT SUR LE MARCHE DE LA CESSION REPRISE

*- La valorisation par les Organismes de Capital Investissement
du patrimoine professionnel des entrepreneurs¹¹ -*

Par Françoise Bastié & Sylvie Cieply

Selon un rapport de l'Observatoire Européen des Petites et Moyennes Entreprises, environ 30% des P.M.E connaîtront un problème de succession dans les dix prochaines années en Europe (Marx et Kroonen, 2001). En France, 41,6% des dirigeants salariés de société (hors agriculture, services domestiques et activités extra-territoriales, soit une population de 340 000 dirigeants) avaient 50 ans et plus en 1999 (Blanpain, 2001, p. 3). Entre 1998 et 2002, 42 800 entreprises ont été, en moyenne annuelle, reprises¹², et, selon les estimations disponibles pour la prochaine décennie, le vieillissement de la population devrait conduire 45 000 sociétés à changer de dirigeants tous les ans (Crédit Lyonnais, 2003). Si l'on considère le cas des entreprises artisanales, la situation est encore plus caractéristique.

Fort de ce constat, les Pouvoirs Publics ont mis en place de nombreuses mesures afin de favoriser la transmission des entreprises. En France, depuis le début des années 80, l'Etat dote régulièrement le fond de garantie « transmission » qui couvre en moyenne 40% du risque résiduel supporté par les banques sur les prêts contractés par les repreneurs¹³. Plus récemment, la Loi pour l'Initiative Economique, votée le 21 juillet 2003, a privilégié l'allégement de la fiscalité en augmentant le seuil d'exonération des plus-values en cas de cession d'entreprise (article 41), en introduisant une réduction d'impôt à hauteur de 25% des intérêts versés pour les personnes qui s'endettent lors de la reprise de parts sociales ou d'actions de sociétés non cotées (article 42), en étendant l'abattement à hauteur de 50% des droits de succession aux donations (article 43 et 44), en exonérant de droit les cas de donations d'entreprises à des salariés (article 45) et en alignant les droits de mutation

¹¹ Ce travail s'appuie au niveau empirique sur la réalisation de dix monographies. Ces histoires de cession d'entreprise sont présentées dans l'annexe 4.

¹² Sur la même période, on compte 171 200 créations d'entreprises. Pour l'année 1998, ces reprises ont représenté 160 000 emplois (contre 303 000 dans les créations) dont 108 000 emplois salariés (129 000 dans les créations) (Thirion et Demoly, 2003).

¹³ Dans certaines régions, cette enveloppe budgétaire dédiée à la transmission a été renforcée depuis la fin des années 90 par l'apport de fonds régionaux que gère SOFARIS Région, société créée par la B.D.P.M.E et la Caisse des Dépôts et Consignations. Ces apports permettent d'augmenter la couverture des risques sur la transmission jusqu'à 70%.

applicables aux acquisitions de parts sociales sur ceux des entreprises individuelles (article 46).

Toutes ces mesures permettent d'alléger le fardeau financier qui accompagne la transmission d'entreprise. Elles ne sont cependant opérationnelles qu'une fois la transmission engagée, c'est-à-dire lorsque le cédant et le repreneur sont identifiés et se sont accordés sur le prix de la cession. Elles présupposent l'existence d'un marché de la cession reprise. Cette hypothèse peut être assez aisément acceptée lorsque la transmission est réalisée au profit d'un ou de plusieurs salariés ou d'un membre de la famille du cédant. D'après les statistiques collectées par la Commission Européenne (2002) sur la dernière décennie, ce marché interne de la transmission est néanmoins limité¹⁴. La majorité des cessions reprises se réalise sur le marché externe dont le fonctionnement souffre de nombreuses imperfections informationnelles. Ces imperfections influencent les relations entre le cédant, le repreneur et le financeur mais aussi entre le cédant et les parties prenantes¹⁵. Elles peuvent, à l'extrême, conduire certaines catégories d'entreprises à ne pas se positionner publiquement sur le marché externe. Certaines pratiques, comme l'audit pré-contractuel, peuvent limiter ce comportement des cédants mais nous pensons qu'elles ne sont pas efficaces pour les entreprises à fort potentiel de croissance et/ou dont l'activité ne leur permet pas de se positionner de façon anonyme sur le marché (1.). Pour ces entreprises, le recours à des intermédiaires spécialisés, les Organismes de Capital Investissement (O.C.I.), est une solution efficace (2.).

1.- Les causes de l'échec du marché de la cession reprise

L'asymétrie d'information sur la qualité de la firme cédée peut conduire à l'échec du marché de la cession reprise c'est-à-dire à l'existence d'une frange significative d'entreprises non reprises alors même qu'existe une frange de repreneurs non satisfaits (1.1.). A l'amont de ce problème standard d'antisélection, le cédant, qui se positionne sur un marché externe, prend en compte les réactions des parties prenantes (clients, fournisseurs, banques, ...) lorsque ces derniers découvrent l'annonce de la vente. Ces réactions peuvent être pénalisantes pour le cédant qui recherche alors les solutions qui préservent son anonymat (1.2.).

¹⁴ Cette catégorie de reprises concerne moins de la moitié des transmissions en Europe du Nord et en France (33% en Finlande, 33,5% en France, 35% au Danemark, 40% aux Pays-Bas). Elle est plus répandue en Allemagne et en Italie du fait de l'importance des transmissions familiales (42% des reprises en Allemagne et 68% en Italie).

¹⁵ Le concept de parties prenantes (ou *stakeholders*) a été introduit par Freeman (1984) pour prendre en compte la situation des individus qui, bien que n'étant pas les actionnaires de l'entreprise (les *shareholders*), sont indispensables à la survie de l'entreprise.

1.1.- L'antisélection sur le marché de la cession reprise

L'asymétrie d'information rend délicate à la fois la fixation du prix de vente de la firme (1.1.1.) et le financement du repreneur (1.1.2.).

1.1.1.- Le désaccord sur la valeur et la difficile fixation du prix de vente

Lors de la transmission d'une entreprise, le vendeur, mieux informé que l'acheteur sur les performances présentes et futures de l'entreprise (état du matériel, défection de clients ou de fournisseurs...) a, *a priori*, intérêt à cacher toutes les informations qui peuvent diminuer le prix de vente, voir remettre en cause la transaction.

Le manque d'information est une des raisons les plus fréquemment mise en avant par les travaux qui recherchent les causes des échecs enregistrés sur les opérations de reprises d'entreprises. Dans une enquête réalisée par la B.D.P.M.E (1998) auprès de 367 repreneurs, les défaillances d'entreprises reprises sont dans 21% des cas dues à une information capitale cachée par le vendeur lors de la cession et dans 21% des cas à une mauvaise connaissance du mode de fonctionnement de l'entreprise. Pourtant le repreneur dispose d'informations. Les annonces de mises en vente d'entreprise¹⁶, lorsqu'elles existent¹⁷, précisent une cause pour la cession et le repreneur consulte les documents comptables et financiers de l'entreprise.

Dans les deux cas, l'information reste imparfaite. Tout d'abord, le vendeur peut avoir intérêt à cacher la véritable cause de la cession. En effet, comme le souligne le rapport final du groupe d'experts sur la transmission des P.M.E de la Commission Européenne (2002), les raisons invoquées pour justifier la mise en vente d'une entreprise sont multiples (cf. tableau 2.1.). La part importante du motif « départ en retraite » apparaît légitime en raison de la situation démographique en Europe ; ce même rapport souligne que 19,76% des dirigeants d'entreprises indépendantes ont 55 ans et plus. Cette cause est *a priori* facilement vérifiable en observant tout simplement l'âge du cédant. Il convient cependant de considérer que le départ à la retraite peut être légèrement anticipé par un dirigeant-proprétaire du fait des problèmes que connaît son entreprise. Ces problèmes sont avérés si la cause de la cession est la survenue d'un accident de la vie du propriétaire, en particulier pour les P.M.E où

¹⁶ Les annonces de mise en vente d'entreprise peuvent être diffusées dans le cadre de bourses d'opportunité qui ont d'abord pris le format de journaux puis, de plus en plus, le format électronique. Le développement de ces centres de ressources est identifié par la Commission Européenne comme une mesure de bonne conduite pour favoriser la transmission d'entreprises (Commission Européenne, 2002). Les chambres consulaires ont en France le projet de développer l'usage de cet outil à l'instar des Chambres des Métiers qui gèrent déjà la Bourse Nationale d'Opportunités Artisanales.

¹⁷ Selon les professionnels du rapprochement entre cédants et repreneurs, ces bourses d'opportunité ne présentent néanmoins qu'une faible part des entreprises cédées.

généralement il y a confusion entre propriétaire majoritaire et dirigeant. Le troisième motif, les raisons personnelles, est suffisamment vague pour cacher des réalités multiples : difficulté de l'entreprise ou bien désir de la valoriser au mieux et d'assurer sa pérennité. Lors de la rencontre avec un repreneur potentiel, le dirigeant n'a aucun intérêt à donner la raison réelle de la mise en vente de son entreprise si cette cause est pénalisante.

Tableau 2.1. : les causes de la cession dans quelques pays européens (en %)

Motifs	Pays	Allemagne	Autriche	France	Pays-Bas
Départ en retraite		42	45	58	54
Accidents de la vie du dirigeant ¹⁸		32	31	INC*	26
Raisons personnelles		26	24	INC*	20

Source : Commission Européenne, 2002, p. 51
 INC : Information Non Communiquée

Les cédants qui désirent vendre une entreprise saine et rentable risquent donc d'avoir du mal à signaler la raison de la mise en vente car ils peuvent être imités par des entreprises en mauvaise santé. Cette difficulté est d'autant plus importante que le cédant est jeune et ne peut donc invoquer le désir de retraite.

Ensuite, l'information sur la santé de l'entreprise et ses perspectives de développement, véhiculée par les documents comptables de l'entreprise cédée, est incomplète. En effet, si l'usage de standards comptables et de la certification des comptes par des professionnels réglementés limitent les manipulations, ils ne peuvent pas pour autant les éliminer totalement. De plus, ces usages ne concernent que l'information présente et passée de l'entreprise. Ils n'apportent aucune information sur la capacité de développement à long terme de la firme. Or, pour les firmes à fort potentiel de croissance, qui réalisent généralement une activité spécifique, cet élément est central dans la détermination du prix de vente désiré par le cédant. L'audit apporte, certes, une solution en garantissant au repreneur la qualité de l'information, notamment prévisionnelle, fournie par le cédant. Cependant, malgré l'amélioration indéniable de la fiabilité de l'information fournie, l'audit réalisée à la demande du cédant ne signale pas parfaitement les bonnes entreprises pour au moins trois raisons.

¹⁸ Les accidents de la vie du dirigeant renvoient à la maladie et aux accidents qui peuvent provoquer son incapacité de travail ou son décès.

Premièrement, les experts étant astreints au secret professionnel, la divulgation du rapport d'audit au repreneur potentiel ne dépend que de la volonté du cédant. Ce dernier ne le communiquera que s'il est à son avantage.

Deuxièmement, malgré l'expérience de l'expert, ce dernier est moins informé que le vendeur sur l'état réel de la firme cédée.

Troisièmement, le cédant et l'expert, lorsqu'ils découvrent un fait pouvant occasionner une baisse de la valeur, peuvent s'entendre pour cacher l'information au repreneur. L'expert peut développer ce comportement lorsque sa rémunération repose, au moins en partie, sur une commission proportionnelle au prix de vente de la firme¹⁹. Cet argument d'une collusion possible reste limité lorsque l'entreprise fait appel à un expert reconnu indépendant de l'entreprise cédée. La mise en responsabilité de l'expert, si le dol est prouvé, limite également le risque de collusion.

L'acquéreur peut lui-aussi recourir à un audit précontractuel dans le cadre de la *due diligence*. L'objectif de cet audit est double. D'une part, il permet à l'acquéreur de se prémunir contre l'existence de passifs occultes et contre l'inconsistance de certains éléments d'actif. D'autre part, cet état des lieux pourra conduire à l'établissement de clauses contractuelles qui protègent l'acquéreur. Les limites informationnelles d'un tel audit sont la collusion entre acquéreurs et auditeurs lorsque ce dernier a un intérêt financier dans la reprise.

Dans les deux cas, l'audit est limité par son coût. D'après le Crédit Lyonnais, les audits sont quasi-inexistants lorsque la valeur de transmission est inférieure à 300 000 euros. Pour les P.M.E/P.M.I d'une valeur de cession comprise entre 300 000 et 1 million d'euros, le recours à l'audit est limité et l'information est transmise grâce à l'utilisation de clauses contractuelles, en particulier la garantie de passif (Crédit Lyonnais, 2003). L'audit est essentiellement le fait des plus grosses entreprises alors même que les reprises concernent majoritairement les T.P.E et les P.M.E : 80% des entreprises reprises concernent des fonds de commerce, 50% n'ont pas de salarié et 65% sont des personnes physiques²⁰.

En conclusion, les entreprises de bonne qualité, en particulier celles gérées par de jeunes dirigeants et/ou à fort potentiel de croissance, ne peuvent pas se signaler efficacement par l'annonce de la cause de la cession et la fourniture d'informations comptables et financières standardisées. A l'extrême, on retrouve sur ce marché le

¹⁹ La même situation peut survenir lorsque l'expert cherche à établir sa notoriété auprès des entrepreneurs cédants potentiels.

²⁰ Ces statistiques sont disponibles sur le site de l'A.P.C.E et de la B.D.P.M.E.

mécanisme d'antisélection décrit par Akerlof (1970) sur le marché des voitures d'occasion : les entreprises de bonne qualité, ne pouvant pas être identifiées, quittent le marché si le prix moyen du marché est inférieur au prix de réserve du cédant. Dans tous les cas, le prix qu'elles obtiennent est inférieur au prix qu'elles auraient obtenu si elles avaient pu signaler parfaitement leur qualité.

A ce problème d'asymétrie de l'information sur la qualité de la firme entre cédant et repreneur s'ajoutent des asymétries entre financeurs et repreneurs qui peuvent faire échouer l'opération de reprise.

1.1.2.- Asymétries d'information et accès au financement contraint du repreneur

Lors d'une reprise, il existe des asymétries d'information sur les résultats anticipés, c'est-à-dire sur la qualité de la firme cible et sur le risque de l'affaire reprise, qui dépend *in fine* du comportement du repreneur. Cette situation peut conduire les investisseurs externes à rationner les meilleurs projets lorsqu'ils ne peuvent pas proposer des conditions de financement qui discriminent les bons des mauvais projets. Cette démonstration a été réalisée sur le marché du crédit par Stiglitz et Weiss (1981) qui considéraient l'existence d'asymétries d'information portant sur le risque de l'investissement. Le même résultat a été obtenu sur le marché des fonds propres par Greenwald, Stiglitz et Weiss (1984) qui examinaient l'existence d'une asymétrie d'information portant sur les résultats anticipés de la firme. La prise en compte de manière simultanée de ces deux marchés a conduit De Meza et Webb (1987) à repérer le mode de financement le plus approprié en fonction de la nature de l'asymétrie informationnelle. Ainsi, lorsque l'asymétrie porte sur le retour anticipé de la firme mais que le financeur connaît le profit minimal, la dette est le moyen de financement le plus adapté si ce profit est supérieur ou égal au remboursement de la dette (projet non risqué). En revanche, lorsque l'asymétrie porte sur le niveau du risque, les fonds propres sont préférés à la dette car le financeur est alors rémunéré en fonction du risque. Dans cette analyse, il peut exister un rationnement sur un des marchés du financement externe mais jamais de manière simultanée sur les deux. Plus récemment, Hellmann et Stiglitz (2000) ont remis en cause ce résultat. Contrairement aux auteurs précédents, ils supposent que le financeur ne connaît ni le retour anticipé, ni le niveau du risque. Dans le cadre de cette double asymétrie d'information, la firme peut être rationnée simultanément sur les deux marchés.

Plusieurs solutions sont supposées permettre de réduire la probabilité de rationnement. Force est cependant de constater la limite de ces mécanismes pour certaines catégories de firmes et/ou de repreneurs.

Premièrement, l'apport en fonds propres du repreneur signale au financeur la qualité de l'affaire et l'effort qu'il est prêt à produire (Leland et Pyle, 1977). Cet argument est cependant limité lorsque les possibilités financières du repreneur sont faibles. Celui-ci peut en effet être incité à adopter une stratégie de « *long bomb* » (« tenter le tout pour le tout ») qui conduit à l'augmentation du niveau de risque de l'entreprise.

Deuxièmement, une relation de clientèle préexistante entre le financeur et le financé permet de limiter les doutes sur la qualité du capital humain du repreneur. Cette relation permet de distinguer les emprunteurs de qualité de ceux plus enclins à développer des comportements opportunistes (Haubrich, 1989). Elle conduit aussi à analyser de façon conjointe la capacité de l'emprunteur à rembourser son crédit et sa consommation de produits joints, génératrice de commissions pour la banque (Cukierman, 1978). Ainsi, si le repreneur est déjà client d'une banque et que son compte personnel est générateur de produit net bancaire alors la probabilité de rationnement peut être réduite. Cette diminution est d'autant plus importante que l'activité de gestion de patrimoine est lucrative. Elle concerne donc essentiellement les repreneurs disposant d'une richesse personnelle conséquente.

Troisièmement, l'apport de garanties peut résoudre les problèmes informationnels. Pour Besanko et Thakor (1987), il limite l'aléa moral en augmentant les pertes de l'entreprise et/ou de l'entrepreneur en cas de défaut. Ce dernier est incité à prendre moins de risque afin de ne pas perdre les garanties laissées en « otage » (Williamson, 1983). Pour Chan et Kanatas (1985) ou Bester (1985), l'apport d'actifs en garantie révèle la qualité de la firme. L'emprunteur à haut risque choisit un contrat dans lequel l'apport de garantie est faible et le taux d'intérêt élevé. Au contraire, l'emprunteur peu risqué opte pour un contrat caractérisé par un faible taux d'intérêt et des garanties élevées. La possibilité de proposer aux entreprises des couples distincts de garanties et de taux d'intérêt se substitue, selon Bester (1985), à la construction d'une information coûteuse sur l'entreprise. La banque peut cependant avoir intérêt à rationner le crédit plutôt que de proposer des contrats parfaitement séparants lorsque leur rédaction est trop coûteuse (Deshons et Freixas, 1987). Par ailleurs, l'utilisation de garanties suppose l'existence d'actifs personnels ou professionnels possédant une valeur de revente significative. Cette situation ne correspond ni au cas des entrepreneurs peu fortunés,

ni à celui des entreprises innovantes fortement dotées en actifs spécifiques pour lesquels il n'existe pas de marché de l'occasion.

Au total, les entrepreneurs possédant une faible richesse nette et/ou les entreprises innovantes, dont les actifs ont une faible valeur de revente, risquent d'être contraints sur le marché des financements externes.

A ces problèmes assez classiques (effondrement du marché et rationnement du financement externe) liés aux asymétries d'information s'ajoute le problème de la réaction de l'environnement à l'amont de la mise en vente de la firme.

1.2.- Les réactions de l'environnement face à l'annonce de la mise en vente d'une entreprise

Les relations économiques et financières entre une firme et son environnement dépendent essentiellement de trois éléments : les informations dont disposent les parties prenantes sur la situation économique et financière actuelle de la firme, l'incertitude inhérente à toute relation économique et les anticipations des *stakeholders* sur le comportement du dirigeant. Si l'environnement a connaissance de la mise en vente d'une entreprise, ses *a priori* sur ces trois éléments vont être modifiés et ses relations avec l'entreprise reconsidérées. En se plaçant dans la conjecture où l'annonce de la mise en vente d'une entreprise est rendue publique, nous étudions les raisons objectives pour l'environnement de modifier ses relations contractuelles (1.2.1.). Nous recherchons ensuite comment ces relations sont modifiées en fonction des caractéristiques de l'entreprise cédée (1.2.2.). Cette analyse nous permet finalement d'identifier les firmes pour lesquelles les réactions de l'environnement sont les plus préjudiciables, c'est-à-dire celles dont la transmission doit absolument passer par des canaux de vente leur permettant de ne pas être identifiées (ou avec une probabilité faible) par les parties prenantes extérieures à l'entreprise²¹.

1.2.1.- L'annonce de la mise en vente d'une entreprise et la révision des *a priori* par les parties prenantes

i) La mise en vente et la cause de la cession

Lorsque l'environnement apprend la volonté du propriétaire d'une entreprise de céder ses participations, il va légitimement s'interroger sur les raisons de cette mise en vente. En

²¹ Dans ce travail, nous ne considérons pas la situation des parties prenantes internes, les salariés.

effet, ce n'est pas tant le désir de céder que les raisons de cette cession qui donne une information sur l'état de l'entreprise.

Les raisons de la cession, sont, nous l'avons vu, multiples et les asymétries d'information sur les causes de la mise en vente peuvent conduire à l'échec du marché de la cession reprise. Lorsque la cause annoncée est le départ en retraite et que ce motif paraît crédible, l'annonce de la cession ne modifie pas les *a priori* des parties prenantes sur la situation présente de l'entreprise. En revanche, dans les autres cas, et en particulier lorsque le cédant est relativement jeune, la difficulté pour les dirigeants-proprétaires à signaler, dans un environnement informationnel imparfait, les raisons exactes de la cession va conduire les *stakeholders*, lorsqu'ils ont la connaissance de la mise en vente d'une firme, à revoir à la baisse leurs *a priori* sur la santé économique et financière de l'entreprise. En effet, le cédant peut avoir caché les véritables causes de la cession en particulier lorsque ces dernières peuvent être lourdes de conséquences sur la performance future de la firme.

Cependant, il existe des situations où une partie de l'environnement peut identifier si la cause de la cession est liée aux difficultés de l'entreprise. C'est le cas lorsque les cibles font l'objet d'un audit précis et régulier de la part d'un donneur d'ordre ou d'un franchiseur. C'est également le cas des entreprises qui nouent un partenariat très solide avec un établissement bancaire. Ces situations sont néanmoins des exceptions. Dans le domaine commercial et industriel, elles ne concernent que des entreprises présentant des produits ou des services hautement spécifiques et qui sont quasiment intégrées à l'entreprise partenaire. Dans le domaine bancaire, le coût d'un audit précis et régulier en limite l'usage aux entreprises les plus grandes (Williamson, 1986, 1987). Pour les autres, est en vigueur un dispositif de plus en plus souvent automatisé de traitement de l'information²² qui permet de prévenir les risques bancaires mais qui n'autorise pas la connaissance exacte de la situation économique de l'entreprise. Cette asymétrie d'information entre les banques et les entreprises est accentuée par la multibancarisation des entreprises²³ et l'affirmation en France d'un modèle de banque à l'acte²⁴ (Cieply, 2001).

²² Dans le cadre de la réforme dite de Bâle 2, l'usage de modèles internes d'analyse du risque crédit s'est généralisé conduisant à une utilisation croissante des systèmes experts qui constituent à la fois un outil de collecte de l'information et d'aide à la décision.

²³ En France, la multibancarisation concerne principalement les entreprises de qualité supérieure qui ont augmenté le nombre de leurs partenaires bancaires de manière significative depuis le début des années 90 alors que, parallèlement, pour les entreprises de qualité inférieure, c'est-à-dire les firmes les plus risquées, le nombre de banques a diminué (Nakamura, 1999).

²⁴ Le concept de « banque à l'acte » a été établi par Rivaud-Danset (1992). Dans un modèle de banque à l'acte, les opérations réalisées avec la clientèle sont standardisées et négociées au coup par coup, comme sur un marché

Même en situation d'information parfaite sur les causes de la cession, les parties prenantes peuvent réagir face à l'annonce de la mise en vente en raison des modifications possibles du comportement du cédant.

ii) La mise en vente et la modification du comportement du cédant

Dans le cas où le dirigeant est aussi le propriétaire majoritaire de l'entreprise, il est classique de considérer que son objectif est la maximisation du profit intertemporel de la firme. Lorsqu'un propriétaire décide de vendre ses parts, son horizon temporel se raccourcit. Son objectif devient la maximisation de la somme des revenus cumulés liés à l'activité de l'entreprise jusqu'à la date de la vente augmentée du prix de vente sachant que la date de cession est aléatoire. Si le prix de vente traduit exactement les possibilités de profits futurs de l'entreprise, la décision de vendre ne modifie pas l'objectif du cédant. Cependant, la difficulté de valoriser l'entreprise conduit à l'élaboration d'un prix de vente soit uniquement basé sur les performances passées et présentes, soit ne prenant en compte que de façon imparfaite les performances futures. Il existe ainsi, au moment de la vente, un écart entre le prix de vente et l'espérance des profits intertemporels que le cédant réaliserait s'il restait en place. Cet écart est d'autant plus grand que les performances de l'entreprise sont dues à des caractéristiques personnelles du dirigeant cédant non transférables au repreneur. Le prix maximal qu'un repreneur est prêt à payer ne dépend pas en effet des profits futurs que le cédant réaliserait mais des profits futurs que lui-même peut réaliser.

Lorsque cet écart existe, toutes choses étant égales par ailleurs, le comportement d'un dirigeant-propriétaire est différent selon qu'il désire céder ou non son entreprise. Dans le premier cas, plutôt que de rechercher la croissance optimale de la firme, il privilégie la performance à plus court terme. Cette modification du comportement est prise en compte par l'environnement qui peut, de ce fait, modifier ses relations contractuelles. L'envergure de la réaction de l'environnement dépend de l'ampleur de la révision de la probabilité que le dirigeant quitte le jeu. Plus le dirigeant est âgé, plus son retrait du monde des affaires est probable et, toutes choses égales par ailleurs, face à une annonce de vente, plus l'écart entre les *a priori* et les *a posteriori* est faible et, donc, moins la réaction de l'environnement est importante.

spot. Aucune péréquation temporelle n'est réalisée contrairement au modèle bancaire dit « à l'engagement ». Selon Aoki et Dinç (1997), dans le cadre d'une relation *spot*, la maximisation du profit doit être immédiate alors que, dans un modèle à l'engagement, la banque maximise une fonction de profit intertemporel.

La maximisation des profits de court terme est accentuée lorsque le dirigeant envisage la possibilité de liquider l'entreprise s'il ne trouve pas de repreneur au bout d'un certain laps de temps. Ce risque est réel puisque, d'après un sondage C.S.O.E.C/IFOP, réalisé en janvier 2003 auprès de 3 000 dirigeants français de moins de 50 ans, le premier frein à la transmission de l'entreprise est l'absence d'acquéreur potentiel (34% des réponses) devant le poids de la fiscalité relative aux plus-values (21%) et l'importance de la fiscalité relative aux donations (16%) (C.S.O.E.C., 2003). Selon les données disponibles, cette absence de repreneurs conduirait à la fermeture de l'entreprise dans 25% des cas au Danemark, dans 13% des cas en Autriche et dans 51% des cas en Finlande (Commission Européenne, 2002, p. 52). Il est évident que la cessation d'activité peut être due à de mauvaises performances de l'entreprise ; le dirigeant cherche à céder son entreprise car elle connaît des difficultés. Cependant, la cessation d'activité liée à l'absence de repreneurs n'est pas toujours due à la mauvaise performance de l'entreprise. Ainsi, selon le Secrétariat d'Etat aux P.M.E. (2004), 40% des entreprises artisanales viables disparaîtraient dans les 10 prochaines années faute de repreneurs. Plus précisément, 30 000 entreprises artisanales devraient cesser leur activité chaque année et, alors que 25 000 d'entre elles sont estimées viables, seules 15 000 seraient reprises. C'est donc au total 10 000 entreprises artisanales viables qui disparaîtraient chaque année en France du fait de l'absence de repreneurs identifiés.

Une limite à l'argument de la modification du comportement du cédant repose sur les aspects psychologiques qui peuvent jouer notamment dans le cas extrême de la liquidation de l'entreprise. En effet, selon l'étude de la B.D.P.M.E (1998), 30% des personnes interrogées déclarent que leur principale difficulté ou crainte face à la cession est de ne pas trouver le *bon* repreneur susceptible de pérenniser l'entreprise. Le désir de pérenniser l'entreprise est antinomique avec une modification du comportement du cédant. Il faut noter que cette crainte est liée à l'âge du dirigeant. Elle est moins présente chez les jeunes dirigeants ; entre 35 et 49 ans, seuls 21% citent le désir de pérennité comme principale difficulté dans une opération de cession contre 31% pour les plus de 50 ans. Là encore, c'est face aux publics des jeunes dirigeants que l'environnement risque d'inférer, avec une plus grande probabilité, un changement de comportement du dirigeant.

iii) L'incertitude sur les compétences du repreneur et la « transférabilité » du capital humain

La cession totale d'une entreprise s'accompagne généralement, surtout dans le cas des P.M.E/P.M.I, d'un changement de dirigeant. Aussi, la capacité du futur dirigeant à faire prospérer l'affaire reprise est une source d'incertitude pour l'environnement de la firme. En effet, les partenaires commerciaux, industriels et financiers, mais aussi les salariés, peuvent avoir une bonne connaissance du capital humain du dirigeant actuel (capacités de gestion, aptitudes techniques, du niveau de formation, etc...), en particulier lorsque celui-ci est en place depuis longtemps et plus encore lorsqu'il a été le créateur de l'affaire. Si le dirigeant annonce qu'il est vendeur, alors même que personne ne connaît le repreneur potentiel, et donc *a fortiori* la valeur de son capital humain, apparaît alors une incertitude sur la façon dont sera gérée l'entreprise dans le futur et sur sa pérennité. Or, la pérennité de l'entreprise est liée au capital humain du repreneur. Ainsi, comme le souligne l'enquête de la B.D.P.M.E (1998), l'indice de sinistralité moyen à un horizon de 7 ans augmente de 53% lorsque le repreneur ne connaît pas le secteur. De même, selon cette même enquête, le risque de défaillance est d'autant plus fort que le degré de proximité du repreneur avec l'entreprise est faible. En effet, plus le repreneur est proche du cédant (membre de la famille, salarié), plus il a acquis de connaissances sur le secteur, sur l'entreprise et son fonctionnement, autrement dit, plus son capital humain est élevé. Ainsi, ce n'est pas tant l'annonce de la mise en vente que la méconnaissance par l'environnement de l'identité du repreneur et donc de ses compétences, qui engendre une réaction de l'environnement.

L'environnement peut également s'interroger sur l'organisation du transfert des connaissances entre le cédant et le repreneur. L'enquête de la B.D.P.M.E souligne que le risque de sinistralité diminue de 27% lorsque le dirigeant reste présent dans l'entreprise après la cession. Si les *stakeholders* apprennent la volonté du dirigeant-proprétaire de céder avant même que les conditions de la cession ne soient établies, ils n'auront aucune garantie sur les conditions du transfert des connaissances. Cette incertitude est d'autant plus préjudiciable au cédant que les performances de l'entreprise sont fortement liées à ses compétences. Cette situation correspond particulièrement au cas des entreprises qui travaillent sur des actifs spécifiques notamment les entreprises innovantes.

Au total, lorsque les partenaires économiques d'une entreprise sont informés de sa mise en vente, ils révisent leur *a priori* sur les performances à court terme et/ou à moyen

terme de l'entreprise. Cette révision n'est pas uniquement due à l'argument classique de l'impossibilité pour le cédant de signaler à son environnement les causes de la cession et donc la situation économique et financière de l'entreprise. En effet, même en l'absence d'asymétrie d'information sur la situation de la firme, les changements de comportement du cédant et les incertitudes sur les conditions de la transmission sont des éléments que les *stakeholders* vont prendre en compte dans leurs relations avec la firme. Il convient maintenant d'étudier dans quelle mesure les réactions des parties prenantes sont préjudiciables au cédant.

1.2.2.- Les réactions des parties prenantes

Parmi les parties prenantes externes, on peut distinguer la réaction des fournisseurs de celle des clients.

i) La réaction des fournisseurs

Si l'annonce de la mise en vente amène les fournisseurs à remettre en question la situation économique présente de la firme, ils vont chercher à se prémunir contre les risques de défaut de paiement.

Pour cela, les fournisseurs de biens et de services peuvent réduire les délais de règlement accordés ou encore limiter leurs ventes à crédit à ce client²⁵. Les banquiers peuvent refuser d'accorder de nouveaux crédits à l'entreprise ; ils peuvent également diminuer leurs crédits de trésorerie et, en particulier, le montant du découvert autorisé²⁶. Ces comportements de précaution fragilisent la structure financière de l'entreprise et peuvent, à l'extrême, conduire l'entreprise à déposer son bilan avant même d'avoir identifié un éventuel repreneur.

Par ailleurs, même si l'annonce de la vente n'est pas interprétée par les créanciers comme le signal d'une mauvaise qualité présente, ces derniers, du fait des incertitudes sur les conditions de la transmission, sont réticents à augmenter leurs créances sur l'entreprise ou, lorsqu'ils le font, ils augmentent systématiquement leur couverture contre le risque. Ce problème se pose en particulier pour les sociétés commerciales dont la dette est transmise au même titre que l'entreprise²⁷. Les incertitudes sur les compétences de gestionnaire du repreneur engendrent un comportement de précaution des créanciers qui ne voudront pas

²⁵ Une solution peut aussi être, lorsque le bien vendu n'est pas fongible, d'introduire dans le contrat de vente une clause de réserve de propriété.

²⁶ Cette procédure de retrait doit néanmoins être réalisée selon les règles édictées par la loi bancaire qui condamne la rupture abusive de crédit.

²⁷ Dans le cadre de sociétés en nom propre, la dette peut être reprise ou rester à la charge du cédant selon les termes de la négociation entre acquéreurs et cédants.

accorder aujourd'hui un crédit dont le remboursement dépend d'un repreneur dont les qualités ne sont pas connues. Même lorsque, dans le cadre d'une société en nom propre, le cédant peut reprendre les dettes de l'entreprise, les fournisseurs peuvent anticiper un changement de comportement du cédant en matière de remboursement des dettes. Son choix peut alors être de payer les créanciers prioritaires puis les autres uniquement si ses moyens le permettent. En activité, il aurait pu être optimal pour l'entreprise d'avoir un choix différent : honorer ses dettes vis-à-vis des créanciers stratégiques afin d'éviter une rupture d'approvisionnement (banques pour le financement, fournisseurs pour les biens)²⁸.

Il faut ici relativiser l'argument de précaution des créanciers. Dans le cas des fournisseurs de biens et services, si leur chiffre d'affaires dépend en grande partie de l'entreprise en vente alors d'une taille significativement supérieure, ils ne se désengageront pas brutalement car la perte immédiatement induite peut être trop importante comparativement à celle subie si le risque se réalise. Par conséquent, cet argument de précaution des fournisseurs se limite essentiellement aux entreprises cédées de petite taille. Pour les banques, leur comportement de retrait est encadré par la loi qui interdit la rupture abusive de crédit. Cependant, les conditions de rupture ne nécessitent qu'un préavis (article 60 alinéa 1 de la loi bancaire de 1984) qui ne remet pas fondamentalement en cause l'argument de précaution. Cet argument est par ailleurs nuancé sur la clientèle des grandes entreprises auprès desquelles les banques sont engagées sur des produits joints et sur des montants importants qui limitent leur capacité de retrait.

Finalement, ces comportements de précaution peuvent provoquer des difficultés même pour une entreprise qui auparavant était viable. Ainsi, pour ces raisons, les entreprises les plus saines n'ont pas intérêt à annoncer leur désir de mettre en vente leur entreprise.

ii) La réaction des clients

Les clients peuvent également réagir face à la décision de mise en vente de l'entreprise avec laquelle ils travaillent. La nature de leurs réactions dépend du niveau de spécificité des

²⁸ Ceci est d'autant plus vrai que les informations sur les défauts de paiement circulent. Dans le domaine bancaire, les banques peuvent accéder au Fichier Bancaire des Entreprises (Fiben) qui contient des informations d'ordre général sur la société mais aussi sa cotation Banque de France. Celle-ci analyse la taille de l'entreprise (cote d'activité), sa solidité financière (cote de crédit) et la régularité de ses règlements (cote de paiement). Enfin, le module « risque » de Fiben recense tous les concours bancaires utilisés par la société et le module « incidents de paiements » toutes les irrégularités survenues au cours des quatorze derniers mois.

activités au sens de Williamson²⁹, de l'importance du capital humain et de la durée et de la nature de l'engagement entre la firme et son environnement. Afin de simplifier la présentation nous allons distinguer deux types d'engagement : les engagements nouveaux et la reconduction des engagements existants.

Les engagements nouveaux

Considérons le cas où une firme veut faire développer à un fournisseur un projet nouveau, le coût présent du fournisseur dépend de sa structure de production actuelle mais aussi des dépenses d'investissement qu'il doit faire immédiatement afin de répondre au cahier des charges. Cet investissement est récupérable dans le temps lorsque la firme produit le bien finalisé et le vend au client (c'est par exemple le cas si l'investissement permet de réduire les coûts de production future). Par conséquent, lorsqu'un fournisseur décide de ses dépenses d'investissement, toute chose égale par ailleurs, il dépensera d'autant plus qu'il peut récupérer son investissement. Dans ce cadre, Laffont et Tirole (1988) montrent que la règle de reconduction du contrat pour la période de production est un instrument qui permet d'inciter le fournisseur à investir³⁰. Lorsque le dirigeant sait qu'il va quitter l'entreprise, ce mécanisme incitatif ne fonctionne plus si le prix de vente ne lui permet pas de récupérer les gains de son investissement. Cela est notamment le cas des investissements en capital humain lorsque les connaissances acquises et les gains afférents ne sont pas observables par le repreneur et sont peu transférables. Les clients risquent alors de se détourner de cette entreprise pour les nouveaux projets même si celle-ci a un avantage de coût initial sur ses concurrentes.

La perte de nouveaux contrats diminue les profits présents et espérés, c'est-à-dire le revenu présent du cédant et le prix qu'il peut tirer de son entreprise. Bien sûr, cette désaffection des clients pour les nouveaux projets peut aussi résulter du doute sur la situation économique de l'entreprise et donc sur sa pérennité. Au total, les dirigeants, anticipant cette réaction pour la signature des nouveaux contrats, préféreront garder le secret sur leur volonté de vendre.

La reconduction des relations existantes

Considérons ici le cas de clients qui doivent renouveler des relations une fois qu'ils ont appris la volonté de vendre du cédant. Contrairement au cas précédent, la réaction de

²⁹L'activité d'une entreprise est spécifique si elle repose sur des actifs qui ne peuvent pas être utilisés pour des applications et/ou par des utilisateurs différents de ceux pour lesquels ils ont été acquis (Williamson, 1985).

³⁰ Cette règle doit être biaisée en faveur du titulaire du marché si l'investissement est totalement transférable à l'entrant potentiel.

l'environnement est plus difficile à identifier. Elle dépend à la fois de la spécificité des actifs mobilisés pour la relation, de la « transférabilité » des avantages de coût au repreneur et de la structure du marché sur lequel est positionné le cédant.

La décision du client de changer de fournisseur résulte d'un arbitrage entre son profit espéré s'il change de fournisseur avant la mise en vente de l'entreprise et son profit espéré s'il attend que la vente se réalise. Ces profits dépendent de plusieurs éléments.

Premièrement, ils sont liés à la révision des *a priori* sur la pérennité à court terme et à moyen terme de l'entreprise. Cependant, ce n'est pas la probabilité de défaut du fournisseur en place qui compte mais l'écart entre cette probabilité et celle de la moyenne du secteur. En effet, lorsque le client va changer de fournisseur, il s'expose à un risque. Toutes choses égales par ailleurs, cet écart va être d'autant plus important que la connaissance de la mise en vente est interprétée comme un signe de difficulté de l'entreprise ou bien que le client anticipe que cette mise en vente va générer des réactions de la part des autres clients et fournisseurs de l'entreprise.

Deuxièmement, le client doit prendre en compte les dépenses de recherche du nouveau fournisseur qui incluent les coûts de transfert des connaissances. Ces dépenses sont croissantes avec la spécificité de la firme. Pour une activité exigeant peu d'actifs spécifiques, un fournisseur de qualité équivalente peut être trouvé à moindre coût, même dans l'urgence. Au contraire, si l'activité est spécifique, les coûts de changement sont élevés car, d'une part, la recherche de nouveaux fournisseurs est longue puisque peu d'entreprises réalisent ce type d'activité et, d'autre part, il faut adapter l'outil de production.

Troisièmement, le client doit prendre en compte les pertes subies si le repreneur fait défaut. A situation de concurrence donnée pour le client, la rupture d'approvisionnement est d'autant plus longue (et les pertes d'autant plus élevées) que l'activité est spécifique. La difficulté de trouver une solution de substitution peut, à l'extrême, aller jusqu'à la faillite de l'entreprise cliente.

En conclusion, à révision des *a priori* donnés, les pertes et les coûts de changement sont croissants avec la spécificité de l'activité développée et il est difficile de donner une règle générale quant à la décision des clients de changer de fournisseur. Néanmoins, il est possible de donner quelques pistes.

Tout d'abord, si le secteur est concurrentiel et l'activité du fournisseur peu spécifique, les coûts de changement sont très faibles, voir nuls. En revanche, les pertes peuvent être relativement importantes si le client perd des parts de marché à la suite d'une rupture

d'approvisionnement ou d'un approvisionnement de mauvaise qualité. Dans ces conditions, le client sera plus enclin à anticiper et à changer immédiatement de fournisseur.

De même, pour les projets très spécifiques, le client se désengagera de sa relation si initialement il avait fait développer le projet par plusieurs firmes concurrentes. Cette stratégie est justifiée si la duplication des coûts initiaux est compensée par les gains concurrentiels à la période de production. Dans ce cas, les coûts de recherche sont inexistantes, et même si l'autre firme a des coûts de production un peu plus élevés, il peut être intéressant de s'adresser à elle.

Ensuite, lorsque le produit développé par le fournisseur est un *input* de production stratégique pour le client, les pertes liées à une rupture d'approvisionnement ou à une fourniture de mauvaise qualité sont importantes (notamment si le client garantit auprès de son marché les biens qu'il vend) ce qui incitera d'autant plus le client à changer totalement ou partiellement de fournisseur.

Enfin, plus la part des compétences du dirigeant transférable au repreneur est importante, plus le coût de changement de fournisseur sera important dans la décision et moins il sera intéressant pour le client de changer de fournisseur.

Si les parties prenantes apprennent la volonté d'un dirigeant-proprétaire de vendre son entreprise avant même que ne soit trouvé un repreneur d'une qualité reconnue comme au moins équivalente, elles peuvent réagir de façon préjudiciable au cédant et à la firme. Cette réaction peut provenir d'une asymétrie d'information sur la qualité présente de la firme, sur les modifications du comportement du cédant et sur le capital humain du repreneur. Bien que toutes les entreprises soient touchées, les plus exposées sont celles de petites tailles et/ou positionnées sur un secteur fortement concurrentiel et/ou dont le dirigeant cédant est jeune et/ou dont ses compétences expliquent en grande partie les résultats de l'entreprise. Pour ces catégories d'entreprise, la recherche de confidentialité dans les opérations de cession est primordiale. Ce besoin de confidentialité constitue un obstacle important sur le marché de la cession reprise puisque, en limitant l'offre déclarée d'entreprises, il réduit sa liquidité. Les organismes de capital investissement apportent une solution à ce problème. De plus, leur qualité d'expert leur permet de réduire les asymétries d'information entre cédants et repreneurs et de favoriser le financement externe des reprises.

2.- Le rôle des organismes de capital investissement sur le marché de la cession reprise

Les organismes de capital investissement (O.C.I.) sont des intermédiaires financiers qui prennent des participations dans le capital d'entreprises généralement non cotées pour

financer leur démarrage, leur développement ou leur transmission. Nous montrons que ces institutions fournissent, outre un service de liquidité *via* l'apport d'un financement externe, un service informationnel à forte valeur ajoutée sur le marché de la cession reprise (2.1.). De plus, le développement récent de leurs interventions en *Institutional Buy Out* (I.B.O.)³¹ permet d'organiser la rencontre des acheteurs et des vendeurs tout en respectant le secret indispensable à la réalisation des cessions reprises pour des entreprises à fort potentiel (2.2.).

2.1.- Les organismes de capital investissement réduisent les problèmes liés aux asymétries d'information

Les O.C.I. collectent leurs ressources auprès des marchés de capitaux, des investisseurs financiers, des entreprises et/ou des pouvoirs publics en émettant des actifs financiers secondaires. Ces ressources sont ensuite utilisées pour financer des projets risqués d'entreprises grâce à l'émission par les firmes d'actifs financiers primaires. Les O.C.I. réalisent donc des opérations d'intermédiation financière de bilan³² puisqu'ils transforment la nature des actifs financiers et interposent leur bilan entre les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement. L'intervention de l'O.C.I. permet ainsi la réduction des problèmes financiers du repreneur. Ce faisant, elle permet aussi la résolution d'un certain nombre de problèmes liés à l'existence d'asymétries d'information qui entachent le marché de la cession reprise. En particulier, les O.C.I. réduisent les problèmes informationnels qui paralysent le financement externe des opérations de reprise (2.1.1.) tout en limitant les problèmes informationnels qui apparaissent entre cédant et repreneur (2.1.2.).

2.1.1.- Les O.C.I réduisent les problèmes informationnels qui paralysent le financement externe des opérations de reprise

La théorie économique nous enseigne que seuls les intermédiaires financiers peuvent résoudre les problèmes liés à l'existence, sur les marchés financiers, d'une information asymétrique sur la qualité des projets (Leland et Pyle, 1977). La présence d'un intermédiaire financier s'impose en raison de sa spécialisation dans l'analyse des projets de financement. L'intermédiaire financier sélectionne les agents à besoin de financement plus efficacement que les agents à capacité de financement ne peuvent le faire (Boyd et Prescott, 1986).

Parmi les intermédiaires financiers, les organismes de capital investissement mettent en œuvre des mécanismes d'expertise spécifiques qui leur permettent d'être particulièrement

³¹ Les I.B.O. correspondent à des prises de participations majoritaires des O.C.I dans le capital des entreprises.

³² Pour une définition de la notion d'intermédiation financière de bilan, consulter Courbis (1987).

performants (Chan, 1983), en particulier lorsque les projets portent sur des actifs spécifiques et mettent en jeu des connaissances scientifiques qui ne sont pas *common knowledge*. Les O.C.I. sont, par ailleurs, particulièrement compétents en ingénierie financière et juridique. Ce savoir-faire leur permet de proposer des contrats suffisamment élaborés pour révéler la qualité des affaires. Ces conventions incitent également les dirigeants à limiter leurs comportements opportunistes et à développer l'entreprise de façon optimale pour l'ensemble des actionnaires externes (Sahlman, 1990). Plus précisément, les O.C.I. utilisent deux types d'accords non exclusifs les uns des autres.

D'une part, les O.C.I. proposent des contrats de financement qui reposent sur des fonds propres et des quasi-fonds propres, en particulier les obligations convertibles (Admati et Pfleiderer, 1994 ; Casamatta, 2003). Ces instruments financiers laissent le choix à leur détenteur de transformer ou non l'apport financier en fonds propres. Comme cette décision est prise après l'observation des résultats de l'entreprise, l'entrepreneur est incité à se comporter conformément aux désirs des investisseurs. Ces derniers sont par ailleurs mieux couverts que les détenteurs d'actions ordinaires dans la mesure où, en cas de liquidation de l'entreprise, ils sont en général prioritaires (Gompers et Lerner, 1999). Enfin, ces titres incitent les entrepreneurs à maximiser la performance de leur entreprise (Kaplan et Stromberg, 2003). Si l'O.C.I. trouve que l'entreprise est insuffisamment performante, il peut, après avoir converti ses titres en fonds propres, prendre le contrôle, remplacer l'équipe dirigeante (Hellman, 1998) voire même exproprier le dirigeant fondateur et développer l'idée dans une autre structure (Ueda, 2004).

D'autre part, les organismes de capital investissement mettent en place des pactes d'actionnaires et des clauses restrictives (les *covenants*) qui régissent les actions des actionnaires et des dirigeants. Les pactes d'actionnaires organisent les relations des O.C.I. avec les autres propriétaires en précisant les modalités de l'entrée et de sortie des cocontractants. Les *covenants* limitent les actions de l'entrepreneur et précisent ses obligations en matière de diffusion de l'information et de stratégie financière (Kaplan et Strömberg, 2003 ; Chelma, Habib et Ljungqvist, 2003).

Enfin, les O.C.I. mettent en place des contrôles très stricts et disposent de menaces de sanctions crédibles. Ils participent souvent aux conseils d'administration et/ou ils mettent en place des procédures de *reporting* très détaillés. Leurs investissements dans l'entreprise sont en général graduels. Ceci permet de maintenir la pression sur l'entrepreneur qui doit continuellement prouver aux financeurs externes la qualité de la firme pour obtenir les

financements complémentaires nécessaires à la mise en œuvre complète du projet. Les O.C.I., sauf clauses contractuelles spécifiques, décident seuls des modalités de leur sortie. Ils jouissent donc d'un fort pouvoir de rétorsion sur les dirigeants propriétaires de l'entreprise qu'il finance.

La relation qui se noue entre les organismes de capital investissement et les entrepreneurs n'est pas cependant exempte de conflits. Des asymétries d'information subsistent inévitablement du fait de la détention d'information privée par les dirigeants, notamment lorsque l'activité est très innovante et/ou sort du champ des compétences de l'O.C.I. Dès lors, des problèmes de non-maximisation de l'effort de l'entrepreneur sont possibles (Bergemann et Hege, 1998). A ce problème, s'ajoute un nouveau conflit au moment de la sortie de l'investisseur en fonds propres puisque ce dernier va chercher à maximiser la valeur de court terme de la firme et peut s'opposer à la stratégie de long terme de l'entrepreneur (Gompers et Lerner, 1999). Cependant, pour l'ensemble des raisons précédemment évoquées, les O.C.I. sont plus efficaces que les banques pour financer les projets à risque. Les banques ne bénéficient pas de la même capacité d'expertise technologique et sectorielle. Leur capacité en ingénierie financière et juridique est également plus limitée dans la mesure où le contrat de prêt standard, pour protéger les déposants, ne doit pas être participatif, c'est-à-dire lié aux résultats de l'entreprise financée (Diamond, 1984). Enfin, les modalités de contrôle utilisées par les banques sont moins élaborées du fait de leur qualité de créanciers prioritaires sur les actionnaires. Même lorsque l'établissement de crédit est une banque mixte³³, la prise de participations est en général faible. Son pouvoir de rétorsion est limité et insuffisamment incitatif.

Tous les dispositifs, qui permettent de réduire les problèmes informationnels entre le financeur, en l'occurrence l'O.C.I., et l'entrepreneur, s'appliquent aussi bien à des cas de création d'entreprise ou de développement qu'à des reprises. Sur ce dernier segment, les O.C.I. gèrent de nouveaux problèmes informationnels liés à la présence d'un troisième acteur, le cédant.

2.1.2.- Les O.C.I. limitent les problèmes informationnels entre cédant et repreneur

Dans le cadre d'une opération de transmission, le cédant dispose d'une information privée sur la qualité de la firme. A l'information asymétrique entre repreneurs et O.C.I., s'ajoute celle entre les acheteurs (repreneur et O.C.I.) et le cédant.

³³ Une banque mixte accorde des crédits et prend simultanément des participations au capital des entreprises (Guigou, 1995). Le cas allemand illustre cette pratique.

La qualité d'expert de l'O.C.I. permet de réduire les problèmes d'asymétrie d'information. En effet, les O.C.I. réalisent systématiquement un audit sur l'entreprise cible. Cet audit porte à la fois sur la vérification des documents comptables et financiers passés et sur une évaluation des performances futures de la firme. Même si cet audit ne permet pas de résoudre totalement les problèmes informationnels, il sert de base à l'établissement du contrat de cession qui introduit des clauses et l'utilisation de méthodes de paiement spécifiques.

Pour tenir compte des événements non encore réalisés mais dont l'origine se situe dans le passé, l'O.C.I. peut introduire dans le contrat de cession des garanties conventionnelles. Elles assurent les acquéreurs contre la réalisation d'événements qui ne dépendent pas de l'action du nouveau dirigeant et qui peuvent grever la valeur future de l'entreprise mais. Elles ne génèrent pas de comportements opportunistes de la part du repreneur³⁴ mais, en contrepartie, elles ne règlent pas en totalité les désaccords entre repreneurs et cédants sur le potentiel de croissance de la firme. Ce désaccord est avéré, lorsque le cédant considère, pour diverses raisons (situation conjoncturelle spécifique, investissement en cours de réalisation, conquête d'un nouveau marché, arrivée prochaine de certains produits dans leur phase de rentabilité maximale, ...), que les derniers résultats de la firme, pris en compte pour déterminer son prix de vente, ne traduisent qu'imparfaitement la « vraie » valeur de l'entreprise et, en l'occurrence, aboutissent à une sous-évaluation. Les implications sont doubles pour l'acquéreur qui risque, d'une part, de payer un prix surévalué et, d'autre part, de ne pas disposer des informations nécessaires pour gérer au mieux l'entreprise.

Ce conflit peut être résolu si le prix reçu dépend des performances futures de la firme, ce qui est le cas lorsque les parties en présence utilisent une clause d'*earn-out*. Le prix de la firme se décompose alors en deux parties : une partie fixe payable à la signature du contrat de vente et une partie variable, l'*earn-out*, basée sur les performances futures de la firme. L'utilisation de cette modalité est limitée par la complexité de sa mise en œuvre et sa rigidité. Le contrat de vente doit prévoir la date de paiement de l'*earn-out*, l'agrégat comptable à partir duquel il est calculé et sa méthode de calcul. La connaissance parfaite de la méthode de calcul permet au repreneur, dont l'horizon est plus long que celui du cédant, de minimiser l'*earn-out* sans remettre en cause la viabilité à long terme de l'entreprise.

³⁴ Dans le cas standard de la garantie sur les biens, l'étendue de la garantie et donc sa capacité à révéler totalement la qualité de la firme vendue est limitée lorsque la réalisation des états de la nature garantis dépend de la qualité et des actions de l'acquéreur (Emmons, 1988, 1989a, 1989b). Une garantie totale incite l'acquéreur à ne pas avoir un comportement d'auto-protection coûteux puisqu'il est toujours totalement remboursé en cas de défaillance du bien quelle qu'en soit la cause.

Dans ce contexte, le cédant est incité à rester dans l'équipe dirigeante, voire même à rester le dirigeant principal, afin de maximiser la valeur de l'*earn-out*. Dans ce cas, le problème d'incitation est inversé : le repreneur est confronté à la vision de court terme du manager. En contrepartie, le premier peut bénéficier d'un transfert de capital humain dont la performance future de la firme dépend tout particulièrement dans les secteurs de haute technologie (Kohers et Ang, 2000).

Au-delà du règlement du différend sur le prix et du transfert des connaissances, les O.C.I. ont un autre motif qui justifie le recours à cette méthode de paiement : inciter le cédant à rester dans l'entreprise afin d'éviter un conflit d'agence avec le repreneur. En effet, les O.C.I. revendent leurs participations dans les sociétés à un horizon moyen de trois ou quatre ans ; ils sont donc intéressés par la performance de court terme contrairement à l'acquéreur dont l'horizon est de plus long terme. En introduisant un *earn-out* avec maintien du cédant dans l'équipe de direction, l'O.C.I. se garantit l'existence d'un objectif commun avec la direction de l'entreprise et réduit ainsi les coûts de contrôle.

Malgré l'intérêt de l'*earn-out*, son usage est limité par la complexité de sa mise en œuvre et les réticences prévisibles, d'une part, du repreneur qui ne désire pas que l'ancien dirigeant reste à un poste de direction et, d'autre part, du cédant qui désire quitter l'entreprise. Un instrument plus flexible peut être utilisé : le maintien partiel au capital du cédant. Cette pratique s'apparente à un prix différé assis sur les performances futures de la firme dans la mesure où, le prix de vente des participations résiduelles dépend des performances réalisées par l'entreprise au moment de la vente finale. A cet égard, il a les mêmes avantages que l'*earn-out* pour résoudre les problèmes informationnels sur la qualité de la cible. Cependant, il est plus flexible pour les acquéreurs car le prix de cession des parts résiduelles dépend d'une performance globale de l'entreprise et non d'un seul agrégat comptable fixé *ex ante*. Cette méthode est plus risquée pour le cédant qui n'a aucune assurance sur le prix qu'il recevra, ni sur sa méthode de calcul. Elle présente cependant l'avantage de limiter les coûts d'agence. Contrairement à l'*earn-out*, son utilisation évite les manipulations plus faciles lorsque l'analyse est focalisée sur un poste comptable particulier. Par ailleurs, sauf clauses particulières, l'incertitude sur la date de sortie du capital du cédant limite l'intérêt du repreneur à privilégier la performance de long terme au détriment du court terme.

Au total, il apparaît donc que **même si l'audit précontractuel ne permet pas de résoudre tous les problèmes informationnels, il sert de base à l'établissement de clauses contractuelles qui permettent de moduler le prix qui revient finalement au cédant à la**

fin de la période durant lesquelles les clauses jouent. Ces clauses, associées à l'expertise des O.C.I en matière d'audit pré contractuel et d'ingénierie financière, constituent la spécificité de l'intervention des O.C.I. sur le segment de la transmission d'entreprise. Le chapitre 4 de ce rapport propose une étude empirique des pratiques des O.C.I sur ce marché en Europe.

2.2.- L'*Institutional Buy Out* ou comment les O.C.I évitent le recours au marché externe de la cession reprise ?

Parallèlement à l'activité classique d'intermédiation de bilan, les organismes de capital investissement développent une activité d'intermédiation financière de marché³⁵. Dans le cadre de cette activité, l'O.C.I. ne transforme pas les actifs financiers. Il achète des actifs financiers primaires au cédant. Ce dernier peut soit conserver une part des titres dans le capital de l'entreprise soit décider de vendre l'ensemble de ses participations. L'organisme de capital investissement détient une participation majoritaire dans l'entreprise le temps de trouver un repreneur. L'intermédiaire financier, du fait de ses compétences en gestion, peut mettre à profit ce laps de temps pour maximiser la valeur de revente de la firme et ainsi accroître la plus value réalisable sur cette opération.

Le nombre des opérations d'*Institutionnal Buy Out* (I.B.O.) reste, pour l'instant, relativement limité en Europe. Le traitement des données issues de la base Zéphyr diffusées par le Bureau Van Dijk sur les mouvements de transfert de la propriété met en évidence un nombre d'I.B.O. faible relativement à l'ensemble des opérations de transfert de la propriété en Europe³⁶ (cf. tableau 2.2. ci-dessous).

³⁵ Pour une définition de la notion d'intermédiation financière de marché, consulter Courbis (1987).

³⁶ La valeur des *deals* étant trop rarement renseignée dans cette base de données, l'analyse se concentre exclusivement sur le nombre des opérations.

Tableau 2.2. : les opérations d'*Institutional Buy Out* en Europe

Europe	2000	2001	2002	2003	Total
Nombre d'opérations renseignées de transfert de la propriété (A)	18083	19108	21389	27753	86333
Nombre d'Institutional Buy Out (B)	398	364	366	486	1614
A/B	2,20%	1,90%	1,71%	1,75%	1,87%

Source : statistiques issues de la base de données Zéphyr (Bureau van Dijk) retraitées par les auteurs

En moyenne annuelle, sur la période 2000 – 2003, en Europe, les opérations d'I.B.O. ont représenté moins de 2% des opérations de transfert de la propriété renseignées dans la base Zéphyr. Dans plus de 15% des cas, les I.B.O. ont été réalisés sur des cibles françaises. Entre 2000 et 2003, ces interventions ont représenté 3,45% des opérations de transferts de la propriété portant sur des entreprises françaises (cf. tableau 2.3. ci-dessous).

Tableau 2.3. : les opérations d'*Institutional Buy Out* en France

France	2000	2001	2002	2003	Total
Nombre d'opérations renseignées de transfert de la propriété (A)	1980	1936	1422	1763	7101
Nombre d'Institutional Buy Out (B)	51	68	50	74	243
A/B	2,58%	3,51%	3,52%	4,20%	3,42%

Source : statistiques issues de la base de données Zéphyr (Bureau van Dijk) retraitées par les auteurs

Le faible nombre d'opérations d'I.B.O. peut s'expliquer par l'existence de dispositions statutaires qui interdisent aux O.C.I. d'être majoritaires dans le capital des entreprises qu'ils financent. Cela peut être le cas, en particulier, des O.C.I. financés en partie par des fonds publics. Cette situation peut également s'expliquer par un choix stratégique des O.C.I. Etre majoritaire implique en effet des coûts de contrôle importants et un engagement en responsabilité élevé. Ainsi, au total, selon l'annuaire de la *European Venture Capital Association*, en 2004, 771 organismes sur 962 déclaraient ne pas acquérir de positions majoritaires dans le capital des entreprises.

La capacité des I.B.O. à augmenter la liquidité du marché de la transmission nous amène à préconiser le développement de ce type d'interventions qui renvoie à la fonction classique de contrepartiste sur les marchés de gré à gré. Les opérateurs en I.B.O. offrent, sur le marché du non coté, le même service que les contrepartistes sur les marchés financiers. Le

contrepartiste se porte acheteur ou vendeur du titre pour lequel il est engagé lorsque le marché est insuffisamment liquide. Son intervention permet finalement l'existence de marchés de valeurs moyennes (Second Marché) ou en croissance (Nouveau Marché) qui seraient sinon trop peu actifs. Cette activité s'est développée ces vingt dernières années avec l'élargissement des activités de marché à des entreprises de taille petite ou moyenne.

Il nous semble que **le développement des I.B.O. apparaît s'imposer, dans les années prochaines, comme une évolution légitime de l'activité d'intermédiation en haut de bilan qui va ajouter à sa dimension traditionnelle d'intermédiaire de bilan une activité d'intermédiation de marché dans le non coté.** Cette évolution de l'activité des O.C.I. apparaît caractéristique d'une industrie de services financiers qui a désormais atteint une phase de maturité et qui développe, comme les banques l'ont préalablement fait, l'ensemble des facettes de l'activité d'intermédiation financière.

L'activité d'I.B.O permet, par ailleurs, de résoudre les problèmes qu'induisent les divergences d'horizon temporel entre un cédant qui désire (ou doit) céder rapidement ses participations et un projet technologique qui peut demander une période de maturation relativement plus longue. L'I.B.O peut ainsi fournir une solution au problème de valorisation du patrimoine professionnel des dirigeants dans les secteurs de haute technologie tout en assurant une certaine continuité voire même une dynamisation des entreprises qui peut être appréciable en termes d'emplois et de production d'innovations.

Enfin, pour les *stakeholders*, la prise de participations majoritaires d'un O.C.I. signale, compte tenu de son haut niveau d'expertise, la qualité de l'entreprise et son fort potentiel de développement (Cieply et Grondin, 1999). Dans le cadre des I.B.O., l'O.C.I met en place une équipe de managers compétents et ne revend ses participations que lorsque le potentiel de valorisation est maximisé. Le prix de revente est, dans ces conditions, suffisamment élevé pour prévenir la reprise par une personne physique dont les compétences seraient déterminantes dans la performance future de l'entreprise.

Dans ce travail, nous avons montré que **les cédants privilégient les canaux de vente qui préservent leur anonymat.** En effet, lorsque les *stakeholders* apprennent la mise en vente d'une entreprise, ils développent **un comportement de précaution qui peut pénaliser le cédant.** Ce comportement peut être avéré même si les parties prenantes n'ont aucun doute

sur la qualité présente de la firme cédée. **Les entreprises les plus touchées sont celles de petite taille et/ou positionnées sur un secteur fortement concurrentiel et/ou dont le dirigeant cédant est jeune et/ou dont ses compétences expliquent en grande partie les résultats de l'entreprise.**

L'existence d'asymétries d'information renforce ce comportement tout en posant le **problème standard de l'évaluation du prix de vente de l'entreprise et de l'accès au financement externe du repreneur. L'audit pré contractuel permet de résorber ces problèmes sans les éliminer totalement** et son coût rend son utilisation intéressante uniquement pour les grandes entreprises. **L'intervention d'un O.C.I permet d'internaliser les coûts de l'audit et fournit une réponse au besoin de confidentialité du cédant. Ainsi, l'O.C.I n'offre pas uniquement un service de financement au repreneur mais aussi un service de liquidité au cédant.**

Ainsi, nous pensons que les mesures publiques réduisant les problèmes d'accès au financement des repreneurs ou allégeant la fiscalité des cédants (et des repreneurs dans le cas des transmissions familiales) ne suffisent pas pour assurer un bon fonctionnement du marché de la cession reprise. **Selon nous, il conviendrait donc de faciliter également le recours à des intermédiaires financiers de haut de bilan, les O.C.I., en particulier dans le cadre des *Institutional Buy out* qui permettent, pour les cédants, de contourner le marché externe et de céder son entreprise en toute confidentialité et, pour l'entreprise et les parties prenantes, de maximiser son potentiel de développement.**

CHAPITRE 3 : DIFFERENCES DE SYSTEMES JURIDIQUES ET FINANCIERS ET CONTRIBUTION DES ORGANISMES DE CAPITAL INVESTISSEMENT AUX OPERATIONS DE TRANSFERTS DE LA PROPRIETE

- Une étude comparée sur cinq pays européens -

Par Rafik Abdesselam, Sylvie Cieply & Anne-Laure Le Nadant

L'analyse des statistiques agrégées collectées par la *European Venture Capital Association* met en évidence la forte augmentation de l'investissement dans le non coté sur la dernière décennie et l'existence de ressemblances notables en Europe dans les caractéristiques de l'activité des organismes de capital investissement (O.C.I.). L'objet de ce chapitre est d'étudier plus spécifiquement le recours aux O.C.I. dans le financement des opérations de transfert de la propriété (O.T.P.). Après avoir identifié les facteurs juridiques et financiers qui peuvent expliquer l'existence de différences entre pays, nous étudions, à partir des données individuelles fournies par la base de données Zéphyr du Bureau van Dijk, les ressemblances et les dissemblances entre pays européens dans la contribution des O.C.I. aux O.T.P.

Cinq pays sont retenus dans cette analyse : l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni. Ces pays ont été choisis car, premièrement, ils représentent les cinq plus grands pays européens en termes de Produit Intérieur Brut et, secondement, ils s'inscrivent dans des systèmes de gouvernance qui restent, malgré l'harmonisation engagée, très différents (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny -LLSV dans la suite du texte-, 1998 ; Caby, 2003). Cette étude se différencie des travaux existants principalement pour deux raisons.

Premièrement, cette analyse prend en compte non seulement les interventions des O.C.I. en capital risque, comme Gompers et Lerner (1999), Mayer, Schors et Yafeh (2002) ou encore Cumming, Schmidt et Walz (2004), mais aussi les opérations de capital développement et de capital transmission. Sur ce dernier segment, la base de données utilisée permet de prendre en compte à la fois les prises de participations minoritaires dans le cadre d'un *Management Buy-In* (rachat de l'entreprise par un repreneur externe) ou d'un *Management Buy-Out* (rachat de l'entreprise par un salarié ou un cadre dirigeant interne) et les prises de participations majoritaires, dans le cadre d'un *Institutional Buy-Out* (rachat de l'entreprise par un investisseur financier en vue de la revente avec plus-value).

Deuxièmement, ce travail repose sur des données individuelles d'entreprises qui ont fait l'objet d'un transfert de propriété total ou partiel. Ce transfert peut avoir mis en jeu un O.C.I. mais cela n'est, en aucun cas, obligatoire pour figurer dans la base. Les informations utilisées se distinguent ainsi considérablement des données recueillies grâce à la réalisation d'enquêtes directement auprès des organismes de capital investissement (Manigart *et alli*, 2002 ; Cumming, Schmidt et Walz, 2004 ou encore Abdesselam, Bastié et Cieply dans le quatrième chapitre de ce rapport). La base de données ainsi constituée est, certes, moins complète sur l'activité des O.C.I. que les enquêtes portant directement sur cette population. Elle permet, cependant, de comparer les cessions d'entreprises avec intervention d'un O.C.I. et celles qui n'ont pas fait appel à un intermédiaire financier de haut de bilan.

Ce chapitre est structuré en 3 sections. La première traite des relations attendues entre la nature du système de gouvernance et le rôle des O.C.I. dans les O.T.P. (1). La deuxième section décrit l'échantillon et les données utilisées (2). La troisième section propose des tests statistiques des relations attendues entre la nationalité de la cible et le recours au financement par les O.C.I. dans les transferts de propriété (3).

1.- Les facteurs de différenciation de la contribution des O.C.I. dans les opérations de transfert de la propriété selon le pays d'origine de la cible

Pour Cumming, Schmidt et Walz (2004), la nature du système légal justifie les différences constatées au niveau international dans la pratique des organismes de capital investissement. Ces auteurs appliquent, au domaine de l'investissement dans le non coté, les enseignements de la classification des systèmes juridiques proposée par LLSV (1998) pour justifier l'existence de structures de financement différentes au sein d'un échantillon de 49 pays membres de l'O.C.D.E. Cette approche, qui unit les thèmes « Droit et Finance », renouvelle l'étude comparée des systèmes de financement qui, jusqu'alors, reposait sur la seule analyse des modalités de financement des entreprises et proposait une classification duale des économies, qui appartiennent, soit à la catégorie des économies dominées par les marchés financiers, soit à celle des économies centrées sur les banques. Un certain nombre de travaux propose actuellement de compléter ces deux approches en prenant en compte la structure de l'actionnariat (concentrée *versus* dispersée) pour qualifier le système de gouvernance.

Dans ce travail, nous recherchons les enseignements de ces trois approches sur le rôle attendu des O.C.I. dans les 5 pays considérés. Pour chacune de ces approches, nous qualifions

les pays étudiés et nous tentons d'identifier les conséquences attendues de l'appartenance à un modèle spécifique sur la contribution des O.C.I. au financement des opérations de transfert de la propriété.

1.1.- Le rôle des O.C.I. selon le type de système de financement (économies centrées sur le marché *versus* économies centrées sur les banques)

1.1.1. La classification des systèmes de financement et le positionnement des pays étudiés

Traditionnellement, la distinction entre les pays anglo-saxons et les pays d'Europe continentale a été exprimée en termes de structure avec des systèmes régulés, soit par le marché, soit par les banques³⁷ (Levine, 1997, 2002 ; Allen et Gale, 2000). Dans les premiers, qui renvoient à la situation de l'Allemagne et du Japon dans les années 1960-1980, les banques jouent un rôle central dans la collecte des ressources, dans l'allocation du capital et dans la définition des programmes d'investissement des entreprises. Dans les seconds, qui correspondent à la situation des pays anglo-saxons, le marché des titres négociables joue un rôle prépondérant dans la collecte des ressources et leur affectation, ce qui rend l'investissement moins sensible à la dette bancaire (Demirguc-Kunt et Levine, 1999). Dans ce système, le marché des obligations et surtout celui des actions sont supposés fournir aux entreprises des sources de financement à long terme alors que la banque se spécialise dans le financement du court terme (Paillard et Amable, 2002).

Cette classification a été remise en cause à la fin des années 1980 par Mayer (1988) puis, plus tard, par Corbett et Jenkinson (1997). Ces auteurs ont démontré, sur la base d'estimations des sources de financement nettes des emplois financiers, qu'il n'existait aucune différence significative dans le mode de financement des entreprises des économies les plus développées : l'autofinancement est partout dominant suivi par l'endettement, en particulier bancaire, qui est la principale source de financement externe (sauf au Canada).

Ces résultats ont été récemment contestés par Hackethal et Schmidt (2004) et Schmidt, Hackethal et Tyrell (1998, 2000). Selon ces travaux, il existe un biais statistique lié à l'usage

³⁷ On trouve également, dans une tradition plus hicksienne, l'opposition entre les économies dites de découvert (*overdraft economy*) où la liquidité repose sur les découverts bancaires (Allemagne et Japon) et les économies où les entreprises s'autofinancent (*autoeconomy*) (pays anglosaxons) (Goux, 1990). Pour caractériser les situations française et suédoise, le concept d'économie d'endettement a également été introduit de manière à prendre en compte le bouclage macroéconomique du système de financement, c'est-à-dire la nature des relations qui unissent la Banque Centrale et les banques de second rang (Maarek, 1978 ; Renversez, 1986, 1991). Dans les économies d'endettement (France jusqu'au milieu des années 1980), les entreprises étaient fortement endettées auprès des banques de second rang, qui étaient elles-mêmes endettées auprès de la Banque Centrale.

de données nettes où les remboursements masquent les informations relatives aux nouveaux financements levés. Lorsque ces auteurs travaillent à partir de données brutes issues des comptes nationaux, ils ne retrouvent pas les résultats de Mayer (1988) ou de Corbett et Jenkinson (1997) et mettent en évidence l'existence de différences toujours significatives dans les structures de financement entre, d'une part, l'économie allemande toujours très centrée sur la dette bancaire et, d'autre part, le Royaume-Uni où l'appel au marché financier est important.

Le constat de différences toujours sensibles dans la structure de financement des économies est également affirmé par Demirguc-Kunt et Levine (1999) qui analysent les caractéristiques financières de 150 pays à partir de données relatives aux années 1990. La construction d'un indice de structure financière³⁸ permet de segmenter les pays selon la classification classique : économies centrées sur le marché *versus* économies basées sur les banques. Paillard et Amable (2002), à partir de données nettes sur 6 pays (Allemagne, France, Italie, Pays-Bas, Suède et Royaume-Uni), trouvent également une opposition entre deux types d'économies : les unes présentent un haut niveau de financement interne, les autres font largement appel aux crédits bancaires³⁹.

Si l'ensemble de ces travaux convergent pour souligner l'existence de différents systèmes de financement dans l'espace européen, leurs résultats pays par pays ne sont pas toujours homogènes.

Le cas britannique fait partie des exceptions ; pour ce pays, tous les travaux s'accordent pour souligner la pertinence du concept d'économie centrée sur les marchés ou d'économie à haut niveau de financement interne. Pour les autres pays, la situation est moins claire.

Alors que certains auteurs (Demirguc-Kunt et Levine, 1999 ; Schmidt, Hackethal et Tyrell, 1998) répertorient l'Allemagne parmi les économies centrées sur les banques, d'autres (Paranque et Friderichs, 2001 ; Paillard et Amable, 2002) soulignent, la permanence de cette situation uniquement pour les petites et moyennes entreprises. Les plus grandes firmes

³⁸ Cet indice est construit à partir des ratios de développement du secteur bancaire relativement aux marchés financiers (en termes de taille, d'activité et d'efficacité). Les pays avec les ratios de structures bancaires les plus élevés désignent les pays centrés sur la banque. Les pays où l'indice composite de développement du secteur bancaire est inférieur à la moyenne sont des économies centrées sur les marchés.

³⁹ Il est intéressant de noter que ces auteurs retrouvent alors la classification introduite par Hicks (1974) et qui oppose l'« *autoeconomy* », fondée sur l'autofinancement, et l'« *overdraft* » où l'accès à la liquidité repose sur le crédit bancaire. Pour plus de détails sur la modernité de cette approche, le lecteur peut consulter les travaux de Rivaud-Danset et Paranque (1998).

seraient en revanche engagées dans un système de financement proche du modèle anglo-saxon.

Le cas français est classé par Demirguc-Kunt et Levine (1999) dans la catégorie des économies fondées sur les banques. Schmidt, Hackethal et Tyrell (1998) soulignent, néanmoins, que les transformations récentes de cette économie rendent sa situation confuse et, qu'au milieu des années 1990, la situation française restait difficile à qualifier. Cieply (2001), en mettant l'accent sur l'évolution radicale des structures financières et des relations banque-entreprise entre 1985 et 1995, remet en cause la permanence de l'appartenance de la France à la catégorie des économies centrées sur les banques. Paillard et Amable (2002) soulignent également l'évolution du système national de financement français en notant la forte augmentation du financement interne des entreprises françaises dans les années 1990 et leur fort désendettement. Caby (2003) constate, en outre, que la place des marchés financiers a considérablement évolué pour se rapprocher des niveaux britanniques et américains. Lorsque l'on rapporte la capitalisation boursière au PNB, ce ratio est de 103% en 2001 (49% en 1997) contre 152% aux Etats-Unis (132% en 1997) et 166% en Grande-Bretagne (161% en 1997).

L'Italie apparaît classée comme une économie centrée sur les banques à la fois par Demirguc-Kunt et Levine (1999) et par Paillard et Amable (2002). Ces derniers soulignent, néanmoins, l'importance relative des titres émis en Italie que la classification classique entre économies centrées sur les banques et économies centrées sur le marché ne permet pas de prendre en compte.

Enfin, l'Espagne est très peu étudiée. Demirguc-Kunt et Levine (1999) la classent comme appartenant à la catégorie des économies centrées sur les banques. Les études consacrées au cas espagnol par la Banque de France n'apparaissent pas modifier cette conclusion (Artola *et al.*, 2002).

Au total, ces travaux mettent en évidence qu'il est nécessaire d'être prudent dans l'utilisation de cette typologie. On peut retenir l'opposition claire entre le cas britannique, pure économie de marché, et les cas espagnol et italien, économies centrées sur les banques. Le cas allemand est dual, selon que l'on considère les grandes ou les petites entreprises. Dans la mesure où l'activité des O.C.I. se concentre sur les entreprises non cotées de taille petite ou moyenne, nous retenons, pour le cas allemand, la dominance du modèle centré sur les banques. Le cas français reste plus délicat à caractériser.

Tableau 3.1. : la classification des pays selon les systèmes financiers

Economie centrée sur le marché	Indétermination	Economie centrée sur les banques
<ul style="list-style-type: none"> • Royaume-Uni • Allemagne grandes entreprises 	<ul style="list-style-type: none"> • France 	<ul style="list-style-type: none"> • Espagne • Italie • Allemagne petites entreprises

1.1.2.- Les systèmes de financement et l'activité des O.C.I.

Le capital investissement s'inscrit difficilement dans l'approche classique des systèmes de financement. Le capital investissement a, en effet, deux formes distinctes. Ce financement peut être apporté à l'entreprise par des personnes physiques (des *business angels*, par exemple). Le capital investissement est alors informel ; il ne fait l'objet d'aucune intermédiation et s'inscrit dans un schéma de finance directe. Ce financement est, également et surtout, apporté à l'entreprise par des institutions financières, les O.C.I.⁴⁰ qui sont, dans certains pays, des filiales d'établissement de crédit. Nous avons constaté, dans le chapitre 2 de ce rapport, que c'est particulièrement le cas en France, Allemagne, Italie, Pays-Bas⁴¹. Dans ce cas, le système est toujours centré autour d'institutions financières (comme dans les économies centrées sur les banques) mais ces dernières apportent aux entreprises, non pas de la dette, mais des fonds propres (moyens de financement utilisés dans les économies centrées sur le marché). Par ailleurs, même lorsque les O.C.I. sont des filiales de banques, elles tirent un bénéfice important de l'existence d'un marché financier actif où les participations peuvent être cédées.

Nous pouvons, finalement, émettre deux hypothèses, qui s'opposent, sur le rôle prévisible des O.C.I. selon la nature du système de financement d'un pays donné.

D'une part, les O.C.I. ayant besoin d'un marché où leurs participations peuvent être vendues, on peut s'attendre à un rôle plus actif des O.C.I. dans les économies centrées sur le marché, comme au Royaume-Uni, ou, de manière plus restrictive, dans les économies dotées de marchés d'actions particulièrement actifs comme la France et l'Italie.

⁴⁰ Ces deux types de capital investissement se complètent plus qu'ils ne se concurrencent. Le premier type d'apports intervient lors des premiers tours de table sur des projets très à l'amont dans le cycle de vie des entreprises (amorçage et création). Le second intervient lorsque le projet requiert des volumes d'investissement plus importants, en général lors des tours de table qui suivent (développement et transmission).

⁴¹ Cette situation est, à l'opposé, très rare en Suède, au Royaume-Uni, en Irlande, en Finlande, au Danemark et en Autriche (cf. chapitre 2).

D'autre part, comme les O.C.I. sont des intermédiaires financiers, on peut supposer qu'ils sont plus susceptibles de se développer dans les économies centrées sur les intermédiaires financiers comme, traditionnellement, l'Allemagne, l'Espagne, l'Italie et, dans une moindre mesure, la France.

Pour conclure, on peut remarquer que la prise en compte du rôle des O.C.I. dans le système financier souligne les limites de la classification traditionnelle des systèmes de financement construite sur l'opposition économie de marché / économie centrée sur les banques puisque, alors, intermédiation financière et marchés financiers se complètent plus qu'ils ne se concurrencent. Plus récemment, une autre classification fondée sur les différences de système juridique a été proposée. Elle apporte des éléments d'explication plus approfondis et parfois complémentaires pour la différenciation des systèmes de gouvernance et du rôle des O.C.I.

1.2.- Le rôle des O.C.I. selon le type de système juridique (« *common law* » versus « *civil law* »)

1.2.1.- La typologie des systèmes juridiques et le positionnement des pays étudiés

L'analyse des systèmes de financement centrés soit sur le marché soit sur les banques a fait l'objet de nombreuses critiques. D'une part, le développement de l'activité des banques sur les marchés financiers rend difficilement tenable cette approche qui tend à opposer banques et marchés. D'autre part, cette classification est, selon différents auteurs (LLSV, 1998 ; Levine, 1997 ; Paillard et Amable, 2002), peu efficace pour distinguer les systèmes financiers. LLSV (1998) proposent une autre typologie fondée sur la nature des régimes juridiques qui encadrent l'activité financière. En effet, dans la mesure où le financement est une affaire de contrats financiers et de transfert d'information, la nature du régime juridique est déterminante. En particulier, la capacité d'un système légal à protéger les créanciers et les actionnaires et son pouvoir d'exécution sont des critères essentiels pour le développement des activités financières. Shleifer et Vishny (1997) indiquent ainsi que « l'essentiel des différences entre les systèmes de gouvernance dans le monde résulte des écarts dans la nature des obligations légales des dirigeants vis-à-vis des investisseurs ainsi que des différences dans la façon dont les tribunaux font appliquer et interprètent ces obligations ».

Plus précisément, LLSV (1998) opposent deux systèmes juridiques. Le régime de *common Law*, de tradition anglo-saxonne, assure une très forte protection aux actionnaires et aux créanciers. Dans le cadre de ce régime, le pouvoir d'exécution des contrats est fort et la

qualité de l'information comptable élevée. A l'opposé, le régime de *French civil law*, dont l'origine est le Droit romain, garantit un faible degré de protection aux investisseurs externes. La force obligatoire des contrats est faible ; le risque de remise en cause d'un accord contractuel par les représentants du gouvernement, en particulier l'Administration Fiscale, est élevé. Par ailleurs, la qualité de l'information comptable est plutôt faible. Les régimes de *German civil Law* et de *Scandinavian civil law* occupent une place intermédiaire en matière de protection des actionnaires et des créanciers. La force obligatoire des contrats est, en revanche, très forte dans ces économies, supérieure même à celle des économies de *common law*. En matière d'information comptable, la qualité est la plus grande en Scandinavie puis dans les économies de *common law*, et enfin dans les pays de *German common law*.

A partir de cette typologie, LLSV ont étudié la situation de 49 économies membres de l'O.C.D.E. dans les années 1990. D'après leurs résultats, l'Espagne et l'Italie appartiennent, comme la France, à un système de *French civil law*. La situation de ces pays s'oppose à la situation britannique qui repose sur un système de *common law*. La situation allemande est proche de la situation française mais moins éloignée de la situation britannique que l'Espagne et l'Italie.

Tableau 3.2. : la classification des pays selon les systèmes juridiques

Régime de common law	Régime de civil law	
<ul style="list-style-type: none"> • Royaume-Uni 	Régime de German civil law <ul style="list-style-type: none"> • Allemagne 	Régime de French civil law <ul style="list-style-type: none"> • France • Espagne • Italie

1.2.2.- Les systèmes juridiques et l'activité des O.C.I.

L'influence de la nature du régime juridique sur l'activité des O.C.I. a déjà fait l'objet de nombreuses recherches. Ces travaux ont souvent étudié l'impact sur l'activité des O.C.I. d'un changement de réglementation au sein d'une économie donnée. Ainsi, par exemple, Gompers et Lerner (1999) ont étudié l'impact sur les O.C.I. de l'introduction de certains dispositifs fiscaux et de nouvelles procédures d'introduction en bourse aux Etats-Unis. D'autres études ont recherché l'impact des différences de régimes juridiques constatées entre pays sur l'activité de capital risque. Cumming, Schmidt et Walz (2004) ont montré, sur un échantillon de 3 848 portefeuilles de sociétés de capital investissement originaires de 39 pays d'Amérique du Nord et du Sud, d'Europe et d'Asie sur la période 1971-2003, que les différences de régime légal ont un impact significatif sur les modes de gouvernance des investissements, c'est-à-dire sur la sélection et le contrôle réalisés par les O.C.I. Plus

précisément, il apparaît que les économies qui protègent le plus les actionnaires sont celles où les opérations sont montées le plus rapidement, avec un plus fort taux de syndication⁴² et une plus grande représentation de l'O.C.I. au conseil d'administration des entreprises financées.

Au-delà de l'impact sur les modes de gouvernance interne aux O.C.I., quelles influences peut avoir le système juridique sur la contribution de ces organismes aux opérations de transfert de propriété? Dans quel régime juridique, les O.C.I. sont-ils supposés faciliter ces opérations et maximiser la création de valeur pour les actionnaires ? A nouveau, deux réponses peuvent être proposées.

D'une part, l'approche microéconomique des O.C.I. justifie l'existence de ces institutions du fait, entre autres, de leur plus grande aptitude à utiliser des contrats complexes qui permettent de limiter les conséquences de l'imperfection de l'information⁴³. La transparence de l'information étant plus faible (et donc l'imperfection de l'information plus grande) et le pouvoir d'exécution des contrats plus limité dans les régimes de *French civil law*, l'avantage de ces institutions devrait y être plus grand que dans des économies de *common law*. En conséquence, on peut s'attendre à un rôle plus déterminant des O.C.I. dans les économies régies par un régime de *French civil law*.

D'autre part, comme les O.C.I. sont des actionnaires, généralement minoritaires, on peut supposer que leur activité est plus développée dans les économies qui protègent le plus les actionnaires. Leurs interventions reposant sur des contrats complexes, leur activité peut être supposée plus aisée dans les économies où la force obligatoire des contrats est supérieure. Enfin, la sélection et le contrôle reposant sur des données comptables, l'exercice de leur profession est facilité dans les économies où la qualité de l'information est supérieure. En conséquence, en suivant cet argumentaire, on peut s'attendre à une activité des O.C.I. plus importante dans les économies de *common law* et, dans une moindre mesure, en Allemagne que dans les régimes de *French civil law* (France, Espagne, Italie).

⁴² La syndication correspond au financement d'un projet par plusieurs organismes liés en général par un contrat qui précise les droits et les obligations de chacun.

⁴³ Sur cette question, le lecteur peut trouver plus de détails dans le chapitre 2.

1.3.- Le rôle des O.C.I. selon la structure de l'actionnariat (actionnariat concentré ou dispersé)

1.3.1.- La typologie des structures de l'actionnariat et le positionnement des pays étudiés

Les différences de systèmes juridiques conduisent les entreprises à adopter des comportements différents en matière d'organisation du contrôle et de la propriété qui sont, selon Franks et Mayer (1994), les facteurs principaux qui permettent de différencier les modèles de gouvernance d'entreprise. En particulier, la structure de l'actionnariat a fait l'objet d'une importante littérature qui permet de différencier les pays étudiés.

Selon LLSV (1998), la concentration de l'actionnariat peut être une réponse rationnelle au manque de protection des investisseurs. Si la loi ne protège pas les propriétaires contre les contrôleurs, les propriétaires vont chercher à être les contrôleurs. Les auteurs indiquent que, dans cette situation, le conflit d'agence entre les dirigeants et les actionnaires n'est pas significatif parce que de gros actionnaires ont à la fois la motivation et la possibilité de contrôler le management. LLSV font toutefois remarquer qu'une forte concentration de l'actionnariat conduit à un problème d'agence entre les actionnaires majoritaires et les minoritaires.

Des études ont montré une concentration de l'actionnariat particulièrement significative en Allemagne (Franks et Mayer, 1994 ; Gorton et Schmid, 2000), en France (Bloch et Kremp, 1999), en Italie (Barca, 1995) et en Espagne (Crespi-Cladera et Garcia-Cestona, 1999). En revanche, l'actionnariat en Grande-Bretagne est caractérisé, historiquement, comme aux Etats-Unis, par un grand nombre de sociétés cotées, la plupart d'entre elles ayant un actionnariat dispersé (Faccio et Lang, 2000).

En Allemagne, la concentration de l'actionnariat est historiquement forte du fait de l'implication massive des banques dans l'industrialisation allemande. Les banques ont continué, au moins jusqu'à la fin des années 1990, non seulement à détenir des participations importantes dans les plus grandes entreprises, mais également à gérer les titres pour le compte des petits actionnaires et à les représenter dans les conseils d'administration (Roe, 1994). Les réformes, qui ont marqué la sphère financière allemande à la fin des années 1990, peuvent cependant dorénavant remettre en cause cette situation. Nowak (2001) signale ainsi

récemment une augmentation des O.P.A. hostiles et des introductions en bourse ainsi qu'une évolution de la législation en faveur des actionnaires⁴⁴.

Wojcik (2001) a étudié l'évolution de l'actionnariat des sociétés cotées allemandes de 1997 à 2001. Il observe une diminution du degré de concentration qui reste néanmoins très élevé. Cette diminution est le fait des sociétés financières, en particulier des banques, qui ont adopté, en très peu de temps, des comportements d'investisseurs de portefeuille très différents de la banque-industrie traditionnelle. Selon Caby (2003), ceci semble traduire l'évolution du capitalisme allemand fondé sur les participations croisées et un secteur financier fort.

Les caractéristiques distinctives de la structure de l'actionnariat en France sont une forte concentration, un actionnariat familial et un rôle important joué par les sociétés holdings, les deux dernières caractéristiques étant étroitement liées. La forte concentration de l'actionnariat est constatée pour les sociétés cotées, comme pour les sociétés non cotées et même pour les entreprises du CAC 40. L'actionnariat familial est significatif tandis que les participations détenues par les banques, compagnies d'assurances et autres institutions financières sont relativement faibles, sauf pour les firmes du CAC 40. En outre, Caby (2003) signale que la part des actions détenue par des non-résidents (essentiellement des investisseurs institutionnels anglo-saxons) est devenue extrêmement importante : 36% en 2000 (6% aux Etats-Unis, 9% en Grande-Bretagne, 11% au Japon et 15% en Allemagne). La France est devenue l'économie occidentale la plus internationalisée (de très loin) du point de vue de la détention des actions.

En Espagne aussi, la concentration de l'actionnariat est élevée. Les sociétés non financières sont les investisseurs les plus importants. L'actionnariat des banques, historiquement élevé, est en repli mais il reste significatif dans certains secteurs d'activité comme la banque et la communication. Par ailleurs, un processus de privatisation s'est déroulé ces dernières années. L'actionnariat de l'Etat, qui était significatif dans certains secteurs et dans beaucoup de grandes entreprises jusqu'en 1995, a presque disparu depuis 1998.

Traditionnellement, l'actionnariat en Italie est caractérisé par une forte concentration avec un petit nombre de familles industrielles puissantes ayant d'importantes participations au capital des sociétés cotées. Cependant, depuis la fin des années 1990, des lois visant à modifier le gouvernement des entreprises ont été votées (loi Draghi), ce qui a permis

⁴⁴ Une réforme de 1998 a notamment renforcé le pouvoir des conseils de surveillance et simplifié l'utilisation des stock-options.

d'améliorer la protection des investisseurs, d'accélérer le développement du marché financier italien et de faire diminuer la concentration de l'actionnariat.

LLSV (1998) montrent que la concentration de l'actionnariat varie selon l'origine légale du pays⁴⁵. La plus forte concentration de l'actionnariat se trouve dans les pays de *French civil law*, avec une participation moyenne pour les trois principaux actionnaires de l'ordre de 54% dans les dix plus grandes entreprises privées. La plus faible concentration, dans les pays de *German civil law*, est de 34%. Enfin, les pays dont le système est de *common law* sont dans une situation intermédiaire, avec 43% en moyenne de concentration de l'actionnariat. Les résultats diffèrent toutefois à l'intérieur des familles légales. En effet, si on considère les pourcentages moyens par pays, la Grande-Bretagne est caractérisée par une faible concentration de l'actionnariat (19%). En France, la concentration est moyenne (34%) tandis qu'en Allemagne, Espagne et Italie la concentration de l'actionnariat est forte (respectivement, 48%, 51% et 58%). La différence dans le degré de concentration de la propriété entre l'ensemble des pays de *German civil law* et l'Allemagne s'explique par la très faible concentration de l'actionnariat des pays de l'Est asiatique où le droit des sociétés a été plus influencé par les Etats-Unis que par l'Allemagne, l'Autriche ou la Suisse (LLSV, 1998, p. 1146). Pedersen et Thomsen (1997) aboutissent, sur des données de 1990, à une classification similaire avec moins de 10% des 100 plus grandes entreprises allemandes, espagnoles et italiennes caractérisées par un actionnariat dispersé contre 61% pour les grandes entreprises britanniques. Dans ce travail, la France occupe une position intermédiaire avec 16% de firmes ayant un actionnariat dispersé.

Tableau 3.3. : la classification des pays selon la structure de l'actionnariat

Dispersion de l'actionnariat	Concentration de l'actionnariat	
	moyenne	forte
<ul style="list-style-type: none"> • Royaume-Uni 	<ul style="list-style-type: none"> • France 	<ul style="list-style-type: none"> • Allemagne • Espagne • Italie

1.3.2.- La structure de l'actionnariat et l'activité des O.C.I.

Quelles incidences ces différences de structure de propriété peuvent avoir sur l'activité des O.C.I. ? A nouveau, deux réponses alternatives peuvent être formulées.

Tout d'abord, les O.C.I. sont, en règle générale, des investisseurs minoritaires. En effet, seules les opérations d'*Institutional Buy-Out* (rachat d'une entreprise par un investisseur financier) conduisent l'O.C.I. à devenir actionnaire majoritaire et le nombre de ces

⁴⁵ Ils comparent la structure de l'actionnariat en 1994 dans 49 pays.

interventions reste limité en Europe (moins de 2% des O.T.P. entre 2000 et 2003 selon la base de données Zéphyr, cf. chapitre 1 section 1). Or, La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (1999) montrent l'existence, dans les pays à forte concentration de l'actionnariat, d'un conflit d'agence important entre les actionnaires majoritaires, ceux qui possèdent le contrôle, et les minoritaires. L'expropriation des minoritaires apparaît d'autant plus facile que la concentration de l'actionnariat est typique des pays dont les systèmes légaux protègent peu les droits des investisseurs. L'activité des O.C.I., en tant qu'actionnaires minoritaires, peut être considérée comme sensiblement plus difficile dans ces économies. Les structures pyramidales et les participations croisées sont, en outre, plus fréquentes dans les pays à faible protection des actionnaires. Ces caractéristiques de la géographie du capital, en particulier sa complexité, peuvent finalement dissuader les O.C.I. d'entrer au capital de certaines sociétés, compte tenu des coûts d'agence anticipés. On s'attend, en suivant ce raisonnement, à une contribution moindre des O.C.I. aux O.T.P. dans les économies où l'actionnariat est concentré sauf dans le cadre des opérations d'I.B.O.

Un argument peut contredire cette conjecture. En effet, pour favoriser le développement de leur entreprise, les actionnaires sont parfois contraints d'ouvrir le capital à des investisseurs extérieurs. Le recours au capital investissement, dans le cadre de prises de participations minoritaires, est un moyen d'y parvenir tout en conservant le contrôle de la société. L'intervention de l'O.C.I. permet ainsi à des entreprises, et notamment à des P.M.E. familiales, de se développer en limitant l'ouverture du capital à un seul investisseur, pour une durée limitée (entre 3 et 7 ans, selon les O.C.I.). D'ailleurs, l'introduction d'une clause de préemption dans le pacte d'actionnaires peut permettre aux propriétaires historiques de racheter les parts de l'O.C.I., une fois le développement réussi. La question du maintien du contrôle suite au financement du développement de l'entreprise n'est pas propre à un type d'économie particulier ; elle concerne l'ensemble des pays. En conséquence, en suivant cet argumentaire, on peut s'attendre à une contribution importante des O.C.I. dans tous les pays étudiés, y compris ceux qui sont caractérisés par une forte concentration de l'actionnariat.

Au total, l'étude des déterminants de la contribution des O.C.I. aux opérations de transfert de capital aboutit, pour chaque groupe de déterminants considéré, à plusieurs hypothèses alternatives et strictement opposées. **L'étude des facteurs juridiques et financiers qui influencent le recours aux O.C.I. pour le financement des O.T.P. aboutit ainsi à une indétermination.** Une analyse des données doit permettre d'identifier, pour chaque groupe d'arguments, l'hypothèse qui est corroborée.

2.- Les données utilisées et les variables retenues

Nous avons utilisé la base de données Zephyr pour former un échantillon d'O.T.P. réalisées en Allemagne, Espagne, France, Italie et au Royaume-Uni entre 1996 et 2004 (2.1.). Les caractéristiques de notre échantillon soulignent la diversité des opérations considérées (2.2.). Les variables retenues permettent d'apprécier le rôle joué par les O.C.I. dans les O.T.P. (2.3.).

2.1.- La population et l'échantillon retenu

La base de données Zephyr, commercialisée par le Bureau van Dijk, contient de l'information sur différents types de transactions comme les fusions-acquisitions, les introductions en Bourse, les *joint ventures* et les investissements dans le non coté, sans valeur de transaction minimale. Plus de 200 000 transactions réalisées dans le monde entier sont ainsi répertoriées depuis 1996. Il est à noter que le nombre de données disponibles varie fortement selon le type de transactions.

Pour constituer notre échantillon de cessions d'entreprises, nous avons retenu dans Zephyr, à la date du 5 mai 2004, toutes les transactions entraînant des transferts de la propriété, à savoir les fusions-acquisitions, les prises de participations minoritaires, les *Leveraged Buy-Outs* (L.B.O.) et les introductions en bourse, pour des sociétés cibles dont le pays d'origine est l'Allemagne, l'Espagne, la France, le Royaume Uni ou l'Italie. Nous obtenons ainsi 47 942 transactions réalisées. Nous ajoutons ensuite un filtre supplémentaire en exigeant que le chiffre d'affaires de la cible avant l'opération soit renseigné, ce qui nous conduit finalement à ne retenir que 21 155 transactions. L'échantillon a été redressé de manière à être représentatif de la population totale selon la nationalité de l'entreprise cible.

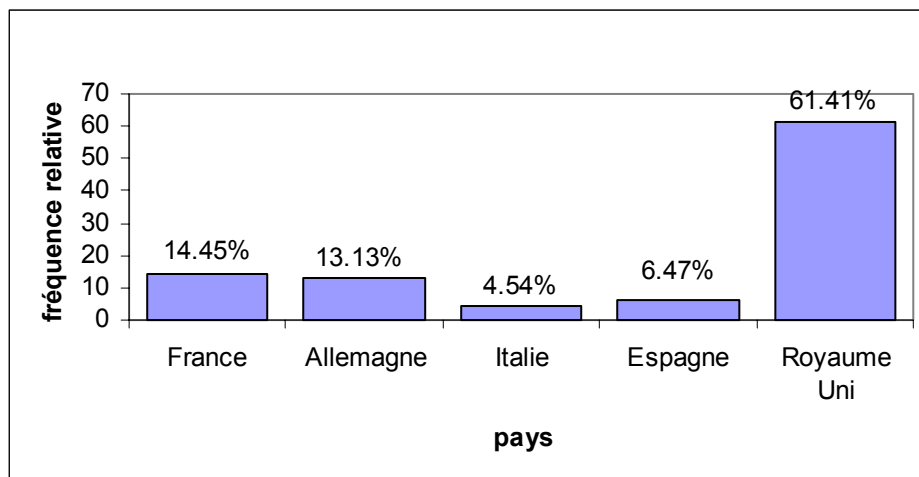
2.2.- Les caractéristiques de l'échantillon

L'échantillon regroupe 21 155 opérations. Pour chaque transaction, nous ne retenons que la société cible principale, son premier secteur d'activité et le mode de financement le plus significatif.

48,62% des O.P.T. retenues dans l'échantillon sont des acquisitions (transactions entraînant une participation finale majoritaire), 20,06% des fusions, 18,84% des transferts de participations minoritaires, 7,54% des rachats avec effet de levier (M.B.O., M.B.I. et I.B.O.) et 4,94% des introductions en bourse (I.P.O.). L'annexe 5 présente de façon plus détaillée la nature des opérations qui composent notre échantillon.

Concernant la nationalité des cibles (graphique 3.1.), plus de la moitié des opérations portent sur des cibles britanniques, 14,45% sur des cibles françaises, 13,13% sur des firmes allemandes, 6,47% sur des cibles espagnoles et moins de 5% sur des cibles italiennes.

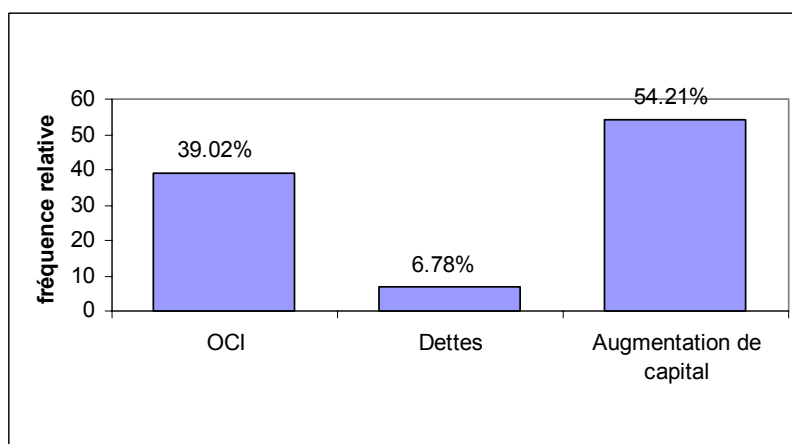
Graphique 3.1. : la nationalité des cibles



Ces opérations interviennent dans de nombreux secteurs d'activité. Parmi eux, le secteur de l'informatique et des technologies de l'information est le plus représenté (15,87% des opérations dans l'échantillon redressé) suivi par les services aux personnes (13,82%) et le secteur de la banque-assurance (9,10%).

7,44% des transactions sont réalisées sur des cibles non cotées. Nous disposons d'informations sur le mode de financement utilisé pour 35,17% des opérations. Sur ces 7 441 opérations, plus de la moitié sont financées principalement par augmentation de capital, quasiment 40% par des O.C.I. et moins de 7% par dette.

Graphique 3.2. : Le type de financement mobilisé



2.3.- Les variables retenues

La première variable considérée a pour objectif l'identification de la présence d'un O.C.I. dans l'opération. Cette variable étudie plus largement le financement de l'opération. Elle a trois modalités :

- « présence d'un O.C.I. » lorsque l'opération fait principalement appel à un financement de capital risque, de capital développement ou de *corporate venturing* (prise de participation par des entreprises industrielles dans une perspective de développement de la cible),
- « dette » lorsque le financement de l'opération repose principalement sur un prêt syndiqué, un nouvel emprunt bancaire ou de la dette *mezzanine*,
- et « augmentation de capital » qui regroupe différentes méthodes de placement des titres émis ainsi que les émissions d'obligations convertibles.

La variable « nationalité de la cible » a été considérée avec 5 modalités possibles : Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume-Uni.

Les variables « cotation de la cible », « cotation de l'acquéreur », « secteur d'activité de la cible » et « nationalité de l'acquéreur » sont positionnées en éléments illustratifs. Ces variables interviennent *a posteriori* dans la caractérisation des profils pour enrichir leur interprétation.

3.- La contribution comparée des O.C.I. dans les opérations de transfert de la propriété

L'analyse descriptive a permis de souligner le nombre important d'opérations réalisées sur des cibles britanniques. Sur les 7 441 opérations dont le mode de financement est connu, 2 903 (soit 39,02%) ont fait appel à un O.C.I. 49,79% des interventions réalisées par cet intermédiaire concernent des cibles britanniques, 23,92% des cibles françaises, 13,73% des cibles allemandes, 7,61% des cibles espagnoles et 4,95% des cibles italiennes. Il est à noter que l'on retrouve ici la hiérarchie identifiée à partir des données E.V.C.A. en matière de volume d'intervention des O.C.I. en Europe (cf. le chapitre 1 de ce rapport). **Selon cette hiérarchie, le volume des interventions des O.C.I. est supérieur dans les économies de *common law* relativement aux économies de *civil law*.**

Ce constat ne permet pas de mettre en évidence la relation de dépendance entre la nationalité de la cible et la présence d'un O.C.I. dans le financement des O.T.P. Afin de

décrire les liens éventuels entre ces deux variables, nous réalisons une Analyse Factorielle des Correspondances (A.F.C.) de la table de contingence (tableau 3.4.). Cette analyse conduit à deux axes factoriels, qui représentent 100% de l'information à résumer, c'est-à-dire de l'association symétrique entre la nationalité de la cible et le financement de l'opération. Le test d'indépendance du Khi-deux de Pearson conduit à rejeter l'hypothèse d'indépendance : il existe une relation significative entre la nationalité de la cible et le type de financement de l'opération (tableau 3.4.).

Tableau 3.4. : la table de contingence et test d'indépendance entre la nationalité de la cible et le type de financement des opérations

En ligne : la nationalité de la cible		En colonne : le financement de l'O.T.P.		
Effectifs % ligne % colonne	O.C.I.	Dettes	Augmentation de capital	Ensemble
Allemagne	399 40,8% 13,7%	28 2,9% 5,5%	551 56,4% 13,7%	977 100,0% 13,1%
Espagne	221 45,9% 7,6%	18 3,7% 3,5%	243 50,5% 6,0%	482 100,0% 6,5%
France	694 64,6% 23,9%	24 2,3% 4,8%	356 33,2% 8,8%	1 075 100,0% 14,4%
Royaume-Uni	1 446 31,6% 49,8%	420 9,2% 83,3%	2 704 59,2% 67,0%	4 569 100,0% 61,4%
Italie	144 42,6% 5,0%	15 4,4% 2,9%	179 53,1% 4,4%	338 100,0% 4,5%
Ensemble	2 903 39,0% 100,0%	504 6,8% 100,0%	4 033 54,2% 100,0%	7 441 100,0% 100,0%

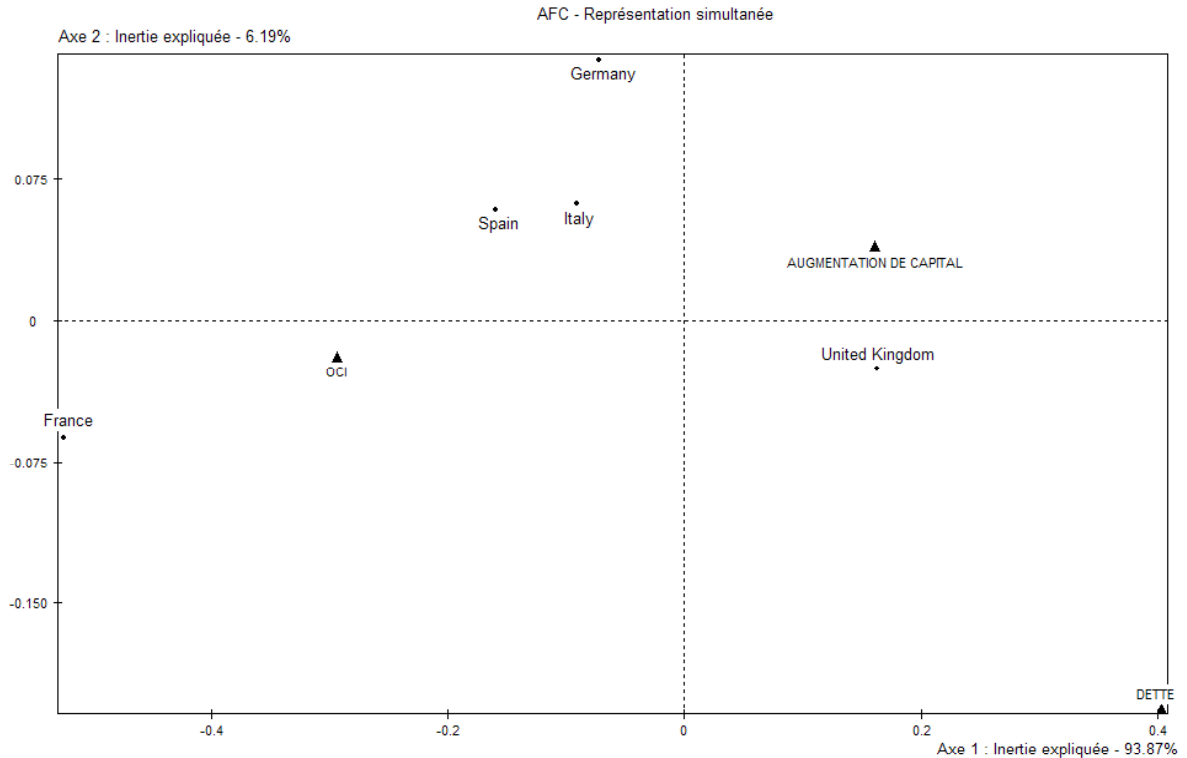
$KHI2 = 466.26$ à 8 degrés de liberté PROBA ($KHI2 > 466.26$) = 0.000 V.TEST = 99.99

La figure 3.1. propose une représentation graphique simultanée sur le premier plan factoriel de l'A.F.C. et résume les liaisons entre les variables. Le premier axe, qui résume 93,87% de la liaison entre ces variables, fait apparaître deux dépendances notables :

- une liaison positive entre le financement par O.C.I. et les cibles françaises,
- une liaison négative entre le financement par la dette et les cibles françaises.

Le deuxième axe, qui résume 6,19% de l'information, fait apparaître une liaison négative entre le financement par dette et les cibles allemandes.

Figure 3.1. : la nationalité de la cible et type de financement de l'opération

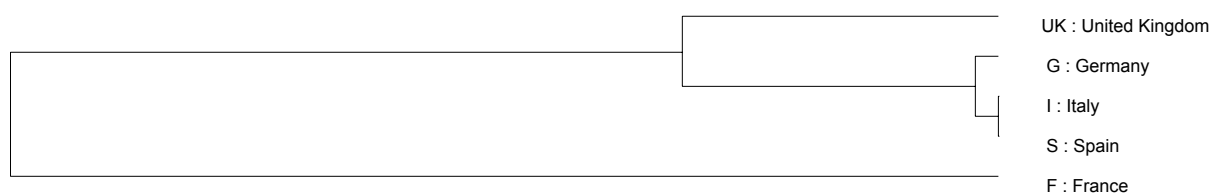


Après cette étude des liaisons, nous recherchons ce qui différencie et sépare au mieux ces pays relativement au financement des opérations. Les résultats de l'analyse discriminante, figure 3.2. et tableau 3.5., illustrent les proximités entre les pays étudiés dans leurs modes de financement des O.T.P. Il met en évidence :

- la forte ressemblance entre l'Espagne et l'Italie, et, dans une moindre mesure, de l'Allemagne,
- la ressemblance notable entre ce groupe de pays et le Royaume-Uni,
- la situation très particulière de la France qui s'oppose aux autres pays.

Figure 3.2. : l'arbre hiérarchique des pays selon le financement des O.T.P.

Classification des pays selon les modes de financement



Ce constat nous conduit à retenir une partition de notre échantillon en trois classes dont les caractéristiques apparaissent dans le tableau 3.5.

Les opérations réalisées sur des cibles allemandes, espagnoles et italiennes se caractérisent, relativement à l'ensemble de l'échantillon, par une contribution plus importante des O.C.I. et un moindre recours à la dette.

Les opérations sur des cibles britanniques se caractérisent, relativement à l'ensemble de l'échantillon, par l'importance de la dette et des augmentations de capital et une moindre mobilisation des O.C.I.

Les opérations sur des cibles françaises se caractérisent, relativement à l'ensemble de l'échantillon, par l'importance des O.C.I. et par le moindre recours à la dette et aux augmentations de capital. Elles présentent des caractéristiques opposées à celles impliquant des cibles britanniques.

L'introduction des variables illustratives dans le tableau de synthèse de l'analyse discriminante permet de préciser la nature des opérations qui appartiennent à chaque classe (tableau 3.5.). Cette analyse permet, en particulier, de souligner l'importance des entreprises cotées parmi les cibles allemandes, espagnoles et italiennes. Les O.T.P. concernent, en revanche, moins souvent des cibles cotées au Royaume-Uni. Les cibles britanniques appartiennent plus souvent aux secteurs de l'extraction minière, des hôtels restaurants et de l'administration publique alors que les cibles des autres pays appartiennent à l'ensemble des autres secteurs. Les titres émis par les cibles britanniques ou françaises sont acquis par des entreprises ayant la même nationalité. Pour le groupe des cibles allemandes, espagnoles et italiennes, on observe, aux côtés des acquéreurs de même nationalité, l'existence notable d'acquéreurs de nationalité différente de celle de la cible.

Tableau 3.5. : la caractérisation des classes de pays par l'analyse discriminante

CLASSE 1 / 3		FRANCE				
Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Acquéreur France	31,74	179,27	81,61	99,99	0,000	2362
OCI	39,02	64,59	23,92	18,30	0,000	2903
Informatique	45,13	64,06	20,51	13,42	0,000	3358
Cotation de la cible	92,56	99,14	15,47	10,55	0,000	6888
Acq. autres nationalités	39,93	50,76	18,37	7,69	0,000	2971
Agro-alimentaire et tabac	10,57	17,12	23,39	7,07	0,000	787
Métaux	7,79	12,67	23,49	6,00	0,000	580
Industrie électrique	24,85	31,58	18,36	5,33	0,000	1849
Textile et habillement	4,66	7,97	24,69	5,04	0,000	347
Transport manufacturier	5,89	8,53	20,94	3,67	0,000	438
Chimie et pétrole	10,49	13,75	18,95	3,53	0,000	781
Bois	5,23	7,47	20,63	3,31	0,000	389
Biotechnologie, Pharmacie	5,97	8,15	19,72	3,00	0,001	444
Transport, fret	11,00	13,60	17,86	2,82	0,002	819
Inconnu	5,91	7,67	18,73	2,46	0,007	440
Commerce de détail	11,88	14,12	17,17	2,29	0,011	884
Commerce de gros	14,05	16,14	16,61	2,02	0,022	1045
Hôtels et restaurants	7,42	5,80	11,29	-2,21	0,014	552
Administration publique	5,03	3,20	9,19	-3,10	0,001	374
Forages et extractions	3,41	1,89	8,01	-3,11	0,001	254
Services (eau, gaz, électricité)	5,77	3,59	8,99	-3,50	0,000	430
Services immobiliers	5,80	3,46	8,61	-3,70	0,000	432
Dettes	6,78	2,25	4,81	-7,14	0,000	504
Banque Assurance	25,87	17,26	9,64	-7,22	0,000	1925
Acquéreur Italie	17,42	6,38	5,29	-11,39	0,000	1296
Augmentation de capital	54,20	33,15	8,84	-15,01	0,000	4033
Acquéreur Espagne	15,46	2,39	2,23	-15,13	0,000	1150
Acquéreur Allemagne	26,05	6,79	3,77	-17,31	0,000	1939
Acquéreur UK	95,52	20,47	3,10	-99,99	0,000	7108

Lecture du tableau :

Les variables qui permettent la discrimination des pays selon le type de financement sont surlignées. Les autres variables illustrent seulement la classe.

CLASSE 2 / 3 ALLEMAGNE , ESPAGNE, ITALIE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Acquéreur Allemagne	26,05	98,02	90,85	81,29	0,000	1939
Acquéreur Italie	17,42	66,31	91,92	59,48	0,000	1296
Acquéreur Espagne	15,46	61,50	96,09	59,02	0,000	1150
Banque Assurance	25,87	48,14	44,94	23,76	0,000	1925
Industrie électrique	24,85	45,79	44,49	22,60	0,000	1849
Acquéreur autre nationalité	39,93	62,61	37,86	22,37	0,000	2971
Services (eau, gaz, électricité)	5,77	15,59	65,22	18,64	0,000	430
Coté	92,56	150,05	39,15	14,13	0,000	6888
Agro-alimentaire et tabac	10,57	19,07	43,55	12,64	0,000	787
Transport, fret	11,00	19,11	41,96	11,91	0,000	819
Communications	10,01	17,46	42,13	11,37	0,000	745
Chimie et pétrole	10,49	18,00	41,45	11,27	0,000	781
Transport manufacturier	5,89	11,71	48,06	11,18	0,000	438
Ciment Cuir Pierre	3,72	8,39	54,42	10,89	0,000	277
Informatique	45,13	54,27	29,04	8,92	0,000	3358
Services immobiliers	5,80	9,18	38,21	6,58	0,000	432
Textile et habillement	4,66	7,28	37,73	5,65	0,000	347
Métaux	7,79	10,83	33,59	5,26	0,000	580
Bois	5,23	7,67	35,43	4,99	0,000	389
Commerce de gros	14,05	17,07	29,35	4,08	0,000	1045
Commerce de détail	11,88	14,41	29,28	3,63	0,000	884
OCI	39,02	42,48	26,29	3,42	0,000	2903
Biotechnologie, Pharmacie	5,97	7,56	30,57	3,06	0,001	444
Construction	4,61	5,98	31,34	3,02	0,001	343
Industries diverses	1,99	2,95	35,74	2,95	0,002	148
Agriculture	0,91	1,39	36,99	2,30	0,011	68
Administration publique	5,03	3,99	19,17	-2,38	0,009	374
Hôtels et restaurants	7,42	5,51	17,92	-3,67	0,000	552
Forages et extractions	3,41	1,90	13,44	-4,20	0,000	254
Dettes	6,78	3,35	11,94	-7,06	0,000	504
Acquéreur France	31,74	14,21	10,81	-19,28	0,000	2362
Acquéreur UK	95,52	22,48	5,68	-99,99	0,000	7108

Lecture du tableau :

Les variables qui permettent la discrimination des pays selon le type de financement sont surlignées. Les autres variables illustrent seulement la classe.

CLASSE 3 / 3 ROYAUME-UNI

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Acquéreur UK	95,52	141,90	91,22	99,99	0,000	7108
Dettes	6,78	9,19	83,25	10,91	0,000	504
Augmentation capital	54,20	59,17	67,03	10,81	0,000	4033
Forages et extractions	3,41	4,36	78,55	5,90	0,000	254
Hôtels et restaurants	7,42	8,55	70,79	4,73	0,000	552
Administration publique	5,03	5,87	71,64	4,20	0,000	374
Inconnu	5,91	5,56	57,73	-1,62	0,053	440
Agriculture	0,91	0,65	43,75	-2,89	0,002	68
Industries diverses	1,99	1,53	47,30	-3,43	0,000	148
Services immobiliers	5,80	5,02	53,18	-3,55	0,000	432
Construction	4,61	3,85	51,36	-3,77	0,000	343
Commerce de détail	11,88	10,36	53,55	-5,06	0,000	884
Biotechnologie, Pharmacie	5,97	4,83	49,71	-5,18	0,000	444
Commerce de gros	14,05	12,36	54,05	-5,25	0,000	1045
Bois	5,23	3,74	43,94	-7,10	0,000	389
Textile et habillement	4,66	2,85	37,58	-9,11	0,000	347
Métaux	7,79	5,44	42,92	-9,37	0,000	580
Ciment Cuir Pierre	3,72	2,04	33,57	-9,48	0,000	277
Communications	10,01	6,92	42,46	-10,97	0,000	745
Chimie et pétrole	10,49	6,77	39,61	-12,97	0,000	781
Transport, fret	11,00	7,20	40,18	-13,03	0,000	819
Transport manufacturier	5,89	2,97	31,00	-13,26	0,000	438
Services (eau, gaz, électricité)	5,77	2,42	25,79	-15,46	0,000	430
OCI	39,02	31,64	49,79	-16,41	0,000	2903
Banque Assurance	25,87	19,13	45,42	-16,54	0,000	1925
Agro-alimentaire et tabac	10,57	5,69	33,06	-16,96	0,000	787
Informatique	45,13	37,08	50,45	-17,57	0,000	3358
Industrie électrique	24,85	15,04	37,15	-24,45	0,000	1849
Acquéreur autre nationalité	39,93	28,46	43,77	-25,47	0,000	2971
Acquéreur Espagne	15,46	0,42	1,67	-48,01	0,000	1150
Acquéreur Italie	17,42	0,79	2,79	-50,19	0,000	1296
Acquéreur Allemagne	26,05	2,28	5,38	-61,49	0,000	1939
Acquéreur France	31,74	3,92	7,58	-67,94	0,000	2362
Coté	92,56	68,41	45,38	-99,99	0,000	6888

Lecture du tableau :

Les variables qui permettent la discrimination des pays selon le type de financement sont surlignées. Les autres variables illustrent seulement la classe.

Les regroupements obtenus correspondent à la classification traditionnelle des systèmes de financement. Nous retrouvons une opposition entre le Royaume-Uni, pure économie de marchés financiers, et les autres pays, qui sont plutôt des économies centrées sur les banques. Selon nos résultats, **l'activité des O.C.I. est plus déterminante dans les O.T.P. réalisées dans les économies fondées sur le crédit bancaire. L'opposition radicale entre les situations britannique et française permet de rejeter la thèse de la convergence du système financier français vers le modèle anglo-saxon.**

Les regroupements correspondent également à la typologie fondée sur l'origine des régimes juridiques. Nos résultats vont dans le sens de **l'importance de la contribution des O.C.I. au financement des O.T.P. dans les pays dotés d'un régime juridique de *civil law*.** A l'opposé, nous observons la faible contribution relative des O.C.I. aux O.T.P. au Royaume-Uni. Ceci s'explique par l'existence d'autres modes de financement, en particulier grâce à l'importance des marchés. Le rôle des O.C.I. dans les pays de *civil law* confirme la nécessité de disposer d'intermédiaires financiers en haut de bilan dans les économies qui proposent une faible protection aux investisseurs, en particulier aux minoritaires, où la qualité de l'information comptable est plutôt faible et où le pouvoir d'exécution des contrats est limité.

Les classes de pays obtenues renvoient, enfin, à l'opposition entre les pays à actionnariat dispersé et ceux caractérisés par une plus forte concentration des structures de propriété. D'après nos résultats, **les O.C.I. jouent un rôle plus important dans les économies où la concentration du capital est forte.** Cette observation valide l'interprétation selon laquelle les O.C.I. permettent aux dirigeants-proprétaires d'ouvrir le capital, éventuellement de manière temporaire, afin de lever des fonds externes tout en conservant le contrôle.

Au total, la situation particulière de la France apparaît comme l'un des résultats majeurs de notre étude. Dans cette économie, les O.C.I. jouent un rôle plus déterminant dans le financement des transferts de propriété que dans les autres pays étudiés. Ce résultat confirme la thèse de la spécificité du système de gouvernance français soutenue par Paillard et Amable (2002) et Hacktehal et Schmidt (2004). En revanche, la forte opposition entre la France et le Royaume-Uni nous permet de réfuter l'hypothèse de la convergence du système de gouvernance français vers le modèle anglo-saxon.

CHAPITRE 4 : LA PRATIQUE DES ORGANISMES DE CAPITAL INVESTISSEMENT SUR LE MARCHÉ DE LA TRANSMISSION D'ENTREPRISE EN EUROPE

- Différences et ressemblances dans cinq pays européens -

Par Rafik Abdesselam, Françoise Bastié & Sylvie Cieply

Après avoir étudié l'activité des O.C.I. (chapitre 1) et leur contribution dans le financement des opérations de transfert de la propriété (chapitres 2 et 3), nous étudions, dans ce chapitre, la diversité des pratiques développées par ces organismes sur le marché de la cession reprise.

L'étude concerne les O.C.I. de cinq pays européens parmi les plus actifs sur le marché du capital investissement : l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni. Ce travail s'appuie sur une base de données originale construite à partir de trois sources d'information distinctes. Tout d'abord, un questionnaire a été administré auprès d'un échantillon représentatif des O.C.I. de ces cinq pays. Ensuite, des informations ont été collectées à partir des annuaires publiés par les associations professionnelles. Enfin, des informations complémentaires ont été recherchées sur les sites Internet de chaque organisme.

La base de données construite est utilisée dans un double objectif. Premièrement, nous cherchons à caractériser la pratique des organismes de capital investissement européens actifs sur le segment de la transmission d'entreprise. Deuxièmement, nous évaluons la diversité des pratiques des O.C.I. en Europe selon le pays et leurs caractéristiques individuelles. Les usages en matière d'audit influençant le contrat choisi, il est en effet important d'étudier si les usages dépendent de la nationalité de l'O.C.I. ou de leurs caractéristiques individuelles. La mise en évidence d'un effet pays dominant permet de mettre l'accent sur le rôle du cadre institutionnel qui régit à la fois l'activité des O.C.I. et les actions des repreneurs et des cédants. A l'opposé, la mise en évidence d'un effet individuel permet de souligner, au-delà des différences dans les volumes traités, l'uniformité des pratiques dans l'industrie du capital transmission dans les cinq pays européens étudiés.

Pour atteindre ces objectifs, les données collectées ont été étudiées dans le cadre de deux approches. Dans une première approche, nous étudions la pratique des O.C.I. sans poser d'a

priori sur l'importance du facteur nationalité qui intervient alors *a posteriori* comme une simple variable illustrative. Nous caractérisons des classes homogènes d'O.C.I. et nous observons le positionnement du facteur nationalité dans cette typologie. Dans une seconde approche, nous posons *a priori* l'existence de différences selon les pays. Pour cela, nous identifions les facteurs qui discriminent au mieux les cinq catégories d'établissements obtenues selon leur nationalité relativement aux thèmes définis dans la première approche.

Ce chapitre est structuré en trois sections. Dans une première section, nous présentons les données collectées (1.). Dans la deuxième section, nous mettons en évidence les différentes pratiques adoptées par les O.C.I. dans les cinq pays étudiés (2.). Dans la dernière section, nous recherchons les différences qui existent entre les O.C.I. selon leur nationalité (3.).

Au total, l'analyse des pratiques met en évidence leur pluralité. Cette diversité des pratiques ne rejoint pas cependant la segmentation des pays selon leur nationalité. Généralement, seuls deux pays se positionnent dans les différentes classes d'O.C.I. formées dans le cadre des analyses de données réalisées. Il s'agit de la France et du Royaume-Uni qui se positionnent, le plus souvent, de façon opposée. Ce résultat est confirmé par l'analyse discriminante des pays selon les pratiques. Les O.C.I. français et britanniques ne se ressemblent que dans leurs pratiques contractuelles alors qu'ils s'opposent notamment en matière de caractéristiques de la cession, de critères de valorisation, de méthodes d'audit et de maintien dans la gestion du cédant. Les trois autres pays, le plus souvent assez proches les uns des autres, se rapprochent soit de la France soit du Royaume-Uni selon les thèmes et sans qu'aucune régularité ne puisse être mise en évidence.

1.- La construction d'une base de données originale

Après avoir identifié la population totale (1.1.), nous présentons l'échantillon (1.2.) et la structuration en thèmes de la base de données (1.3.).

1.1.- L'identification de la population totale

La population étudiée est celle des organismes de capital investissement qui contribuent au financement des opérations de transmission en Allemagne, Espagne, France, Italie et au Royaume-Uni. Les O.C.I. constituant la population totale ont été identifiés à partir des annuaires publiés par sept associations professionnelles distinctes :

- la *European Venture Capital Association* (EVCA),
- la *Bundesband Deutscher Kapital Beteiligungsgesellschaften* (B.D.K.B.),

- l'Asociacion Espanol de Entidades de Capital-riesgo,
- l'Association des Investisseurs en Capital Investissement (AFIC),
- Union Nationale des Investisseurs en Capital (UNIC),
- la Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali el Capitale di Rischio,
- la British Venture Capital Association (B.V.C.A.).

La recherche dans ces annuaires permet de répartir les O.C.I. par pays et par activité (tableau 4.1.). Sur les 742 O.C.I répertoriés, 339 sont spécialisés sur les segments les plus à l'amont dans le cycle de vie de la firme à savoir l'amorçage, la création et/ou le développement et déclarent ne réaliser aucune opération sur le marché de la transmission. Les 403 restantes, qui constituent notre population totale, déclarent avoir une activité en transmission à titre principale ou accessoire. La répartition des O.C.I. entre ces deux grands groupes d'activité est différente selon les pays. En Allemagne, on compte plus de deux fois plus d'organismes spécialisés sur les stades amonts et la situation est strictement opposée au Royaume-Uni et en Italie. Les situations espagnole et française sont relativement proches de ces deux derniers pays.

Tableau 4.1. : la répartition de la population des organismes de capital investissement

	Population totale	Population active en transmission	Population spécialisée en création et/ou développement
Allemagne	181	52	129
Espagne	80	43	37
France	185	114	71
Royaume-Uni	221	144	77
Italie	75	50	25
Total	742	403	339

1.2.- Les informations collectées et la constitution de l'échantillon

Afin de constituer notre échantillon, les 403 O.C.I. ayant une activité en transmission ont été enquêtés. Lorsque les réponses d'un O.C.I. étaient exploitables, des informations complémentaires sur son activité ont été recherchées.

1.2.1.- L'enquête

Une enquête a été administrée à partir des outils Web⁴⁶. Les organismes de capital investissement ont été contactés par message électronique dans le cadre d'une procédure de publipostage réalisée à partir d'une programmation réalisée en Visual Basic. Les chargés

⁴⁶ Nous remercions Pascal Cussy, maître de conférences en économie à l'Université de Caen, qui a créé et administré le site.

d'affaires contactés ont été invités à répondre à un questionnaire constitué de 13 questions⁴⁷ qui concernaient à la fois les cédants (préparation et motifs de la transmission) et la pratique des O.C.I. en matière de valorisation des entreprises, d'audit pré contractuel et de contrats utilisés. Ce questionnaire a été mis à la disposition des organismes sur le site Internet de l'Université de Caen dans le cadre d'un accès protégé et personnalisé. Un premier courrier électronique a été envoyé aux organismes en juillet 2003⁴⁸. L'enquête a ensuite été relancée de manière électronique sept fois entre juillet 2003 et mars 2004. A la date d'arrêt de la collecte des données, en mars 2004, plus de 150 connections avaient été enregistrées sur le site et 82 questionnaires avaient été, au moins partiellement, complétés.

1.2.2.- L'échantillon d'O.C.I.

Sur les 82 questionnaires collectés, 79 se sont révélés exploitables. Ils constituent notre échantillon d'O.C.I. La répartition des réponses par pays est présentée dans le tableau 4.2⁴⁹. Pour les O.C.I. installés dans plusieurs pays européens, l'affectation à un pays donné dépend de son inscription à l'association nationale. Le taux de réponse global avoisine les 20% avec des disparités importantes selon les pays. La France, contrairement au Royaume-Uni, est sur représentée. La volonté de construire un échantillon représentatif de chacun des pays étudiés nous a conduit à redresser cet échantillon. Toutes les analyses statistiques sont réalisées à partir de l'échantillon corrigé.

Tableau 4.2. : la présentation de l'échantillon

	Population totale	Population active en transmission	Nombre de répondants	Taux de réponse
Allemagne	181	52	12	23,08%
Espagne	80	43	5	11,63%
France	185	114	37	32,46%
Italie	75	50	11	22,00%
Royaume-Uni	221	144	14	9,72%
Total	742	403	79	19,60%

1.2.3.- Les informations complémentaires

Afin d'enrichir la base de données, des informations complémentaires sur les 79 O.C.I. ont été recherchées dans les annuaires professionnels nationaux et européens et à partir des sites Internet de ces sociétés. Ces informations sont relatives aux caractéristiques de l'O.C.I. et à leurs modes d'intervention. Les données obtenues concernent le statut juridique des

⁴⁷ Pour une présentation détaillée, consultez l'annexe 6.

⁴⁸ Pour le cas français, cette enquête a bénéficié du soutien de l'AFIC et de l'Association Française de Gestion qui ont demandé à leurs adhérents de répondre à notre enquête. Nous les remercions.

⁴⁹ Pour une présentation de la liste des répondants par pays, le lecteur peut se référer à l'annexe 7.

O.C.I., le type de financements qu'ils proposent, la nature des interventions (minoritaires et/ou majoritaires) et les domaines de spécialisation des O.C.I. au niveau sectoriel, géographique et selon le stade de développement de l'entreprise cible.

1.3.- La présentation des thèmes étudiés et les statistiques descriptives

Les données collectées ont été regroupées en huit thèmes. Les six premiers sont élaborés à partir du questionnaire et les deux derniers à partir des informations complémentaires. Ces thèmes renvoient aux différents domaines d'expertise qui justifient l'existence des O.C.I. (cf. chapitre 2), à savoir leur connaissance des entreprises, l'évaluation financière, le montage des contrats juridiques et financier et le contrôle des entreprises. De manière à apprécier la diversité institutionnelle de ces organismes, un thème repère leurs caractéristiques intrinsèques.

Dans un souci de clarté, nous présentons, pour chaque thème, un tableau contenant le nom des variables associé au numéro de la question pour les thèmes 1 à 6⁵⁰ et les modalités des variables⁵¹. A cette description des variables s'ajoute deux statistiques obtenues après pondération de l'échantillon : le taux de réponse et le poids de chaque modalité en pourcentage des exprimés.

Thème 1 : les caractéristiques de la cession

Le premier thème cherche à évaluer le degré de préparation de la transmission par les cédants. Il s'agit de savoir dans quelle mesure ces individus anticipent le fait de transmettre leur firme. Envisagent-ils la transmission et la valorisation de leur capital professionnel dès la création de leur entreprise? La perspective d'une transmission augmente-t-elle avec la maturité de la firme ? Le motif de la transmission est également recherché. Bien qu'il ne concerne pas directement les pratiques des O.C.I., ce thème peut cependant les influencer.

Les réponses obtenues mettent en évidence que les opérations de transmission réalisées avec un O.C.I sont plutôt bien préparées. Pour 46,24% des O.C.I., entre 25% et 75% des dirigeants propriétaires anticipent la cession de leur entreprise dès la création. Cette proportion croît avec le développement de la firme (53,77%). Bien que les motifs de la cession et les pays ne sont pas toujours identiques, la répartition entre les différentes raisons

⁵⁰ Le lecteur peut se référer à l'annexe 6 pour prendre connaissance de l'intitulé exact de la question.

⁵¹ A partir du questionnaire, pour toutes les questions, où apparaissent les modalités : « Jamais », « dans 1 à 25% des cas », « dans 26 à 50% des cas », « dans 51 à 75% des cas », « dans 76 à 99% des cas » et « Toujours », 3 classes de réponse ont été finalement constituées : « faible » (jamais et 1 à 25% des cas), « moyen » (de 26 à 75% des cas) et « fort » (plus de 75% de cas). Ce regroupement en trois classes facilite l'interprétation.

semble assez proche de celle donnée dans le chapitre 2 (tableau 2.1.). Le motif de la cession le plus cité reste la retraite (44,1% des exprimés).

Tableau 4.3. : thème 1 – les caractéristiques de la cession

N° de la question	Nom de la variable	Taux de réponse (%)	Modalités de la variable	Poids en % des exprimés
1	Anticipation cession dès la création	86,20	Faible Moyen Fort	28,89 46,24 24,87
2	Anticipation cession développement	92,54	Faible Moyen Fort	15,13 53,77 31,10
7	Motif cession	91,53	RETR (retraite) GPF (gestion patrimoniale et fiscale de la transmission aux enfants) DENT (difficultés de l'entreprise) DPER (difficultés personnelles) AUTR (autres)	44,10 14,67 9,60 4,02 27,62

Thème 2 : les critères de l'évaluation

Le second thème étudie les caractéristiques de la valorisation du projet en repérant les indicateurs les plus fréquemment pris en compte par les O.C.I. dans la valorisation de la firme. Les principaux soldes intermédiaires de gestion sont considérés ainsi que la distribution des dividendes et l'actif net réévalué. D'après les réponses obtenues, les organismes s'intéressent plus particulièrement à deux soldes : l'excédent brut d'exploitation (67,89% des réponses) et la capacité d'autofinancement (58,41%). Le premier illustre les conditions d'exploitation de l'entreprise et le second donne une appréciation globale de la situation de l'entreprise. Les critères autres que les soldes intermédiaires de gestion sont très peu utilisés (Actif Net Corrigé) voire même pas du tout pris en compte (dividendes).

Tableau 4.4. : thème 2 – les critères de l'évaluation

N° de la question ^(*)	Nom de la variable	Taux de réponse ^(*)	Modalités de la variable ^(*)	Poids en % des exprimés
8	CA (Chiffre d'affaires)	100	Oui-CA Non-CA	28,09 71,91
8	EBE (Excédent Brut d'Exploitation)	100	Oui-EBE Non-EBE	67,79 32,31
8	RE (Résultat d'exploitation)	100	Oui-RE Non-RE	29,99 70,01
8	RNC (Résultat net comptable)	100	Oui-RNC Non-RNC	4,85 95,15
8	CAF (Capacité d'autofinancement)	100	Oui-CAF Non-CAF	58,41 41,59
8	Dividendes	100	Oui Non	0 100
8	ANC (Actif net réévalué ou corrigé)	100	Oui-ANC Non-ANC	8,58 91,42

^(*) Pour la question 8, les O.C.I devaient donner deux réponses ce qui nécessite la création d'une variable par réponse possible. La modalité « non » signifie que les O.C.I. n'ont jamais choisi cette réponse, de ce fait le taux de réponse est toujours de 100%.

Thème 3 : les méthodes d'évaluation

Le troisième thème étudie les méthodes utilisées pour évaluer l'entreprise. Nous considérons les méthodes les plus utilisées par les organismes de capital investissement selon l'*educational toolkit* de l'E.V.C.A. En particulier, la méthode patrimoniale⁵², qui porte sur le passé de la firme, est distinguée des méthodes appréciant le *goodwill*⁵³ ou les perspectives futures de l'entreprise. Parmi ces dernières méthodes, sont proposées aussi bien des méthodes intuitives basées sur les multiples⁵⁴ que des méthodes plus élaborées telles que le *Discounted Cash Flow*⁵⁵ (D.C.F.) ou l'*Adjusted Present Value*⁵⁶ (A.P.V.). D'après l'enquête, les méthodes d'audit les plus fréquemment utilisées sont l'A.P.V. (79,05%) et la méthode des multiples (67,22%). A l'opposé, le *goodwill* est très peu apprécié (3,82%).

⁵² Selon la méthode patrimoniale, la valeur de l'entreprise est égale à la différence entre l'actif et les dettes.

⁵³ Le *goodwill* (ou survaleur) correspond à la différence entre le prix réellement payé par un acheteur lors de l'acquisition d'une société et l'actif net comptable de cette société. Le *goodwill* peut s'analyser comme une option sur la croissance future de l'entreprise.

⁵⁴ Selon la méthode des multiples, la valeur de l'entreprise est directement déduite de l'observation du prix de firmes comparables.

⁵⁵ La méthode D.C.F. détermine la valeur économique d'une entreprise en substituant à la valeur comptable des actifs d'exploitation, la valeur actualisée des *cash flows* générés par ces actifs, nets des investissements et des augmentations de besoin en fonds de roulement.

⁵⁶ La méthode A.P.V. repose sur une division des flux de trésorerie en deux catégories : les flux qui résultent de l'activité courante de la firme (supposée non endettée) et les flux qui résultent de la réduction d'impôts liée à l'endettement.

Tableau 4.5. : thème 3 – les méthodes d'évaluation

N° de la question ^(*)	Nom de la variable	Taux de réponse ^(*)	Modalités de la variable ^(*)	Poids en % des exprimés
9	MP (Méthode patrimoniale)	100	Oui-MP Non-MP	54,99 45,01
9	MM (Méthode des multiples)	100	Oui-MM Non-MM	67,22 32,78
9	DCF (Méthode <i>Discounted Cash Flows</i>)	100	Oui-DCF Non-DCFC	40,91 59,09
9	APV (Méthode <i>Adjusted Present Value</i>)	100	Oui-APV Non-APV	79,05 20,95
9	GW (Méthode du <i>Goodwill</i>)	100	Oui-GW Non-GW	3,82 96,18
9	Autres	100	Oui-autre Non-autre	15,99 84,01

^(*) Pour la question 8, les O.C.I devaient donner trois réponses ce qui nécessite la création d'une variable par réponse possible. La modalité « non » signifie que les O.C.I. n'ont jamais choisi cette réponse, de ce fait le taux de réponse est toujours de 100%.

Thème 4 : les pratiques contractuelles

L'un des avantages des O.C.I. est leur maîtrise de l'ingénierie juridique qui permet à ces institutions de résoudre, dans une certaine mesure, les différends sur le prix de la firme entre repreneurs et cédants et de limiter les incertitudes sur les engagements réels de la firme (cf. chapitre 2). Afin de résoudre ces problèmes, les O.C.I. introduisent dans l'acte de cession des clauses contractuelles. En particulier, l'*earn out* et le maintien dans le capital du cédant permettent de faire face au désaccord sur le prix de vente de la firme et les garanties de passif limitent les incertitudes sur le niveau d'engagement des repreneurs. Majoritairement (61,94%) les O.C.I. utilisent les garanties de passif dans plus de 75% des contrats de cession. Le maintien au capital et l'*earn-out* sont en revanche peu utilisés : dans moins de 25% des cas pour plus de 75% des O.C.I.

Tableau 4.6 : thème 4 – Les pratiques contractuelles

N° de la question	Nom de la variable	Taux de réponse	Modalités de la variable	Poids en % des exprimés
3	Maintien capital	87,55	Faible	64,19
			Moyen	21,93
			Fort	13,88
10	Garantie de passif	97,40	Faible	26,62
			Moyen	11,44
			Fort	61,94
11	<i>Earn Out</i>	95,10	Faible	61,29
			Moyen	29,86
			Fort	8,85

Thème 5 : la durée des contrats

Ce thème concerne la durée des clauses d'*earn-out* (temps s'écoulant entre la signature du contrat et le paiement du prix différé) et la durée du maintien au capital du cédant après l'acte de vente. La réponse la plus fréquemment donnée pour l'*earn out* est entre 1 et 2 ans (56,14% des exprimés concernés) alors que la durée du maintien au capital du cédant est supérieure à 3 ans pour 51,84% des exprimés concernés.

Tableau 4.7. : thème 5 – la durée des contrats

N° de la question	Nom de la variable	Taux de réponse	Modalités de la variable	Poids en % des exprimés
4	Durée maintien capital	55,09	Moins d'1 an	5,55
			Entre 1 et 2 ans	19,35
			Entre 2 et 3 ans	23,25
			Supérieur à 3 ans	51,84
13	Durée <i>earn Out</i>	56,56	Moins d'1 an	13,97
			Entre 1 et 2 ans	56,14
			Entre 2 et 3 ans	24,09
			Supérieur à 3 ans	5,80

Thème 6 : le maintien dans la direction du cédant

Le maintien du cédant dans la direction de l'entreprise transmise permet à l'O.C.I. de réduire les conflits d'agence qui l'opposent au repreneur et/ou de faciliter le transfert du capital humain du cédant au repreneur (cf. chapitre 2). Dans notre échantillon, majoritairement, le maintien du cédant n'intervient que dans moins de 25% des cas (65,33% pour le maintien en gestion et 61,29% pour le maintien au poste de dirigeant du cédant lorsqu'une clause d'*earn out* a été signée). Lorsque le maintien du cédant dans l'équipe dirigeante est pratiqué, celui-ci reste, dans la majorité des cas (64,57%), pour une durée supérieure à 2 ans. Cette durée est cohérente avec le temps de présence des O.C.I. dans le capital des opérations reprises.

Tableau 4.8. : thème 6 – le maintien du cédant dans l'équipe dirigeante

N° de la question	Nom de la variable	Taux de réponse	Modalités de la variable*	Poids en % des exprimés*
5	Maintien gestion	90,04	Faible Moyen Fort	65,33 20,75 13,92
6	Durée maintien gestion	97,40	Moins d'1 an Entre 1 et 2 ans Entre 2 et 3 ans Supérieur à 3 ans	16,80 18,82 35,42 28,95
12	<i>Earn Out</i> maintien gestion	95,10	Faible Moyen Fort	65,41 12,36 22,24

*Certains O.C.I. ne maintiennent jamais le cédant en gestion et/ou n'utilisent pas les clauses d'earn out. 27,45% des O.C.I. ne maintiennent pas en gestion et n'ont donc pas répondu à la question 6. Pour la question 12, le pourcentage des non concernés s'élève à 13,23%. Le poids en pourcentage des exprimés est calculé sur l'échantillon des O.C.I. concernés. La modalité des O.C.I. non concernés est par ailleurs créée.

Thème 7 : les caractéristiques de l'O.C.I

Les O.C.I., qui constituent notre échantillon, sont majoritairement indépendants (71,43%) et sans secteur économique d'intervention privilégié (62,73%). Ils interviennent plutôt en aval du cycle de vie de la firme (en développement et/ou en reprise pour 38%) ou ils sont généralistes (35,31%). Peu sont spécialisés de manière exclusive en transmission (10,02%). Leur zone d'intervention géographique est, pour 48,65% d'entre eux, exclusivement nationale. Seuls 15,11% déclarent avoir une activité mondiale.

Tableau 4.9. : thème 7 - les caractéristiques de l'O.C.I

Renseignements	Nom de la variable	Taux de réponse	Modalités de la variable	Poids en % des exprimés
Spécialisation sectorielle	Secteur	98,47	Tout secteur	62,73
			Spécialisé	37,27
Spécialisation géographique	Géo	100	National	48,65
			Quelques pays	17,81
			Europe	18,44
			Monde	15,11
Stade d'intervention	Stage	100	Généraliste	35,31
			Aval	38
			Transmission	10,02
			Amont	16,68
Propriété de l'OCI	Type de fonds	96,37	Captif banque	26,99
			Captif entreprise	1,59
			Indépendant	71,43

Thème 8 : les types de financement

Plusieurs modalités de financement sont considérées puisque les O.C.I. interviennent aussi bien en fonds propres qu'en quasi-fonds propres. Les O.C.I. de l'échantillon interviennent majoritairement en fonds propres (61%) et prennent plutôt des participations minoritaires dans le capital des firmes (42,49%).

Tableau 4.10. : thème 8 – les types de financement

Renseignements	Nom de la variable	Taux de réponse	Modalités de la variable	Poids en % des exprimés
Financement par l'O.C.I.	Moyen fin	91,14	Tous	39
			Fonds propres	61
Nature de l'intervention en fonds propres	Equity	65,47	Majoritaire	18,19
			Minoritaire	42,49
			Mixte	39,32

2.- La caractérisation des pratiques des O.C.I. en Europe

Pour chacun des thèmes, les classes d'O.C.I. sont caractérisées en mettant en évidence, pour chacune d'entre elles, les modalités des variables du thème les plus représentatives. La construction des classes repose sur une Classification Hiérarchique Ascendante (C.H.A.) consolidée, c'est-à-dire optimisée par la méthode des centres mobiles. Cette classification est effectuée sur les facteurs principaux de l'Analyse des Correspondances Multiples (A.C.M.). L'A.C.M. synthétise d'abord les liaisons éventuelles entre l'ensemble des modalités des variables du thème considéré. Ensuite, la partition en classes homogènes, selon les caractéristiques du thème choisi, est obtenue par coupure de l'arbre hiérarchique. Le principe général pour constituer le profil et/ou l'anti-profil d'une classe d'O.C.I. consiste à évaluer l'écart entre la proportion d'une modalité dans cette classe et sa proportion générale. Plus cet écart est important, plus la modalité de la variable du thème caractérise cette classe. Pour chaque thème, les profils et/ou anti-profils de la partition retenue en classes homogènes sont présentés sous forme de tableau. La variable « nationalité de l'O.C.I. » a été positionnée une fois la classification obtenue en tant que variable illustrative. Finalement, les résultats obtenus sur chacun des huit thèmes sont synthétisés en considérant chaque thème comme une nouvelle variable et chaque classe comme une modalité de cette variable. Ces variables de synthèse font l'objet d'une partition en groupes homogènes d'O.C.I. qui caractérisent l'activité de ces organismes sur le segment de la cession reprise. Après avoir exposé les résultats obtenus thème par thème (2.1.), nous présentons les résultats obtenus sur la synthèse des thèmes (2.2.).

2.1.- La caractérisation des O.C.I. selon les différents thèmes

2.1.1.- La caractérisation des O.C.I selon les caractéristiques de la cession

La classification des O.C.I. selon les caractéristiques de la cession nous amène à segmenter notre échantillon en six classes. Le tableau ci-dessous présente les caractéristiques de chacune de ces classes. Les modalités qui définissent le profil des classes ont une Valeur-Test positive. Seules les modalités concernant la variable pays sont conservées en anti-profil (Valeur-Test négative). Le pourcentage de la modalité dans la classe indique la proportion des O.C.I. de la classe qui présentent cette modalité. Le pourcentage de la classe dans la modalité indique, parmi les individus ayant cette modalité, le pourcentage de ceux qui appartiennent à la classe.

Tableau 4.11. : caractérisation en six classes des O.C.I. selon le thème
« caractéristiques de la cession »

CLASSE 1 / 6 (Effectif: 9 - Pourcentage: 13,99)

« FAIBLE ANTICIPATION »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Anticipation cession développement	Faible	100,00	15,42	90,68	6,11	0,000	10
Anticipation cession dès la création	Faible	100,00	29,78	46,96	4,57	0,000	18
<i>Pays</i>	<i>France</i>	<i>69,65</i>	<i>28,25</i>	<i>34,48</i>	<i>2,21</i>	<i>0,014</i>	<i>18</i>
<i>Pays</i>	<i>Royaume-Uni</i>	<i>0,00</i>	<i>35,77</i>	<i>0,00</i>	<i>-2,21</i>	<i>0,013</i>	<i>22</i>

CLASSE 2 / 6 (Effectif: 7 - Pourcentage: 10,80)

« GESTION PATRIMONIALE ET FISCALE »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Motifs cession	Gest. Pat.Fisc	100,00	13,72	78,70	5,26	0,000	9
Motifs cession	Retraite	0,00	44,84	0,00	-2,29	0,011	28

CLASSE 3 / 6 (Effectif: 22 - Pourcentage: 35,79)**« RETRAITE MOYENNEMENT ANTICIPEE »**

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Motifs cession	Retraite	97,28	44,84	77,65	6,69	0,000	28
Anticipation cession développement	Moyen	89,68	52,13	61,57	4,53	0,000	32
<i>Pays</i>	<i>Espagne</i>	<i>30,39</i>	<i>13,59</i>	<i>80,00</i>	<i>2,86</i>	<i>0,002</i>	<i>8</i>
<i>Pays</i>	<i>Royaume-Uni</i>	<i>9,09</i>	<i>35,77</i>	<i>9,09</i>	<i>-3,09</i>	<i>0,001</i>	<i>22</i>

CLASSE 4 / 6 (Effectif: 6 - Pourcentage: 10,21)**« DIFFICULTES DE L'ENTREPRISE »**

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Motifs cession	Difficultés de la firme	100,00	10,21	100,00	5,53	0,000	6

CLASSE 5 / 6 (Effectif: 2 - Pourcentage: 3,25)**« DIFFICULTES PERSONNELLES »**

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Motifs cession	Difficultés personnelles	100,00	3,25	100,00	3,27	0,001	2

CLASSE 6 / 6 (Effectif: 16 - Pourcentage: 25,96)**« FORTE ANTICIPATION »**

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Motifs cession	Autres	94,72	27,98	87,90	6,59	0,000	17
Anticipation cession développement	Fort	73,17	32,44	58,55	3,87	0,000	20
<i>Pays</i>	<i>Royaume-Uni</i>	<i>75,15</i>	<i>35,77</i>	<i>54,55</i>	<i>3,50</i>	<i>0,000</i>	<i>22</i>
Anticipation cession dès la création	Fort	48,12	27,31	45,75	1,98	0,024	17

La première classe rassemble 13,99% des organismes de capital investissement qui composent notre échantillon. Les clients de ces O.C.I. anticipent peu, en moyenne, la cession de leur entreprise. Aucun motif de cession particulier ne caractérise cette classe que l'on appelle « *Faible Anticipation* ». Dans cette classe, les organismes français sont sur représentés (69,65% des O.C.I. de la classe contre 28,25% dans l'échantillon) et aucun O.C.I. britannique n'est présent dans cette classe (contre 35,77% dans l'échantillon).

La deuxième classe (10,80% des O.C.I.) se caractérise essentiellement par une gestion patrimoniale et fiscale de la transmission à la famille du cédant (« *Gestion patrimoniale et*

fiscale »). Aucun pays n'apparaît particulièrement associé à cette classe qui regroupe des O.C.I. de toutes les nationalités.

La troisième classe, qui regroupe 36,19% des O.C.I., est caractérisée par une anticipation moyenne de la cession durant la phase de développement de l'entreprise. La cession anticipée est principalement liée au désir de départ en retraite du cédant. Dans cette classe, appelée « *Retraite moyennement anticipée* », les O.C.I. espagnols sont sur représentés.

La quatrième classe rassemble 10,21% des O.C.I. de l'échantillon. Tous les organismes de cette classe interviennent dans la transmission d'entreprises en difficulté et tous les O.C.I. travaillant sur cette cible appartiennent à cette classe. Aucun pays n'est sur ou sous représenté dans cette classe intitulée « *Difficulté de l'entreprise* ».

La cinquième classe (3,25% de l'échantillon) regroupe les cas de cessions liées aux «*Difficultés personnelles du dirigeant* ». Comme pour le groupe précédent, tous les O.C.I. travaillant sur cette cible appartiennent à cette classe et aucun pays ne ressort significativement.

La sixième classe regroupe 25,57% des organismes de capital investissement qui composent notre échantillon. Le motif de la cession n'est ni la retraite, ni les difficultés de l'entreprise et de son dirigeant. On retrouve ici des motifs divers tels que l'opportunité de céder à un prix intéressant, la lassitude ou la volonté de changer d'activité ou de région (« *autres* »). Les O.C.I. de cette classe se caractérisent également par une forte anticipation de l'acte de céder qui survient, pour certains dirigeants propriétaires, dès la création de l'entreprise. Dans cette classe intitulée « *Forte anticipation* », les O.C.I. britanniques sont sur représentés contrairement aux O.C.I. français qui sont sous représentés.

Au total, il apparaît que le motif de la cession est la variable qui, dans cinq classes sur six, définit en premier lieu les groupes homogènes d'O.C.I. constitués. Trois classes ne sont même caractérisées que par une modalité de cette variable (« *Gestion patrimoniale et fiscale* », « *Difficulté de l'entreprise* », « *Difficulté personnelle* »). Ces trois classes représentent moins d'un quart de l'échantillon. Peu d'O.C.I. se spécialisent sur ces différents segments du marché de la cession reprise. En ce qui concerne la transmission familiale (« *Gestion patrimoniale et fiscale* »), la valeur ajoutée que peut fournir un O.C.I. est faible relativement aux autres types de transmission, en particulier les transmissions externes. De plus, la sélectivité opérée par les O.C.I. doit écarter les entreprises en difficultés ou les dirigeants en difficultés personnelles. La classe la plus

importante (« *Retraite moyennement anticipée* ») renvoie à la gestion des départs en retraite des dirigeants propriétaires. Enfin, alors que les O.C.I. français sont sur représentés dans la classe des O.C.I. où les cessions sont faiblement anticipées, les organismes britanniques se positionnent dans la classe où, au contraire, l'acte de céder fait l'objet d'une importante anticipation.

2.1.2.- La caractérisation des O.C.I selon les critères de la valorisation

En ce qui concerne les critères utilisés par les O.C.I. pour valoriser les entreprises transmises, une partition des O.C.I. en cinq classes est retenue.

La première classe regroupe 29,97% des O.C.I. interrogés. Ces derniers retiennent comme principal indicateur pour valoriser la firme une variable située très en amont dans les soldes intermédiaires de gestion et peu manipulable : le chiffre d'affaires. Ils s'opposent aux autres O.C.I. par leur non-considération d'un indicateur situé très en aval : la capacité d'autofinancement. Cette classe, appelée « *Amont* », regroupe des O.C.I. de toute nationalité.

La deuxième classe, qui représente 13,67% de l'effectif, regroupe les O.C.I. qui sont caractérisés par l'importance des indicateurs plus avals dans la comptabilité de l'entreprise tels que le résultat d'exploitation (RE) et la capacité d'autofinancement (CAF). Ils n'utilisent pas les deux indicateurs les plus à l'amont : le chiffre d'affaires et l'E.B.E. Aucun pays ne se positionne plus particulièrement dans cette classe d'O.C.I. que nous appelons « *Aval* ».

Les O.C.I., qui constituent la troisième classe, regroupent seulement 4,85% de l'échantillon, retiennent tous comme indicateur pour évaluer les entreprises le résultat net comptable (R.N.C.) (contre 4,85% dans l'échantillon). Cette classe, appelée « *RNC* », est composée d'O.C.I. de toute nationalité.

La quatrième classe rassemble 8,58% des organismes de capital investissement qui composent notre échantillon. Ces derniers retiennent tous comme principal indicateur, pour apprécier la valeur des entreprises transmises, l'actif net corrigé (A.N.C.). Tous les organismes qui utilisent cet indicateur appartiennent à cette classe. Aucun pays ne ressort à 5% dans cette classe qui est appelée « *ANC* ».

Enfin, la classe dominante, qui regroupe 42,94% des O.C.I., se caractérise par l'utilisation de la capacité d'autofinancement (CAF) et de l'excédent brut d'exploitation (E.B.E.). En revanche, ils n'utilisent pas le résultat d'exploitation, le chiffre d'affaires et l'actif net corrigé. Les O.C.I. de cette classe se basent à la fois sur des indicateurs amont et

aval. La France est sous représentée dans cette classe (16,02% dans la classe contre 28,29% dans l'échantillon) que l'on nomme « *Mixte* ».

En résumé, il apparaît que seuls 42,94% des O.C.I. utilisent des indicateurs variés à la fois amont et aval pour apprécier la valeur de la firme. On remarque qu'aucun pays n'est sur représenté dans les classes ainsi constituées. Seule la France apparaît mais en anti-profil.

Tableau 4.12. : caractérisation en cinq classes des O.C.I. selon le thème
« Critères de la valorisation »

CLASSE 1 / 5 (Effectif: 24 - Pourcentage: 29,97)

« AMONT »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
C.A.	OUI-CA	82,67	28,09	88,19	7,06	0,000	22
CAF	NON - CAF	90,10	41,59	64,92	5,33	0,000	33

CLASSE 2 / 5 (Effectif: 11 - Pourcentage: 13,67)

« AVAL »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
RE	OUI-RE	100,00	29,99	45,57	5,01	0,000	24
EBE	NON-EBE	100,00	32,21	42,43	4,89	0,000	25
CAF	OUI - CAF	94,40	58,41	22,09	2,14	0,016	46
C.A.	NON-CA	100,00	71,91	19,00	2,05	0,020	57

CLASSE 3 / 5 (Effectif: 4 - Pourcentage: 4,85)

« RNC »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
RNC	OUI-RNC	100,00	4,85	100,00	4,84	0,000	4
EBE	NON-EBE	100,00	32,21	15,05	2,39	0,008	25

CLASSE 4 / 5 (Effectif: 7 - Pourcentage: 8,58)

« ANC »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
ANC	OUI-ANC	100,00	8,58	100,00	6,17	0,000	7
CAF	NON - CAF	86,85	41,59	17,91	2,07	0,019	33

CLASSE 5 / 5 (Effectif: 34 - Pourcentage: 42,94)

« MIXTE »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
CAF	OUI - CAF	94,66	58,41	69,59	5,73	0,000	46
EBE	OUI-EBE	100,00	67,79	63,35	5,57	0,000	54
RE	NON-RE	100,00	70,01	61,34	5,40	0,000	55
C.A.	NON-CA	100,00	71,91	59,72	5,06	0,000	57
ANC	NON-ANC	100,00	91,42	46,97	2,15	0,016	72
<i>Pays</i>	<i>France</i>	<i>16,02</i>	<i>28,29</i>	<i>24,32</i>	<i>-2,04</i>	<i>0,021</i>	<i>22</i>

2.1.3.- La caractérisation des O.C.I selon les méthodes d'évaluation

En ce qui concerne les méthodes d'évaluation les plus utilisées, les O.C.I. ont été répartis en cinq classes.

La première classe regroupe 15,99% des organismes de capital investissement qui composent notre échantillon. Ces O.C.I. se caractérisent par l'utilisation de méthodes plutôt originales qui se différencient significativement des méthodes standards telles que les méthodes des multiples, des *cash flows* actualisés et de la valeur présente ajustée. Les O.C.I. de cette classe utilisent beaucoup plus rarement que les autres la méthode patrimoniale. Cette classe, intitulée « *Originaux* », rassemble des O.C.I. de toute nationalité.

La deuxième classe regroupe 12,54% des O.C.I. et se caractérise essentiellement par l'utilisation de la méthode des multiples (100% des O.C.I. de la classe contre 67,22% de l'échantillon) et la méthode des *cash flows* actualisés (67,05% des O.C.I. de la classe contre 40,91% de l'échantillon). Les O.C.I. de cette classe ne mobilisent jamais la méthode des valeurs présentes ajustées (contre 20,95% dans l'échantillon global). La méthode des multiples étant plutôt intuitive, nous qualifions cette classe d'O.C.I. par l'expression « *Futur moins* » pour les distinguer de la classe des O.C.I. qui retiennent des méthodes plus élaborées d'audit à savoir la méthode des *cash flows* actualisés et des valeurs présentes ajustées. Cette classe des « *Futur plus* » regroupe 34,09% des O.C.I. Les organismes français se retrouvent plus fréquemment dans la classe « *Futur moins* » (91,43% contre 28,29% dans l'échantillon global). A l'opposé, aucun organisme britannique n'appartient à cette classe (contre 35,73% d'O.C.I. britanniques dans l'échantillon). Aucun pays ne ressort de manière significative dans la classe « *Futur plus* ».

La quatrième classe, qui représente 33,55% de l'échantillon, regroupe des O.C.I. qui utilisent simultanément plusieurs méthodes d'audit (MM, MP, APV). C'est la seule classe où

la méthode patrimoniale, qui apprécie la situation financière présente de la firme, est sur représentée (92,39% de l'effectif de la classe contre 54,99% des effectifs globaux). Les O.C.I. qui composent cette classe peuvent être supposés disposer de l'information la plus complète sur la firme et ses perspectives. Les O.C.I. britanniques s'inscrivent plus fréquemment dans cette classe appelée « *Complet* » et aucun O.C.I. français n'appartient à cette classe.

Enfin, seulement 3,82% des O.C.I. se distinguent par l'importance de l'appréciation du *goodwill* dans leur évaluation de la firme. Cette classe n'est composée que d'O.C.I. français (contre 28,29% dans l'échantillon global) et 13,51% des O.C.I. français appartiennent à cette classe. Cette classe est intitulée « *Goodwill* ».

Pour conclure, les O.C.I. utilisent de nombreuses méthodes pour apprécier la valeur de la firme. Le *goodwill* apparaît dans une seule classe comme seul facteur de différenciation. La méthode patrimoniale ne caractérise qu'une seule classe où elle est associée à d'autres méthodes. Les autres approches sont en général associées, voir combinées pour créer des outils originaux d'évaluation. On observe, en particulier, la présence des O.C.I. britanniques dans la classe composée des institutions qui utilisent l'ensemble des méthodes disponibles alors que les O.C.I. français illustrent à la fois la classe des O.C.I. qui mobilisent en priorité le *goodwill* et celle des organismes qui utilisent la méthode des multiples.

Tableau 4.13. : caractérisation en cinq classes des O.C.I.
selon le thème « Méthodes d'évaluation »

CLASSE 1 / 5 (Effectif: 13 - Pourcentage: 15,99)

« ORIGINAUX »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
AUTRES	OUI-AUTRE	100,00	15,99	100,00	7,77	0,000	13
MP	NON-MP	81,11	45,01	28,82	2,19	0,014	36

CLASSE 2 / 5 (Effectif: 10 - Pourcentage: 12,54)

« FUTUR MOINS »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
APV	NON-APV	100,00	20,95	59,86	5,56	0,000	17
<i>Pays</i>	<i>France</i>	<i>91,43</i>	<i>28,29</i>	<i>40,54</i>	<i>4,11</i>	<i>0,000</i>	<i>22</i>
MM	OUI-MM	100,00	67,22	18,66	2,21	0,014	53
DCF	OUI-DCF	67,05	40,91	20,56	1,68	0,047	32
<i>Pays</i>	<i>Royaume-Uni</i>	<i>0,00</i>	<i>35,73</i>	<i>0,00</i>	<i>-2,37</i>	<i>0,009</i>	<i>28</i>

CLASSE 3 / 5 (Effectif: 27 - Pourcentage: 34,09)
« FUTUR PLUS »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
MM	NON-MM	72,33	32,78	75,21	4,85	0,000	26
DCF	OUI-DCF	76,64	40,91	63,86	4,68	0,000	32
APV	OUI-APV	100,00	79,05	43,13	3,46	0,000	62
AUTRES	NON-AUTRE	100,00	84,01	40,58	2,82	0,002	66

CLASSE 4 / 5 (Effectif: 27 - Pourcentage: 33,55)
« COMPLET »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
DCF	NON-DCF	100,00	59,09	56,78	5,62	0,000	47
MM	OUI-MM	100,00	67,22	49,91	4,76	0,000	53
MP	OUI-MP	92,39	54,99	56,37	4,38	0,000	43
APV	OUI-APV	100,00	79,05	42,45	3,46	0,000	62
<i>Pays</i>	<i>Royaume-Uni</i>	<i>60,85</i>	<i>35,73</i>	<i>57,14</i>	<i>2,92</i>	<i>0,002</i>	<i>28</i>
AUTRES	NON-AUTRE	100,00	84,01	39,94	2,82	0,002	66
<i>Pays</i>	<i>France</i>	<i>0,00</i>	<i>28,29</i>	<i>0,00</i>	<i>-4,19</i>	<i>0,000</i>	<i>22</i>

CLASSE 5 / 5 (Effectif: 3 - Pourcentage: 3,82)
« GOODWILL »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
GW	OUI-GW	100,00	3,82	100,00	4,21	0,000	3
<i>Pays</i>	<i>France</i>	<i>100,00</i>	<i>28,29</i>	<i>13,51</i>	<i>2,06</i>	<i>0,019</i>	<i>22</i>

2.1.4.- La caractérisation des O.C.I selon les contrats utilisés

Le quatrième thème étudie les pratiques contractuelles des organismes de capital investissement qui composent notre échantillon. Six classes ont été retenues.

La première regroupe 24,82% des O.C.I. et se caractérise par une faible utilisation des contrats quels qu'ils soient. Dans cette classe, appelée « *Faible utilisation* », les établissements britanniques sont sur représentés.

Le deuxième groupe (10,95% de l'échantillon) rassemble des O.C.I. qui utilisent moyennement les garanties de passif et l'*earn out* (entre 25% et 75% des cas). Aucun pays ne ressort de manière significative dans cette classe appelée « *Moyen GPEO* ».

La troisième classe rassemble 21,26% des O.C.I. Tous les organismes de cette classe utilisent les garanties de passif dans plus de 75% des cas (contre 61,70% dans l'échantillon),

l'*earn out* et le maintien au capital dans moins de 25% des cas. Aucun pays n'apparaît sur ou sous représenté dans cette classe intitulée « *Faible EAMC – Fort GP* ».

La quatrième classe regroupe 24,77% des O.C.I. qui utilisent beaucoup les garanties de passif, comme dans le cas précédent, et moyennement le maintien au capital du cédant et l'*earn out*. Le Royaume-Uni est sous-représenté (12,13% contre 36,05% dans l'échantillon) dans cette classe appelée « *Moyen EAMC - Fort GP*».

La cinquième classe rassemble 10,81% des O.C.I. qui utilisent toujours à plus de 75% le maintien au capital (contre 14,30% dans l'échantillon) et à plus de 75% la garantie de passif (contre 62,43% dans l'échantillon global). Aucun pays n'est sur (ou sous) représenté dans cette classe appelée « *Fort MCGP*».

Les O.C.I. de la dernière classe (7,40% des O.C.I.) utilisent toujours la clause d'*earn out* dans plus de 75% des opérations de cession (contre 7,40% dans l'échantillon) et, plus que la moyenne de l'ensemble des O.C.I., le maintien au capital du cédant dans 25 à 75% des cas. Cette classe, intitulée « *Fort EA – MC moyen* », est la seule à ne pas être caractérisée par l'usage des garanties de passif. A nouveau, aucun pays n'illustre cette classe.

Au total, un quart des O.C.I. utilise en moyenne relativement peu les contrats (classe 1). Ces O.C.I. sont sur représentés en Grande-Bretagne. Plus de 50% des O.C.I. appartiennent à des classes caractérisées par l'usage important des garanties de passif combiné à l'utilisation des autres types de clauses (classes 3 et 4).

Tableau 4.14. : caractérisation en six classes des O.C.I. selon le thème
« pratique contractuelles »

CLASSE 1 / 6 (Effectif: 17 - Pourcentage: 24,82)

« FAIBLE UTILISATION »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Garantie passif	Faible	100,00	26,62	93,24	7,73	0,000	18
Maintien capital	Faible	96,37	65,26	36,65	2,74	0,003	44
<i>Earn Out</i>	Faible	87,89	61,70	35,35	2,46	0,007	41
<i>Pays</i>	<i>Royaume-Uni</i>	60,53	36,05	41,67	1,98	0,024	24

CLASSE 2 / 6 (Effectif: 7 - Pourcentage: 10,95)

« MOYEN GPEA »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Garantie passif	Moyen	100,00	10,95	100,00	5,98	0,000	7
<i>Earn Out</i>	Moyen	68,11	30,90	24,15	1,92	0,027	21

CLASSE 3 / 6 (Effectif: 14 - Pourcentage: 21,26)
« FAIBLE EAMC – FORT GP »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
<i>Earn Out</i>	Faible	100,00	61,70	34,45	3,38	0,000	41
Garantie passif	Fort	100,00	62,43	34,05	3,27	0,001	42
Maintien capital	Faible	100,00	65,26	32,57	3,04	0,001	44

CLASSE 4 / 6 (Effectif: 17 - Pourcentage: 24,77)
« MOYEN EAMC – FORT GP »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
<i>Earn Out</i>	Moyen	75,24	30,90	60,31	4,26	0,000	21
Maintien capital	Moyen	57,76	20,44	69,99	3,90	0,000	14
Garantie passif	Fort	92,73	62,43	36,79	2,32	0,010	42
<i>Pays</i>	<i>Royaume-Uni</i>	<i>12,13</i>	<i>36,05</i>	<i>8,33</i>	<i>-2,19</i>	<i>0,014</i>	<i>24</i>

CLASSE 5 / 6 (Effectif: 7 - Pourcentage: 10,81)
« FORT MCGP »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Maintien capital	Fort	100,00	14,30	75,58	5,14	0,000	10
Garantie passif	Fort	100,00	62,43	17,32	1,87	0,031	42

CLASSE 6 / 6 (Effectif: 5 - Pourcentage: 7,40)
« Fort EA – Moyen MC »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
<i>Earn Out</i>	Fort	100,00	7,40	100,00	5,19	0,000	5
Maintien capital	Moyen	70,73	20,44	25,60	2,53	0,006	14

2.1.5.- La caractérisation des O.C.I selon la durée des contrats

Le cinquième thème étudie la durée des contrats. Une partition en cinq classes a été retenue.

Pour la première classe d'O.C.I., qui regroupe 45,81% d'entre eux, la durée du maintien au capital des cédants est toujours supérieure à 3 ans. Aucun pays n'est sur représenté dans cette classe intitulée « *MC long* ». La deuxième classe rassemble 24,83% des O.C.I. Ces derniers sont toujours caractérisés par une durée du maintien au capital du cédant entre 1 et 2 ans. On observe l'homogénéité des pays dans cette classe intitulée « *MC court* ». Pour la troisième classe (« *EA long* »), qui regroupe 2,63% des O.C.I., la durée de l'*earn out* est toujours supérieure à 3 ans. La quatrième classe (« *MC moyen* ») rassemble 21,39% des

O.C.I. qui se caractérisent par une durée du maintien au capital du cédant entre 2 et 3 ans. Enfin, la cinquième classe (« MC-EA très court »), qui rassemble 5,34% des O.C.I., se distingue par un engagement à moins d'un an lors du maintien au capital du cédant et des conventions d'*earn out*.

En résumé, on observe qu'aucun pays ne se positionne dans les classes constituées sur ce thème dédié à l'étude de la durée des contrats.

Tableau 4.15. : caractérisation en six classes des O.C.I. selon le thème « durée des contrats »

CLASSE 1 / 5 (Effectif: 16 - Pourcentage: 45,81)

« MC LONG »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Durée maintien capital	Supérieur à 3 ans	100,00	48,44	94,58	6,12	0,000	16

CLASSE 2 / 5 (Effectif: 8 - Pourcentage: 24,83)

« MC COURT »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Durée maintien capital	Entre 1 et 2 ans	100,00	24,83	100,00	5,31	0,000	8

Classe: CLASSE 3 / 5 (Effectif: 1 - Pourcentage: 2,63)

« EA LONG »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Earn out durée	Supérieur à 3 ans	100,00	2,63	100,00	1,89	0,029	1

Classe: CLASSE 4 / 5 (Effectif: 7 - Pourcentage: 21,39)

« MC MOYEN »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Durée maintien capital	Entre 2 et 3 ans	100,00	21,39	100,00	5,08	0,000	7

CLASSE 5 / 5 (Effectif: 2 - Pourcentage: 5,34)

« MC – EA TRES COURT »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Durée maintien capital	Moins d'1 an	100,00	5,34	100,00	2,91	0,002	2
Earn out durée	Moins d'1 an	100,00	12,47	42,86	2,30	0,011	4

2.1.6.- La caractérisation des O.C.I selon le maintien du cédant dans la direction

Les O.C.I. interviewés ont été regroupés en trois classes.

La première classe regroupe 46,48% des O.C.I. Ces organismes se caractérisent par un maintien en gestion moyen, voire faible dans le cadre de certains *earn out*, et par une durée du maintien en gestion comprise principalement entre 1 et 3 ans. La France est sous représentée dans cette classe appelée « *Maintien moyen* ».

La deuxième classe, qui rassemble 13,05% des O.C.I., est caractérisée par un fort maintien en gestion du cédant, surtout lorsqu'une clause d'*earn out* a été signée (91,85% des O.C.I. de la classe contre 16,60% de l'échantillon). La durée du maintien en gestion est longue, supérieure à 3 ans. La France est sur représentée dans cette classe (65,22% des effectifs de la classe contre 24,47% dans l'échantillon), intitulée « *Maintien intensif* », tandis qu'aucun O.C.I. britannique n'appartient à cette classe (contre 39,07% dans l'échantillon).

Enfin, la troisième classe regroupe 40,47% des O.C.I. Le maintien en gestion est faible et la durée de ce maintien est court, moins d'un an. Aucun pays ne se positionne dans cette classe intitulée « *Faible maintien* ».

Au total, on constate que la classe « *Maintien intensif* » ne représente que 13,05% des O.C.I. On note l'opposition dans cette classe entre les organismes français qui sont sur représentés dans cette classe et les O.C.I. britanniques qui n'appartiennent jamais à ce groupe.

Tableau 4.16. : caractérisation en trois classes des O.C.I. selon le thème
«Maintien du cédant dans la direction»

CLASSE 1 / 3 (Effectif: 26 - Pourcentage: 46,48)

«MAINTIEN MOYEN »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Durée maintien gestion	Entre 2 et 3 ans	42,51	25,36	77,90	2,57	0,005	14
Durée maintien gestion	Entre 1 et 2 ans	24,28	11,28	100,00	2,49	0,006	6
<i>Earn out</i> Maintien gestion	Faible	77,49	59,07	60,97	2,18	0,014	34
Maintien gestion	Moyen	29,83	18,12	76,51	2,07	0,019	10
<i>Earn out</i> Maintien gestion	Moyen	22,51	12,03	86,95	1,89	0,029	7
<i>Pays</i>	<i>France</i>	11,45	24,47	21,74	-1,81	0,035	14

CLASSE 2 / 3 (Effectif: 7 - Pourcentage: 13,05)

« MAINTIEN INTENSIF »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Earn out Maintien gestion	Fort	91,85	16,60	72,20	5,14	0,000	9
Maintien gestion	Fort	67,39	11,77	74,76	3,72	0,000	7
Durée maintien gestion	Supérieur à 3 ans	69,09	22,33	40,39	2,58	0,005	13
Pays	France	65,22	24,47	34,78	2,44	0,007	14
Pays	Royaume-Uni	0,00	39,07	0,00	-1,95	0,025	22

CLASSE 3 / 3 (Effectif: 23 - Pourcentage: 40,47)

« FAIBLE MAINTIEN »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Durée maintien gestion	Non concerné	71,57	28,96	100,00	5,76	0,000	16
Maintien gestion	Faible	100,00	70,11	57,72	4,15	0,000	40
Earn out Maintien gestion	Non concerné	30,39	12,30	100,00	3,11	0,001	7
Durée maintien gestion	Moins d'1 an	24,55	12,06	82,36	2,20	0,014	7

2.1.7.- La caractérisation des O.C.I selon leurs caractéristiques

En ce qui concernent les caractéristiques de l'O.C.I., l'échantillon est réparti en cinq classes. Les trois premières ne se distinguent que par leur domaine d'intervention géographique.

La première classe, intitulée « *Domestique* », regroupe 55,82% des individus. 75,70% des O.C.I. de cette classe interviennent en transmission principalement dans leur pays d'origine (contre 49,68% dans l'échantillon).

Tous les O.C.I. qui interviennent au niveau mondial se regroupent dans la deuxième classe qui n'est constituée que de ces O.C.I. Cette classe intitulée « *Mondiale* » rassemblent 13,24% de l'échantillon.

Les O.C.I., qui composent la troisième classe, interviennent tous dans quelques pays, généralement frontaliers. Cette classe, appelée « *Internationale faible* », rassemble les 13,24% d'O.C.I. qui ont une activité internationale faible.

Aucun pays ne se positionne dans ces trois classes.

La quatrième classe est homogène selon l'ensemble des caractéristiques du thème. Elle n'est caractérisée par aucune modalité au seuil de 5%.

La cinquième classe, qui rassemble 10,56% de l'échantillon, est la seule classe qui se caractérise par la spécialisation en transmission des O.C.I. (100% des individus de la classe contre 10,56% dans l'échantillon). Tous les organismes de ce groupe n'ont pas de secteur économique d'intervention privilégié et développent, plus que la moyenne, leur activité au sein de l'Union Européenne. Aucun pays ne se positionne dans cette classe intitulée « Transmission ».

Au total, 87,83% des O.C.I. se regroupent uniquement selon leur domaine d'intervention géographique. La spécialisation en transmission ne caractérise qu'une seule classe et tous les O.C.I. spécialisés en transmission se retrouvent dans cette classe.

Tableau 4.17. : caractérisation en cinq classes des O.C.I. selon le thème
« caractéristiques des O.C.I. »

CLASSE 1 / 5 (Effectif: 42 - Pourcentage: 55,82)

« DOMESTIQUE »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
géo	Nationale	75,70	49,68	85,04	5,19	0,000	37

CLASSE 2 / 5 (Effectif: 10 - Pourcentage: 13,24)

« MONDIALE »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
géo	Monde	100,00	13,24	100,00	7,01	0,000	10

CLASSE 3 / 5 (Effectif: 14 - Pourcentage: 18,77)

« INTERNATIONALE FAIBLE »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
géo	Quelques pays	100,00	18,77	100,00	7,87	0,000	14
Pays	France	8,59	28,22	5,71	-1,67	0,047	21

CLASSE 4 / 5 (Effectif: 1 - Pourcentage: 1,61)

« HOMOGENE »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids

CLASSE 5 / 5 (Effectif: 8 - Pourcentage: 10,56)

« TRANSMISSION »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
stage	Transmission	100,00	10,56	100,00	6,44	0,000	8
secteur	Tout secteur	100,00	62,44	16,92	2,08	0,019	47
géo	Europe	44,89	18,31	25,90	1,80	0,036	14

2.1.8.- La caractérisation des O.C.I. selon les modes de financement

En ce qui concerne les modes de financement, les O.C.I. ont été répartis en trois classes.

La première regroupe 42,49% des organismes. Ceux-ci sont caractérisés par des investissements en fonds propres toujours minoritaires. Les O.C.I. français sont sur représentés dans cette classe intitulée « *Minoritaire* ».

La deuxième classe rassemble 18,19% des O.C.I. Tous les organismes qui prennent des participations majoritaires appartiennent à cette classe uniquement composée de cette catégorie d'O.C.I. qui, bien sûr, interviennent, plus que la moyenne, en fonds propres. On reconnaît ici les organismes qui pratiquent l'*Institutional Buy Out* défini dans le deuxième chapitre de ce rapport. Aucun pays ne ressort de manière significative dans cette classe appelée « *Majoritaires* ».

La dernière classe regroupe 39,32% des O.C.I. qui composent notre échantillon. Tous les organismes de cette classe utilisent l'ensemble des moyens de financement disponibles (dettes et fonds propres) et prennent des participations aussi bien majoritaires que minoritaires. Les O.C.I. britanniques sont sur représentés dans cette classe, intitulée « *Tous financements* ». A l'opposé, les O.C.I. français sont sous représentés dans ce groupe d'établissements.

Au final, nous soulignons la sur représentation des organismes britanniques dans la classe des O.C.I. qui mobilisent des modes de financement très variés. Au contraire, les organismes français sont sur représentés dans la classe des O.C.I. qui investissent en fonds propres de façon essentiellement minoritaire.

Tableau 4.18. : caractérisation en trois classes des O.C.I. selon le thème « financement »

CLASSE 1 / 3 (Effectif: 22 - Pourcentage: 42,49)

« Minoritaire »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
equity	Minoritaire	100,00	42,49	100,00	7,78	0,000	22
Pays	France	46,73	30,37	65,38	1,66	0,049	16

CLASSE 2 / 3 (Effectif: 9 - Pourcentage: 18,19)

« Majoritaire »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
equity	Majoritaire	100,00	18,19	100,00	6,21	0,000	9
moyen fin	Fonds propres	81,50	56,94	26,04	1,89	0,030	29

CLASSE 3 / 3 (Effectif: 20 - Pourcentage: 39,32)

« Tous financements »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
equity	Mixte	100,00	39,32	100,00	7,68	0,000	20
Pays	Royaume-Uni	49,57	31,19	62,50	2,06	0,020	16
moyen fin	Tous	58,13	43,06	53,08	1,75	0,040	22
Pays	France	11,88	30,37	15,38	-2,33	0,010	16

Au terme de cette analyse des pratiques des O.C.I. thème par thème, nous constatons que **la diversité des pratiques des O.C.I. ne rejoint pas la segmentation des pays selon leur nationalité**. Généralement, seuls deux pays se positionnent dans les différentes classes d'O.C.I. formées dans le cadre des analyses de données réalisées. Il s'agit de la **France** et du **Royaume-Uni** qui, en général, se positionnent de façon opposée. L'Espagne apparaît comme pays illustratif une seule fois dans le thème qui étudie les caractéristiques de la transmission.

2.2.- Caractérisation de la synthèse : l'établissement d'une typologie des O.C.I. européens

Les résultats obtenus sur chacun des huit thèmes sont synthétisés en considérant chaque thème comme une variable et chaque classe comme une modalité de la variable. Une partition de l'échantillon en cinq groupes homogènes d'O.C.I. est réalisée. Deux d'entre eux regroupent des effectifs inférieurs à 3% de l'échantillon : la troisième classe regroupe seulement deux O.C.I. qui interviennent essentiellement en gestion patrimoniale et fiscale et la quatrième n'est constituée que par un O.C.I. que rien ne caractérise en profil à 5%. Seules les trois autres classes présentent un effectif raisonnable pour l'analyse.

2.2.1.- Le groupe des «O.C.I. prospectifs » (classe 1)

Cette classe regroupe plus de la moitié des O.C.I. (54,10%). Ces derniers réalisent des audits avancés reposant sur une appréciation du futur de l'entreprise à partir des méthodes les plus élaborées. Leurs participations sont essentiellement minoritaires et le champ géographique d'intervention de ces organismes est mondial. Elles traitent plus que la moyenne des entreprises en difficulté et se protègent en utilisant fortement les garanties de passif et plus faiblement l'*earn out* et le maintien au capital. Dans cette classe, les O.C.I., ayant largement analysé les perspectives futures de la firme, n'ont pas besoin de prendre des participations majoritaires ni d'utiliser, significativement plus que la moyenne, des clauses contractuelles, de type *earn out*, permettant de résoudre les désajustements qui peuvent exister dans la fixation du prix. Leur activité mondiale rend par ailleurs difficile une participation active au conseil d'administration qu'exigerait des prises de participations majoritaires. Leur attachement à apprécier le futur de l'entreprise nous amène à qualifier ces institutions d'O.C.I. « prospectifs ».

2.2.2.- Le groupe des «O.C.I. à fort degré de couverture» (classe 5)

Cette classe rassemble 34,52% des O.C.I. Ces organismes interviennent en transmission sur des affaires dont le propriétaire souffre de difficultés personnelles. Ils utilisent pour valoriser l'entreprise des critères situés à l'amont des soldes intermédiaires de gestion. L'audit repose sur des méthodes originales ou sur l'appréciation du *goodwill*. Ils mobilisent dans des proportions importantes une des clauses contractuelles étudiées et utilisent tous les moyens de financement possibles. Ils exigent souvent le maintien du cédant dans la direction pour une durée significative. L'ensemble de ces caractéristiques révèle la propension de ces O.C.I. à se couvrir contre les risques ce qui peut assez aisément se justifier par la nature des affaires traitées.

2.2.3.- Le groupe des «O.C.I. accompagnant le départ en retraite des cédants» (classe 2)

Cette classe rassemble 7,71% des O.C.I. qui sont caractérisés par l'importance des transmissions moyennement anticipées réalisées pour cause de retraite. Leurs interventions s'appuient sur un audit complet et une valorisation reposant sur des critères situés à l'aval des soldes intermédiaires de gestion. Les O.C.I. de cette classe ne se distinguent pas par des pratiques contractuelles et financières spécifiques.

Tableau 4.19. : caractérisation des cinq classes des O.C.I. selon la synthèse

CLASSE 1 / 5 (Effectif: 43 - Pourcentage: 54,10)

« O.C.I. PROSPECTIFS »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Audit	futur plus	59,52	34,09	94,45	4,94	0,000	27
Financement	minoritaire	40,85	27,81	79,45	2,32	0,010	22
Caractéristiques de la cession	difficultés firmes	29,55	20,38	78,45	2,18	0,015	16
Caractéristiques OCI	mondiale	21,12	12,55	91,01	2,16	0,015	10
Contrats	Faible EAMC – fort GP	24,90	18,06	74,59	1,73	0,042	14

CLASSE 2 / 5 (Effectif: 6 - Pourcentage: 7,71)

« DEPART EN RETRAITE DES CEDANTS »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Caractéristiques de la cession	retraite moyen. anticipée	100,00	8,47	90,98	5,45	0,000	7
Valorisation critères	aval	86,05	13,67	48,54	3,68	0,000	11
Durée des contrats	MC moyenne	47,05	9,18	39,50	2,42	0,008	7
Audit	complet	80,16	33,55	18,42	2,14	0,016	27

CLASSE 3 / 5 (Effectif: 2 - Pourcentage: 2,55)

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Caractéristiques de la cession	gestion pat fisc	100,00	2,55	100,00	3,41	0,000	2
Contrats	Fort MCGP	100,00	9,18	27,79	2,47	0,007	7

CLASSE 4 / 5 (Effectif: 1 - Pourcentage: 1,13)

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids

CLASSE 5 / 5 (Effectif: 27 - Pourcentage: 34,52)

« O.C.I. A FORT DEGRE DE COUVERTURE »

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Contrats	Moyen EAMC – fort GP	47,23	21,04	77,48	3,80	0,000	17
Durée des contrats	MC court	28,67	10,66	92,83	3,76	0,000	8
Financement	Tous financements	52,10	25,74	69,85	3,58	0,000	20
Caractéristiques de la cession	difficultés personnelles	47,44	28,09	58,29	2,60	0,005	22
Audit	originaux	33,61	15,99	72,54	2,54	0,006	13
Maintien gestion	maintien intensif	21,69	9,38	79,82	2,54	0,006	7
Durée des contrats	MC long	37,77	19,67	66,29	2,33	0,010	16
Maintien gestion	maintien moyen	51,55	33,40	53,28	2,31	0,011	26
Audit	goodwill	11,08	3,82	100,00	1,79	0,037	3
Contrats	fort EA - moyen MC	15,99	6,28	87,83	1,71	0,044	5
Valorisation critères	amont	45,23	29,97	52,10	1,69	0,046	24

Dans ce travail de synthèse, force est de constater qu'**aucun pays n'illustre les groupes homogènes d'O.C.I. obtenus. Les classes se définissent beaucoup plus en fonction des caractéristiques de la cession (préparation et motif), de la nature de l'audit et des contrats que par la nationalité des pays.**

Afin d'étudier plus précisément le statut de cette variable, nous réalisons des analyses discriminantes relativement à la nationalité de l'O.C.I. de manière à repérer les facteurs qui permettent de différencier l'activité des O.C.I.

3.- La caractérisation des O.C.I. selon leur nationalité : les résultats de l'analyse discriminante

Dans cette section, nous nous interrogeons sur la nature de l'intervention des O.C.I. sur le marché de la cession reprise dans les cinq pays européens étudiés. Les interventions de ces institutions reposant sur des montages financiers et juridiques complexes, les différences de systèmes de financement et de systèmes juridiques dans ces cinq pays (LLSV, 1998) peuvent conduire à des différences significatives dans la pratique des organismes de capital investissement.

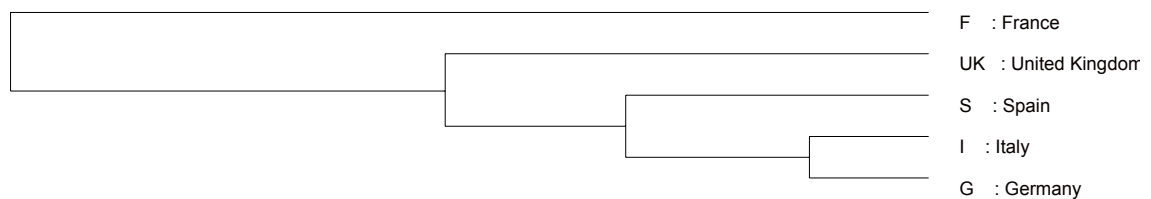
Afin de mettre en lumière les différences entre pays dans la pratique des O.C.I., la méthode statistique utilisée est l'analyse discriminante. Il s'agit de rechercher les modalités des variables du thème qui discriminent au mieux les O.C.I. selon leur nationalité (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume-Uni). Cette analyse est réalisée tout d'abord dans le thème de synthèse (3.1.) puis dans chacun des huit thèmes (3.2.).

3.1.- Les résultats obtenus sur la synthèse

La classification hiérarchique directe met en évidence les proximités existantes sur l'ensemble des thèmes entre les cinq pays étudiés. L'arbre suivant illustre ces proximités (figure 4.1.). Il met en évidence que l'Allemagne, l'Italie et, dans une moindre mesure, l'Espagne se ressemblent et que les O.C.I. français se différencient très fortement des O.C.I. des autres pays.

Figure 4.1. : arbre hiérarchique des proximités des O.C.I. selon la synthèse

Classification des pays selon la synthèse des thèmes



Quatre classes d'O.C.I. ont donc été retenues pour l'analyse. Le tableau suivant met en lumière les modalités des variables de synthèse qui discriminent au mieux ces groupes d'O.C.I. classés selon leur pays d'origine (tableau 4.19.).

Aucune modalité ne caractérise, au seuil de 5%, le groupe formé des O.C.I. allemands et italiens. Cette classe est homogène relativement à l'ensemble des caractéristiques considérées. Les O.C.I. espagnols ne se différencient des autres groupes d'organismes que par la nature de la cession qui est, plus souvent que dans les autres pays, due aux difficultés personnelles des cédants (11,76% des O.C.I. de cette classe contre 4,40% de l'échantillon). Les O.C.I. français et britanniques se distinguent beaucoup plus des autres organismes. Les institutions britanniques se différencient par l'importance des cessions portant sur des firmes en difficulté (6,90% des O.C.I. de la classe contre 3,19% de l'échantillon), un audit complet (9,20% des O.C.I. de la classe contre 5,25% de l'échantillon) et une faible utilisation des méthodes contractuelles (5,75% des O.C.I. de la classe contre 3,30% de l'échantillon). Les O.C.I. français se caractérisent par une faible anticipation de la cession par les cédants (4,26% des O.C.I. de la classe contre 1,72% de l'échantillon) et des méthodes d'audit plutôt intuitives (6,38% des O.C.I. de la classe contre 1,96% de l'échantillon). Tous les O.C.I. qui apprécient le *goodwill*, soit seulement 0,60% de l'échantillon, sont dans cette classe où ils représentent 2,13% de l'effectif. Enfin, les participations des O.C.I. français dans le capital des entreprises

sont, relativement à l'ensemble de l'échantillon, plus fréquemment minoritaires (7,23% dans la classe contre 4,36% dans l'échantillon).

En résumé, **la France et le Royaume-Uni s'imposent donc comme deux modèles très différents de capital transmission. La modalité clef de la discrimination apparaît être les caractéristiques de la cession** (dans trois classes sur quatre). La nature de l'audit est une modalité discriminante dans deux classes sur quatre. Les modalités du financement et les pratiques contractuelles ne ressortent, au seuil de 5%, que dans une seule classe. Les caractéristiques de l'O.C.I., la durée des contrats, le maintien du cédant dans la direction de l'affaire reprise et les critères de la valorisation n'apparaissent dans aucune des classes constituées.

L'analyse discriminante de la nationalité des O.C.I. selon les thèmes affine ces résultats.

Tableau 4.20. : discrimination des pays selon la synthèse

CLASSE 1 / 4		ALLEMAGNE & ITALIE				
Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids

CLASSE 2 / 4		ESPAGNE				
Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Difficultés personnelles	4,40	11,76	30,39	1,91	0,028	22

CLASSE 3 / 4		ROYAUME-UNI				
Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Difficultés des firmes	3,19	6,90	75,15	3,09	0,001	16
Audit complet	5,25	9,20	60,85	2,67	0,004	27
Faible utilisation des contrats	3,30	5,75	60,53	2,06	0,020	17

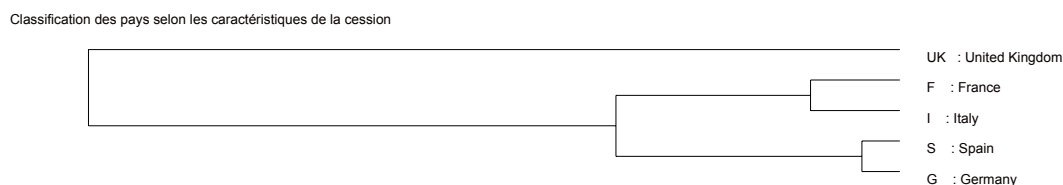
Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Audit futur moins	1,96	6,38	91,43	4,30	0,000	10
Faible anticipation cession	1,72	4,26	69,65	2,44	0,007	9
<i>Goodwill</i>	0,60	2,13	100,00	2,02	0,022	3
Participations minoritaires	4,36	7,23	46,73	1,75	0,040	22
Difficultés des firmes	3,19	0,43	3,75	-2,59	0,005	16
Audit complet	5,25	0,00	0,00	-3,61	0,000	27

3.2.- Les résultats obtenus selon chaque thème

3.2.1.- La discrimination de la nationalité des O.C.I. selon les caractéristiques de la cession

L'arbre suivant (figure 4.2.) met en évidence la forte opposition des O.C.I. britanniques avec ceux des autres pays et la ressemblance sur ce thème, d'une part, des organismes français et italiens et, d'autre part, des institutions espagnoles et allemandes.

Figure 4.2. : arbre hiérarchique des proximités des O.C.I. selon les caractéristiques de la cession



Trois classes d'O.C.I. ont été retenues pour cette analyse dont les résultats sont présentés dans le tableau 4.21. La première est constituée des O.C.I. allemands et espagnols. Cette classe d'O.C.I. ne se caractérise que par son anti-profil qui souligne une anticipation de la cession dès la phase de développement de firme inférieure dans ces pays relativement à l'ensemble de l'échantillon (1,65% dans la classe contre 5,18% dans l'échantillon). La deuxième classe rassemble les O.C.I. italiens et français. Ces derniers se caractérisent par la faible anticipation de la cession quel que soit le stade de développement de la firme et l'importance du motif retraite (21,66% de la classe contre 14,94% de l'échantillon). Enfin, la troisième classe regroupe exclusivement les O.C.I. britanniques qui se distinguent des autres par une importante anticipation de la cession par les dirigeants propriétaires quel que soit le stade de développement de la firme et un motif de cession qui n'est ni la retraite, ni la

transmission familiale, ni les difficultés de l'entreprise ou de l'entrepreneur. L'étude des réponses données au questionnaire complémentaire sur le motif de la cession met en évidence l'importance de la recherche des opportunités de cession dans le sous-échantillon britannique.

En conclusion, on note en matière de caractéristiques des cessions la situation particulière des O.C.I. britanniques.

Tableau 4.21. : discrimination des pays selon les caractéristiques de la cession

CLASSE 1 / 3

ALLEMAGNE & ESPAGNE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Faible anticipation développement	5,18	1,65	7,68	-1,69	0,045	11

CLASSE 2 / 3

ITALIE & FRANCE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Faible anticipation création	9,22	20,59	87,12	4,53	0,00	19
Faible anticipation développement	5,18	12,26	92,32	3,34	0,00	11
Retraite	14,94	21,66	56,55	2,14	0,02	31
Autres	9,35	3,97	16,56	-1,99	0,02	19
Moyen	14,75	7,25	19,18	-2,29	0,01	31
Forte anticipation création	7,93	2,14	10,53	-2,73	0,00	16
Forte anticipation développement	10,65	1,45	5,31	-3,60	0,00	22

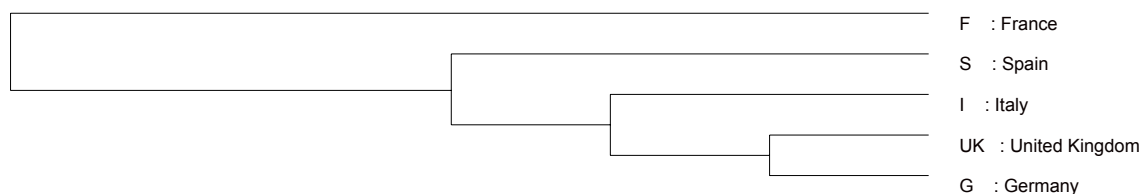
Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Forte anticipation développement	10,65	23,08	79,90	4,36	0,00	22
Autres motifs	9,35	17,95	70,68	3,21	0,00	19
Forte anticipation création	7,93	12,82	59,53	1,93	0,03	16
Moyenne anticipation création	14,75	20,51	51,23	1,66	0,05	31
Faible anticipation développement	5,18	0,00	0,00	-2,53	0,01	11
Faible anticipation création	9,22	0,00	0,00	-3,71	0,00	19
Retraite	14,94	2,56	6,32	-3,90	0,00	31

3.2.2.- La discrimination de la nationalité des O.C.I. selon les critères de valorisation

Pour les critères de valorisation, l'arbre hiérarchique 4.3. et le tableau 4.22 mettent en évidence l'opposition entre les O.C.I. français et ceux des autres pays et la ressemblance, sur ce thème, du Royaume-Uni et de l'Allemagne.

Figure 4.3. : arbre hiérarchique des proximités des O.C.I. selon les critères de valorisation

Classification des pays selon les critères de valorisation



Une classification en quatre classes a donc été retenue. La première classe regroupe les O.C.I. allemands et britanniques. Rien ne les différencie des autres O.C.I. au seuil de 5%⁵⁷. Les O.C.I. italiens se distinguent des autres O.C.I. par leur non considération dans la valorisation de la firme du résultat d'exploitation de l'entreprise (0% dans la classe contre 5% dans l'échantillon). Les O.C.I. espagnols et français forment deux classes spécifiques que rien ne discrimine au seuil de 5%.

On peut noter, sur ce thème, la situation très particulière des O.C.I. français qui se différencient fortement des autres.

⁵⁷ L'augmentation du seuil de signification du test permet de faire apparaître des facteurs de différenciation ce qui explique le positionnement de ces O.C.I. dans une classe spécifique.

Tableau 4.22. : discrimination des pays selon les critères de valorisation

CLASSE 1 / 4

ALLEMAGNE & ROYAUME-UNI

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids

CLASSE 2 / 4

ITALIE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
OUI-RE	5,00	0,00	0,00	-1,68	0,046	24

CLASSE 3 / 4

ESPAGNE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids

CLASSE 4 / 4

FRANCE

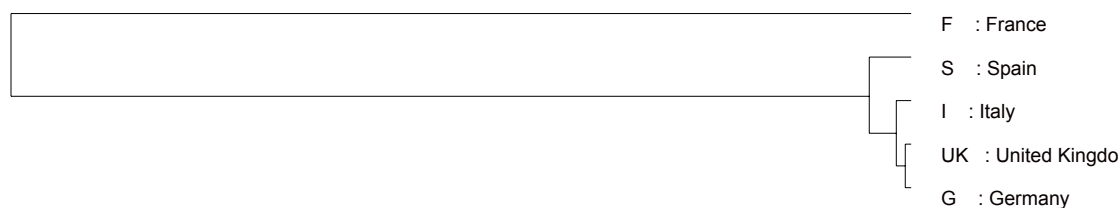
Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids

3.2.3.- La discrimination de la nationalité des O.C.I. selon les méthodes d'évaluation

Pour les méthodes d'évaluation, la même hiérarchie que pour les critères de valorisation apparaît (figure 4.4.). On observe que les O.C.I. français s'opposent très nettement aux autres O.C.I. qui présentent une forte proximité entre eux.

Figure 4.4. : Arbre hiérarchique des proximités des O.C.I. selon les méthodes d'évaluation

Classification des pays selon les méthodes d'audit



Compte tenu de ce résultat, nous retenons une segmentation en deux classes.

La première classe regroupe les O.C.I. allemands, britanniques, italiens et espagnols. Elle se caractérise par une utilisation supérieure à la moyenne de l'échantillon de la méthode de *l'Adjusted Present Value* (16,42% de la classe contre 13,17% de l'échantillon) et de la méthode patrimoniale (11,18% de la classe contre 9,17% de l'échantillon). En revanche, ils utilisent, relativement à l'ensemble de l'échantillon, peu les méthodes des multiples⁵⁸ et du *Discounted Cash Flow*⁵⁹. La seconde classe se compose uniquement des O.C.I. français. Ces derniers présentent des caractéristiques opposées aux autres O.C.I. et utilisent plus qu'ailleurs la méthode du *goodwill* (2,25% dans la classe contre 0,64% de l'échantillon).

Au total, la France apparaît avoir adopté un modèle d'évaluation spécifique.

Tableau 4.23. : discrimination des pays selon les méthodes d'évaluation

CLASSE 1 / 2

ALLEMAGNE, ROYAUME-UNI, ITALIE & ESPAGNE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
OUI-APV	13,17	16,42	89,36	3,27	0,001	62
NON-MM	5,46	7,26	95,34	2,87	0,002	26
OUI-MP	9,17	11,18	87,49	2,54	0,006	43
NON-DCF	9,85	11,78	85,77	2,39	0,008	47
OUI-GW	0,64	0,00	0,00	-2,00	0,023	3
OUI-MM	11,20	9,40	60,19	-2,02	0,022	53
NON-MP	7,50	5,49	52,44	-2,45	0,007	36
OUI-DCF	6,82	4,89	51,41	-2,49	0,006	32
NON-APV	3,49	0,25	5,13	-6,00	0,000	17

CLASSE 2 / 2

FRANCE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
NON-APV	3,49	11,71	94,87	5,37	0,000	17
OUI-DCF	6,82	11,71	48,59	2,15	0,016	32
NON-MP	7,50	12,61	47,56	2,12	0,017	36
OUI-GW	0,64	2,25	100,00	2,01	0,022	3
OUI-MM	11,20	15,77	39,81	1,75	0,040	53
NON-DCF	9,85	4,95	14,23	-2,36	0,009	47
OUI-MP	9,17	4,05	12,51	-2,51	0,006	43
NON-MM	5,46	0,90	4,66	-2,85	0,002	26
OUI-APV	13,17	4,95	10,64	-3,60	0,000	62

⁵⁸ La modalité non utilisation de la méthode des multiples (« non-MM ») est sur représentée dans la classe relativement à l'ensemble de l'échantillon (7,26% dans la classe contre 5,46% dans l'échantillon).

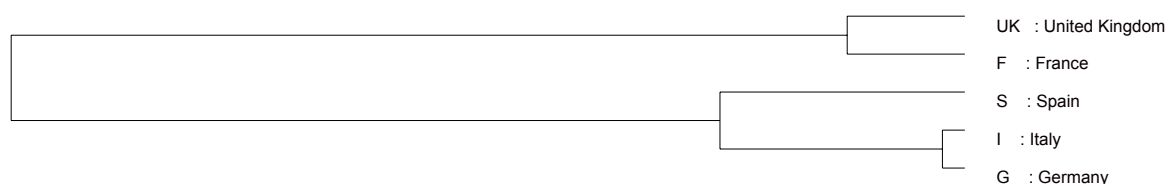
⁵⁹ La modalité non utilisation de la méthode des DCF (« non-DCF ») est sur représentée dans la classe relativement à l'ensemble de l'échantillon (11,78% dans la classe contre 9,85% dans l'échantillon).

3.2.4.- La discrimination de la nationalité des O.C.I. selon les pratiques contractuelles

La discrimination de la nationalité des O.C.I. selon les pratiques contractuelles met en lumière la proximité, d'une part, entre l'Allemagne, l'Italie et, dans une moindre mesure, l'Espagne et, d'autre part, entre le Royaume-Uni et la France (figure 4.5.). Compte tenu de ce résultat, trois classes ont été constituées.

Figure 4.5. : arbre hiérarchique des proximités des O.C.I. selon les pratiques contractuelles

Classification des pays selon les pratiques contractuelles



La première classe se compose des O.C.I. de nationalité allemande et italienne. Ils ne se distinguent que par leur anti-profil marqué par la faible proportion d'O.C.I. qui, dans cette classe, utilisent faiblement les garanties de passif (3,08% dans la classe contre 9,26% dans l'échantillon). La deuxième classe regroupe les O.C.I. espagnols que rien ne caractérise au seuil de signification de 5%. Enfin, les O.C.I. britanniques et français appartiennent à la troisième classe. Ils s'opposent aux O.C.I. italiens et allemands dans la mesure où ils se caractérisent, relativement aux autres O.C.I., par la faible utilisation des garanties de passif. Dans cette classe, 13,29% des O.C.I. de cette classe utilisent peu les garanties de passif contre 9,26% de l'échantillon global.

Tableau 4.24. : discrimination des pays selon les pratiques contractuelles

CLASSE 1 / 3

ALLEMAGNE & ITALIE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Utilisation faible des garanties de passif	9,26	3,08	8,50	-2,09	0,018	20

CLASSE 2 / 3

ESPAGNE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
-----------------------------	--------------------------------------	----------------------------------	----------------------------------	-------------	-------------	-------

CLASSE 3 / 3

ROYAUME-UNI & FRANCE

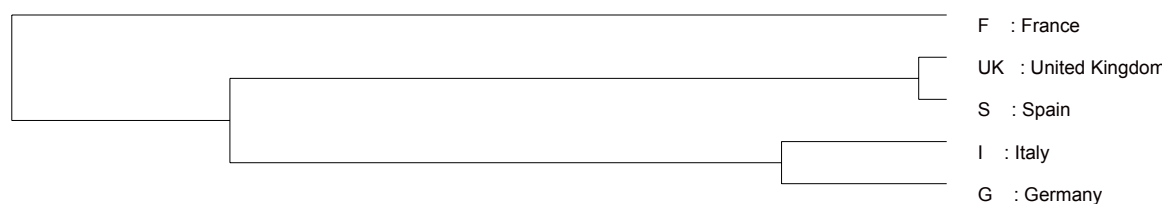
Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Utilisation faible des garanties de passif	9,26	13,29	91,50	2,46	0,007	20
Utilisation moyenne de l' <i>earn out</i>	10,14	6,71	42,21	-2,09	0,019	22

3.2.5.- La discrimination de la nationalité des O.C.I. selon la durée des contrats

En ce qui concerne la durée des contrats, on note la forte proximité entre, d'une part, les O.C.I. allemands et les O.C.I. italiens et, d'autre part, les organismes espagnols et britanniques (figure 4.6). On constate la situation très différente des O.C.I. français.

Figure 4.6. : arbre hiérarchique des proximités des O.C.I. selon la durée des contrats

Classification des pays selon la durée des contrats



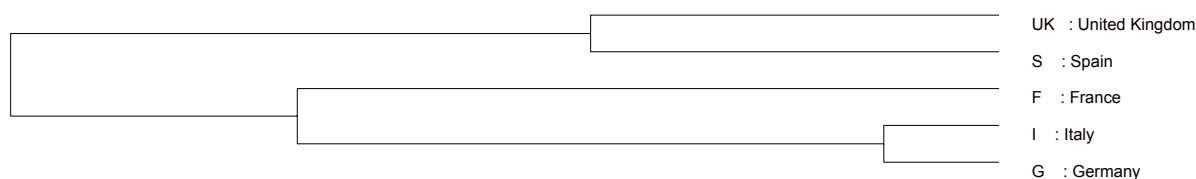
Au seuil de 5% de signification, rien ne discrimine cependant la situation des O.C.I. selon leur nationalité ce qui met en évidence l'assez forte ressemblance de ces organismes sur le thème de la durée des contrats.

3.2.6.- La discrimination de la nationalité des O.C.I. selon le maintien du cédant dans la direction de l'entreprise transmise

En ce qui concerne le maintien du cédant, la figure 4.7. met en évidence la proximité entre les O.C.I. français et les O.C.I. allemands et, dans une moindre mesure, italiens. Ce groupe s'oppose au Royaume-Uni qui est associé à l'Espagne.

Figure 4.7. : arbre hiérarchique des proximités des O.C.I. selon le maintien du cédant

Classification des pays selon le maintien dans la direction du cédant



Quatre classes d'O.C.I. ont été retenues. La première se compose des O.C.I. allemands et italiens. Ces derniers se caractérisent par une fréquence significativement supérieure relativement à l'ensemble de l'échantillon du maintien en gestion du cédant dans 25 à 75% des cas dans le cadre des clauses d'*earn out*, (9,38% de la classe contre 3,40% de l'échantillon). La deuxième classe regroupe les O.C.I. français. Ils se distinguent par une durée du maintien en gestion courte (inférieure à un an) relativement à l'ensemble de l'échantillon (11,63% de la classe contre 4,01% de l'échantillon) et un maintien du cédant dans la direction moyen (entre 25 et 75% des cas) plus fréquent par rapport aux autres O.C.I. (15,12% de la classe contre 7,35% de l'échantillon). La troisième classe se compose des O.C.I. espagnols que rien ne caractérise au seuil de 5%. Enfin, la quatrième classe rassemble les O.C.I. britanniques. Ces derniers se caractérisent par le faible maintien du cédant dans la direction de l'affaire cédée (31,58% de la classe contre 23,13% de l'échantillon).

Tableau 4.25. : discrimination des pays selon le maintien du cédant dans la direction

CLASSE 1 / 4

ALLEMAGNE & ITALIE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Maintien moyen si <i>earn out</i>	3,40	9,38	64,63	1,91	0,028	7

CLASSE 2 / 4

FRANCE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Maintien < 1 an	4,01	11,63	74,97	2,66	0,004	8
Maintien moyen	7,35	15,12	53,20	1,79	0,037	15
Maintien entre 2 et 3 ans	8,45	1,16	3,56	-2,45	0,007	17

CLASSE 3 / 4

ESPAGNE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids

CLASSE 4 / 4

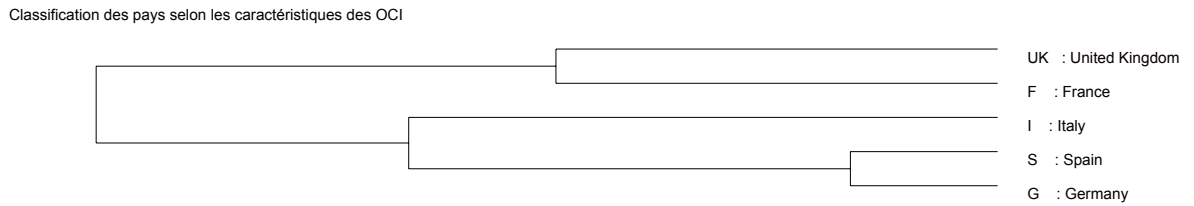
ROYAUME-UNI

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Maintien faible	23,13	31,58	52,07	2,07	0,019	46
Maintien moyen	7,35	0,00	0,00	-3,11	0,001	15

3.3.7.- Résultats de la discrimination de la nationalité des pays selon les caractéristiques de l'O.C.I.

Pour les caractéristiques de l'O.C.I., l'arbre (figure 4.7.) met en évidence des proximités entre, d'une part, l'Allemagne et l'Espagne et, d'autre part, dans une moindre mesure, entre la France et le Royaume-Uni.

Figure 4.8. : arbre hiérarchique des proximités des O.C.I. selon les caractéristiques des O.C.I.



Nous retenons donc une partition de l'échantillon en quatre classes. La première se compose des organismes allemands et espagnols. Ces O.C.I. se différencient des autres O.C.I. par leur plus grande spécialisation (relativement à l'ensemble de l'échantillon) sur des cibles positionnées à l'amont de leur cycle de vie (11,48% de la classe contre 4,22% de l'échantillon). Ces O.C.I. travaillent plus que dans les autres pays sur des dossiers de création et de développement. Ce résultat est cohérent avec les données collectées sur la population des O.C.I. dans la première section de ce chapitre (tableau 4.1.). La deuxième classe se compose exclusivement des O.C.I. italiens. Ces derniers sont significativement plus que la moyenne des filiales de banques (15,91% de la classe contre 6,59% de l'échantillon). La troisième classe regroupe les O.C.I. français qui sont, plus que les autres, généralistes (13,70% dans la classe contre 8,94% de l'échantillon). Ils travaillent ainsi plus fréquemment sur tous les stades du cycle de vie de la firme. Enfin, le quatrième groupe est constitué des établissements britanniques qui sont, plus que la moyenne, spécialisés sur des secteurs d'activité particuliers (14,55% de la classe contre 9,29% de l'échantillon).

Tableau 4.26. : discrimination des pays selon les caractéristiques des O.C.I.

CLASSE 1 / 4

ALLEMAGNE & ESPAGNE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Amont (stade)	4,22	11,48	64,18	2,74	0,003	13
Généralistes (stade)	8,94	2,31	6,09	-2,56	0,005	28

CLASSE 2 / 4

ITALIE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Captifs de banque	6,59	15,91	30,37	1,93	0,027	21
Généralistes (stade)	8,94	0,00	0,00	-2,00	0,023	28
Spécialisés (secteur)	9,29	2,27	3,07	-2,06	0,019	29

CLASSE 3 / 4

FRANCE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Généralistes (stade)	8,94	13,70	43,31	1,69	0,046	28

CLASSE 4 / 4

ROYAUME-UNI

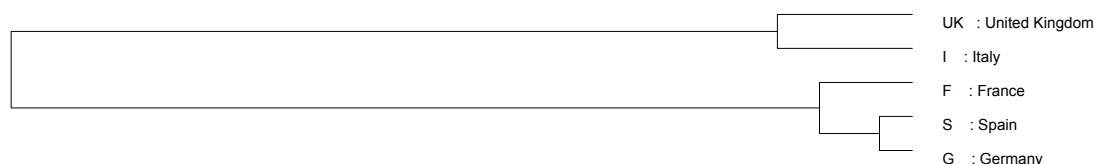
Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Spécialisés (secteur)	9,29	14,55	55,63	2,27	0,011	29

3.3.8.- Résultats de la discrimination de la nationalité des pays selon les financements

En ce qui concerne le financement, la figure 4.9. met en évidence la proximité entre les O.C.I. allemands et espagnols et, dans une moindre mesure, français. Ce groupe s'oppose aux O.C.I. britanniques qui sont très proches des O.C.I. italiens.

Figure 4.9. : arbre hiérarchique des proximités des O.C.I. selon les financements

Classification des pays selon les financements



Deux classes sont retenues pour cette analyse. La première se compose des O.C.I. allemands, espagnols et français. Ces derniers se caractérisent, relativement à l'ensemble de l'échantillon, par des prises de participations minoritaires (27,70% de la classe contre 17,76% de l'échantillon). Cette classe s'oppose à la seconde classe qui se compose des O.C.I. italiens et britanniques. Ils se caractérisent par la diversité des modes de financement utilisés. Ces O.C.I. interviennent, relativement à l'ensemble de l'échantillon, plus fréquemment à la fois en fonds propres et en dettes (33,11% de la classe contre 22,70% de l'échantillon). Ces O.C.I. prennent, relativement plus que la moyenne, non seulement des participations minoritaires mais aussi des participations majoritaires (23,38% de la classe contre 16,44% de l'échantillon).

Tableau 4.27. : Discrimination de la nationalité des O.C.I. selon les financements

CLASSE 1 / 2

ALLEMAGNE, ESPAGNE & FRANCE

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Prises de participations minoritaires	17,76	27,70	77,59	2,98	0,001	22
Mixtes (minoritaires et majoritaires)	16,44	9,43	28,52	-2,19	0,014	20
Tous financements	22,70	12,19	26,70	-2,78	0,003	28

Fréquences caractéristiques	% de la fréquence dans l'échantillon	% de la fréquence dans la classe	% de la classe dans la fréquence	Valeur-Test	Probabilité	Poids
Tous financements	22,70	33,11	73,30	2,34	0,010	28
Mixtes (minoritaires et majoritaires)	16,44	23,38	71,48	1,68	0,046	20
Prises de participations minoritaires	17,76	7,92	22,41	-2,98	0,001	22

En conclusion, lorsque l'on utilise les variables de synthèse pour discriminer les pays, très peu de différences entre pays ressortent au seuil de signification de 5% à l'exception des caractéristiques mêmes de la cession (préparation, motif) et, dans une moindre mesure, de la nature de l'audit et des pratiques contractuelles. Dans l'analyse réalisée thème par thème, aucune régularité dans les résultats de la classification des O.C.I. selon la nationalité n'a pu être identifiée. L'étude des proximités entre classes d'O.C.I. ne permet pas d'identifier un modèle continental qui s'opposerait à un modèle anglo-saxon ou encore un modèle méditerranéen qui s'opposerait à un modèle d'Europe du Nord. En revanche, on note la situation particulière des O.C.I. de deux pays, la France et le Royaume-Uni qui n'appartiennent qu'une fois à la même classe dans le thème relatif aux pratiques contractuelles. Les trois autres pays, le plus souvent assez proches les uns des autres, se rapprochent soit de la France soit du Royaume-Uni selon les thèmes et sans qu'une régularité puisse être mise en évidence. Ainsi, par exemple, les O.C.I. de ces trois pays sont proches du cas français en ce qui concernent les caractéristiques de la cession alors qu'ils ressemblent aux O.C.I. britanniques en matière de méthode d'audit. Au final, nous soutenons donc la thèse de la pluralité des modèles en fonction des pratiques et/ou des caractéristiques étudiées ce qui va dans le sens d'un rôle modeste des facteurs institutionnels dans le fondement de l'activité des O.C.I.

CONCLUSION GENERALE

Les différentes analyses menées dans ce rapport mettent en évidence deux résultats principaux.

Le premier est, au-delà des différences de niveau constatées dans le montant des investissements réalisés, le constat de l'assez forte ressemblance des économies étudiées en matière d'investissement dans le non coté. Certes, l'analyse des pratiques met en évidence leur pluralité. Cette diversité des pratiques ne rejoint pas cependant la segmentation des pays selon leur nationalité. Généralement, seuls deux pays se démarquent nettement des autres dans l'ensemble des analyses réalisées sur données individuelles. Il s'agit de la France et du Royaume-Uni. Alors que l'étude globale de l'activité des O.C.I. souligne la proximité apparente de ces deux économies en matière de montants investis totaux et moyens, de type de projets financés et de nature des ressources mobilisées, l'étude des opérations de transfert de la propriété et de la pratique des O.C.I. met en évidence d'importantes différences dans l'activité des O.C.I. dans ces deux économies. Le rôle des O.C.I. apparaît tout d'abord central dans le financement des opérations de transfert de la propriété en France contrairement au Royaume-Uni. Les O.C.I. de ces deux économies s'opposent par ailleurs également en matière de caractéristiques de la cession, de critères de valorisation, de méthodes d'audit et de maintien dans la gestion du cédant. Ils ne se ressemblent que dans leurs pratiques contractuelles. Les trois autres pays étudiés, l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie, sont le plus souvent assez proches les uns des autres. Ils se rapprochent soit de la France soit du Royaume-Uni selon les analyses et sans qu'aucune régularité ne puisse être mise en évidence. Ainsi, par exemple, les O.C.I. de ces trois pays sont proches des organismes français en ce qui concernent les caractéristiques de la cession alors qu'ils ressemblent aux O.C.I. britanniques en matière de méthode d'audit. Au final, ce travail ne nous permet donc pas de soutenir la thèse de la convergence du système de financement français vers le système britannique. L'étude de l'investissement dans le non coté met en évidence la pluralité des modèles en fonction des pratiques et/ou des caractéristiques étudiées.

Le deuxième résultat est l'importance des solutions apportées par les O.C.I. sur le marché de la cession reprise, en particulier dans le cas français où le financement des opérations de transfert de la propriété dépend de manière significative de l'activité de ces organismes. Dans ce travail, nous avons montré l'existence de deux problèmes fondamentaux

qui entachent le marché de la cession reprise. Le premier est lié à l'existence d'asymétries d'information sur la valeur de la firme entre, d'une part, le cédant et le repreneur et, d'autre part, le repreneur et les investisseurs externes. Le second problème est lié aux effets induits sur l'environnement de la firme de l'annonce de sa mise en vente. Cette information peut conduire les différents partenaires de l'entreprise à développer des comportements de précaution qui peuvent être préjudiciables pour la firme. L'intervention des O.C.I. apporte des solutions à ces deux problèmes. Les O.C.I. sont des intermédiaires financiers qui peuvent résoudre, en raison de leurs capacités d'expertise, la double asymétrie d'information qui affecte le marché de la cession reprise. Par ailleurs, les interventions en *Institutional Buy Out* leur permettent de fournir une réponse au besoin de confidentialité du cédant. Ainsi, les O.C.I. n'offrent pas uniquement un service de financement au repreneur mais aussi un service de liquidité au cédant. C'est pourquoi, afin d'améliorer le fonctionnement du marché de la cession reprise, il conviendrait, selon nous, de faciliter également le recours à des intermédiaires financiers en haut de bilan, les O.C.I., en particulier dans le cadre des opérations d'*Institutional Buy Out* (I.B.O.) qui permettent, pour les cédants, de contourner le marché externe et de céder son entreprise en toute confidentialité et, pour l'entreprise et les parties prenantes, de maximiser le potentiel de développement de la firme. Le développement de cette activité nécessite cependant l'assouplissement du statut de certains organismes de capital investissement qui ne peuvent pas, pour l'instant, prendre des participations majoritaires dans le capital des entreprises. L'étude des opérations de transferts de la propriété mais aussi les monographies présentées dans l'annexe 4 mettent néanmoins en évidence l'activité très limitée de ces intermédiaires : un seul cas sur les 10 histoires de cession présentées met en jeu cet acteur.

Enfin, sur un plan plus théorique, ce travail souligne la nécessité de modifier notre appréhension du marché de la transmission. Pour comprendre les inefficacités de ce marché et combattre ses échecs, il est nécessaire de considérer, non pas uniquement, comme c'est pour l'instant le cas, la situation du repreneur mais, également et surtout, la situation du cédant et de tous les intermédiaires qui peuvent lui permettre de céder l'entreprise sans la dévaloriser du fait de l'annonce publique de la mise en vente de l'affaire. L'activité des O.C.I. permet en effet de conserver le secret qui est central pour les entreprises à forte valeur ajoutée et/ou cédée par de jeunes dirigeants.

BIBLIOGRAPHIE

ADMATI A., PFLEIDERER, (1994), « Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists », *The Journal of Finance*, 49, pp.371-402.

AFIC (2003), Rapport sur l'activité du capital investissement en France, AFIC, Paris.

AKERLOF G. (1970), « The Market for Lemons : Quantitative Uncertainty and the Market Mechanism », *Quarterly of Journal Economics*, vol. LXXXIV, August, pp. 488-500.

ALLEN D. (1993), « Stock Markets and Resource Allocation », pp. 81-112, in : C. MAYER, X. VIVES (eds), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press, Cambridge MA.

ALLEN F, GALE D. (2000), *Comparing Financial System*, MIT Press, Cambridge MA.

ALLEN F, GALE D. (2001), « Comparing Financial System : A survey », Working Paper, Wharton and NYU.

AMIHUD Y., LEV B., TRAVLOS N.G. (1990), « Corporate Control and the Choice of Investment Financing », *Journal of Finance*, 45, pp. 603-616.

AOKI M., DINÇ S. (1997), « Relational financing as an institution and its viability under competition », *mimeo*, Center for Economic Policy Research, Stanford University, May.

ARTOLA C., ESTEBAN A., HERANDO *et al.* (2002), « Les entreprises industrielles française et espagnols : étude comparative à partir des données comptables », *Bulletin de la BDF*, n°106, octobre, pp. 51-72.

B.D.P.M.E. (1998), « La transmission des P.M.E.-P.M.I. : 10 années d'expérience de la Banque de Développement des PME », 42 pages, disponibles sur Internet (www.bdpme.fr).

BARCA F. (1995), « On Corporate Governance in Italy: Issues, Facts and Agenda », manuscript, Bank of Italy, <http://ssrn.com>

BENZECRI J.P. (1976), *L'Analyse des correspondances*, Tome 2, Dunod, Paris.

BERGERMAN D., HEGE U. (1998), « Venture Capital Financing, Moral Hazard and Learning », *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 703- 735.

BESANKO D., THAKOR A.V. (1987), « Collateral and Rationing : Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Market », *International Economic Review*, 28, October, pp. 671-690.

BESTER H. (1985), « Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, 75, pp. 850-855.

BLANPAIN N. (2001), « Les salaires des dirigeants de société », *Insee première*, 784, juin.

BLOCH L., KREMP E. M. (1999), « Ownership and Voting Power in France », September, FEEM Working Paper N°62-99. <http://ssrn.com>

BOYD J.H., PRESCOTT C. (1986), « Financial Intermediary – Coalitions », *Journal of Economic Theory*, 38, pp. 211-232.

BUKART O. (1999), « Comparaisons internationales des structures de financement », *Revue d'Economie Financières*, 54, pp. 13-38.

C.S.O.E.C. (Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts Comptables) (2003), Libérez l'énergie des P.M.E., janvier, <http://www.entreprisesettransmission.com/>.

CABY J. (2003), « La convergence internationale des systèmes de gouvernance des entreprises : faits et débats », Cahier de recherche du GREGOR, IAE de Paris, 2003-07.

CASAMATTA C. (2003), « Financing and Advising : Optimal Financial Contracts with Venture Capitalists », *Journal of Finance*, 58, pp. 2059-2086.

CELEUX G., NAKACHE J.P. (eds) (1994), *Analyse discriminante sur variables qualitatives*, Polythechica, Paris..

CHAN Y.S. (1983), « On The Positive Role of Financial Intermediation in The Allocation of Venture Capital In A Market With Imperfect Information », *Journal of finance*, 35.

CHAN Y.S., KANATAS G. (1985), « Asymmetric Valuations and the Role of Collateral in Loan Agreements », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, pp. 84-95.

CHELMA G., HABIB M., LJUNGQVIST A. (2003), « An analysis of Shareholder Agreements », Ricafe.

CIEPLY S. (2001), « The French Financial Revolution : The Radical Change of French Firms' Financial Characteristics », *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik – Journal of Economics and Statistics*, vol. 221, n°5-6, October, pp. 556-576.

COMMISSION EUROPEENE (2002), *Rapport d'experts sur la transmission des PME en Europe*, rapport disponible sur le site de la Commission Européenne.

CORBETT J., JENKINSON J. (1996), « The Financing of Industry, 1970-1989. An International Comparison », *Journal of the Japanese and International Economics*, 10, pp. 71-96.

COURBIS B. (1987), « Peut-on parler de désintermédiation en France? », *Economie et Humanisme*, 294, pp.8-18.

CREDIT LYONNAIS (2003), « Transmission d'entreprise : pas le droit à l'erreur », *Les dossiers de creditlyonnais.com*, 1, janvier-février.

CRISPÍ-CLADERA R., GARCÍA CESTONA M.A. (1999), « Ownership and Control: A Spanish Survey », March, Working Paper N°23.99. <http://ssrn.com>

CUKIERMAN A. (1978), « The Horizontal Integration of the Banking Firm, Credit Rationing and Monetary Policy », *Review of Economic Studies*, vol. 45, n°2, pp. 165-178.

CUMMING D., SCHMIDT D., WALZ U. (2004), « Legality and Venture Governance Around The World », Working paper n°17.

CUMMING D.J., WALZ U. (2003), « The Impact of Legality on Private Equity Market : Evidence from the Asia-Pacific », Working paper, University of Alberta and Australia National University.

CUMMING D.J., WALZ U. (2004), Private Equity Returns and Disclosure Around the World, Working paper, Centre For Financial Studies, Frankfurt.

DATAR S., FRANKEL R., WOLFSON M. (2001), « Earn outs : The Effects of Adverse Selection and Agency Costs on Acquisition Techniques », *LLEO*, 1, pp. 201-238.

DEMIRGÜÇ-KUNT A., LEVINE R. (1999), « Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons », *World Bank Working Paper*, n°2143.

DEMIRGÜÇ-KUNT A., MAKSIMOVIC V. (1998), « Law, Finance and Firm Growth », *Journal of Finance*, 53, pp. 2107-2137.

DESHONS M., FREIXAS X. (1987), « Le rôle de la garantie dans les contrats de prêt bancaire », *Revue de l'Association Française de Finance*, Janvier, vol. 8, pp. 7-32.

E.V.C.A. (1991, ..., 2002), *Yearbook*, Van den Broele Graphic Group, Bruges.

E.V.C.A. (2002), *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, Zaventem.

EBER N. (2001), « La convergence financière en Europe », *Journées AFSE*, Orléans, mars.

EMONS W. (1988), « Warranties, Moral Hazard, and the Lemon Problem », *Journal of Economic Theory*, 1, pp. 16-33.

EMONS W. (1989a), « The Theory of Warranty Contracts », *Journal of Economic Surveys*, 1, pp. 43-57.

EMONS W. (1989b), « On the Limitation of Warranty Duration », *Journal of Industrial Economics*, 3, pp. 287-301.

FACCIO M., LANG L., (2000), « The Separation of Ownership and Control : An Ultimate Ownership in Western European Corporations », Working Paper Vanderbilt University - Owen Graduate School of Management and The Chinese University of Hong Kong – Finance.

FRANKS J., MAYER C. (1996), « Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure », *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 163-181.

FRANKS J., MAYER C. (1998), « The Ownership and Control of German Corporations », Manuscript, London Business School.

FREEMAN, R. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston.

FRIDERICHS H., PARANQUE B. (2001), « Structures of Corporate Finance in Germany and France" en collaboration avec Hans de la Deutsche Bundesbank », *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*", octobre.

GOMPERS P., LERNER J. (1999), « An Analysis of Compensation in the US Venture Capital Partnership », *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 3-44.

GORTON G., SCHMID F. (2000), « Class Struggle Inside the Firm : A study of German Codetermination», Centre for Financial Institutions, Working paper 00-36, Wharton School.

GREENWALD B.C., STIGLITZ J., WEISS A. (1984), « Informational Imperfections and Macroeconomic Fluctuations », *American Economic Review*.

GUIGOU J.-D. (1995), « Créanciers mixtes, liquidation et refinancement des entreprises : une analyse théorique », *Revue Economique*, 46(1), janvier 1995.

HACKETHAL A., SCHMIDT R.H. (2004), « Financing Patterns : Measurement Concepts and Empirical Results », Working Paper, n°125, Centre for financial studies, Université de Frankfurt.

HAUBRICH J. (1989), « Financial Intermediation : Delegated Monitoring and Long-Term Relationships », *Journal of Banking and Finance*, March, 13, pp.9-20.

HELLMAN T. (1998), « The Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts », *Rand Journal of Economics*, vol. 29, 1, Spring, pp. 57-76.

HELLMAN T.A., STIGLITZ J. (2000), « Credit and Equity Rationing in Markets with Adverse Selection », *European Economic Review*, 44, pp. 281-304.

KAPLAN S.N., MARTEL F., STRÖMBERG P. (2003), « How do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts? », *Mimeo* University of Chicago Graduate School of Business.

KAPLAN S.N., STRÖMBERG P. (2003), « Financial Contracting Theory Meets the Real World : an Empirical Analysis of Venture Capital Contracts », *Review of Economic Studies*, 70, pp. 281-315.

KOHERS N., ANG J. (2000), « Earnouts in Mergers : Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay », *Journal of Business*, 3, pp. 445-476.

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, April, 54, pp. 471-517.

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R. (1997), « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, 52, pp. 1131-1150.

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, 101, pp. 678-709.

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R. (2000), « Investor Protection and Corporate Governance », *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3-27.

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R. (2000), « Agency Problems and Corporate Valuation », *Journal of Finance*, 55, pp. 1-33.

LAFFONT J.-J., TIROLE J. (1988), « Repeated Auctions of Incentives Contracts, Investment, and Bidding Parity with an Application to Takeovers », *Rand Journal of Economics*, 4, pp. 516- 537.

LELAND H.E., PYLE D.H. (1977), « Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediaries », *Journal of Finance*, 2, may, pp. 371-387.

LEVINE R. (1997), « Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda », *Journal of Economic Literature*, 35, pp. 688-726.

LEVINE R. (1999), « Law, Finance and Economic Growth », *Journal of Financial Intermediation*, 8, pp. 8-35.

LEVINE R. (2002), « Bank-Based or Market-Based Financial Systems : Which Is Better ? », Working Paper n°442, Carlson Scholl of management, University of Minnesota, February.

MAAREK G., (1978), « Monnaie et inflation dans une économie d'endettement », *Revue d'économie politique*, n°1, février.

MANIGART S., De WAELE K., WRIGHT M., ROBBIE K., DESBRIÈRES P., SAPIENZA H., BEEKMAN A. (2000), « Venture Capital, Investment Appraisal and Accounting Information : a Comparative Study of the US, UK, France, Belgium and Holland », *European Financial Management*, 6, pp. 380-404.

MANIGART S., De WAELE K., WRIGHT M., ROBBIE K., DESBRIÈRES P., SAPIENZA H., BEEKMAN A. (2002), « The determinants of The Required Returns in Venture Capital Investments : a five-country study », *Journal of Business Venturing*, 17, 291-312.

MARX L., KROONEN J-F. (2001), « La transmission d'entreprises : une problématique plus que jamais d'actualité », AGEFI, septembre.

MAYER C. (1988), « New Issues in Corporate Finance », *European Economic Review*, 32, pp. 1167-1188.

MAYER C., SCHOORS K., YAFEH Y. (2002), « Sources of Funds and Investments Activities of Venture Capital Funds : Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK », Working Paper, University of Oxford, Université of Ghent and Hebrew University of Jerusalem.

MEZA D. (de), WEBB D.C. (1987), « Too Much Investment : a Problem of Asymmetric Information », *Quarterly Journal of Economics*, 102(2), 281-292.

MEZA D. (de), WEBB D.C. (1992), « Efficient Credit Rationing », *European Economic Review*.

MEZA D. (de), WEBB D.C. (2000), « Does Credit Rationing imply Under investment? », *Journal of Public Economics*.

NAKAMURA J-L. (1999), « La relation banque – entreprise », *Revue d'Économie Financière*, 54:39-58.

NOWAK E. (2001), « Recent Developments in German Capital Markets and Corporate Governance », *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, n°3, p. 35-48.

PAILLARD S., AMABLE B. (2002), « Intégration européenne et systèmes financiers : y a-t-il convergence vers le système anglo-saxon ? », in : NGO-MAÏ S., TORRE D., TOSI E. (eds.), *Intégration européenne et institutions économiques*, de Boeck.

RENVERSEZ F (dir). (1986), « Les systèmes financiers », *Les cahiers français*, 224, La Documentation française, Paris, janvier-février, 76 p.

RIVAUD-DANSET D. (1992), « La relation banque-entreprise : une approche comparée », *Revue d'économie financière*, n°16, Printemps, pp105-118.

RIVAUD-DANSET D., DUBOCAGE E., SALAIS R. (2001), « Comparison between the financial structure of SME versus large enterprises using the Bach Data Base », Economic Paper, European Commission, n°155, Juin.

ROE M.J. (1994), « Some Differences in Corporate Governance in Germany, Japan, and America »: in : *Institutional Investors and Corporate Governance*, edited by Baum, T., T. Bauxbaum, and Klaus J. Hope, De Gruyter, Berlin.

SAHLMAN, W.A. (1990), « The Structure and Governance of Venture Capital Organizations », *Journal of Financial Economics*, 2, pp. 473-521.

SCHMIDT R., TYRELL M. (1997), « Financial Systems, Corporate Finance and Corporate Governance », *European Financial Management*, 3, pp. 159-187.

SCHMIDT R.H. (2003), « Corporate governance in Germany : an Economic Perspective », *CFS Working Paper* n°2003/36.

SCHMIDT R.H., HACKETHAL A., TYRELL M. (1998), « Disintermediation and the Role of Banks in Europe : an International Comparison », *Journal of Financial Intermediation*, 8, p. 36-67.

- SCHMIDT R.H., HACKETHAL A., TYRELL M. (2002), « The Convergence of Financial Systems in Europe », *Schmalenbach Business Review*, Special Issue, 1, pp. 7-53.
- SCHMIDT R.H., TYRELL M. (1997), « Financial Systems, Corporate Finance and Corporate Governance », *European Financial Management*, 3, pp. 159-187.
- STIGLITZ J.E., WEISS A. (1981), « Credit Rationing In Markets With Imperfect Information », *American Economic Review*, 71, 3, pp. 349-410.
- STIGLITZ J.E., WEISS A. (1987), « Credit Rationing With Many Borrowers », *American Economic Review*, 77, pp. 228-231.
- THIRION B., DEMOLY E. (2003), « L'impact sur l'emploi des créations d'entreprises », *Insee Première*, 917, août.
- UEDA M. (2004), « Banks versus Venture Capital : Project Evaluation, Screening and Expropriation », *Journal of Finance*, 2, pp. 601-621.
- WILLIAMSON O.E. (1983), « Credible Commitments : Using Hostages to Support Exchange », *American Economic Review*, 4, pp 519-540.
- WILLIAMSON S.D., (1986), « Costly Monitoring, Financial Intermediation and Equilibrium Credit Rationing », *Journal of Monetary Economics*, 4, pp. 158-179.
- WILLIAMSON S.D., (1987), « Costly Monitoring, Loan Contracts and Equilibrium Credit Rationing », *Quarterly Journal of Economics*, 102, pp. 135-146.
- WOJCIK D. (2001), « Change in the German Model of Corporate Governance : Evidence from Block holdings, 1997-2001 », Working Paper, University of Oxford.

LISTE DES ANNEXES

Annexe 1 : les données E.V.C.A.

Annexe 2 : les données BACH

Annexe 3 : les ressemblances des petites entreprises de l'industrie manufacturière européenne

Annexe 4 : dix monographies sur l'acte de céder une entreprise

Annexe 5 : présentation de l'échantillon des opérations de transfert de la propriété

Annexe 6 : l'enquête - Capital-Investissement et transmission d'entreprises

Annexe 7 : présentation de l'échantillon

Annexe 1 : les données E.V.C.A.

La *European Venture Capital Association* (E.V.C.A.) représente, depuis 1983, les acteurs européens du capital investissement et contribue à la promotion de leurs actions auprès des investisseurs, des décideurs politiques et économiques. Chaque année, elle publie une analyse de l'industrie européenne du capital investissement à partir des résultats obtenus dans une enquête administrée auprès de tous les organismes de capital investissement ayant une activité en Europe. Cette enquête recense, en particulier, des informations sur :

- les fonds levés (montant, nombre, nature, allocation prévue par stades de développement et par secteurs),
- les investissements réalisés (montant, nombre, distribution effective par stades de développement et par secteur et syndication des opérations).

Ces informations sont collectées dans vingt-sept pays européens. Dans ce rapport, ne sont traitées que les informations qui concernent un échantillon de 12 pays européens les plus actifs dans le secteur du capital investissement et qui sont par ailleurs, hormis le cas britannique, renseignés dans la banque de donnée BACH.

Ces 12 pays sont : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Italie, les Pays-Bas, le Portugal, la Suède et le Royaume-Uni.

Annexe 2 : la base de données BACH

La Banque de Comptes Harmonisés, encore appelée base BACH (pour *Bank for the Account of Companies Harmonised*), a été créée en 1985 par la Commission Européenne au sein de la Direction Générale des Affaires Economiques et Financières (ECFIN).

Elle regroupe, après harmonisation, les données comptables de synthèse des entreprises collectées par les Centrales de Bilans dans chaque pays européen sauf la Grande-Bretagne. Les données disponibles dans BACH sont des échantillons représentatifs des données collectées par chaque centrale des bilans sauf pour la Belgique où toutes les données sont reprises (cf. tableau A2-1, ci-dessous). Elle fournit également des informations sur le Japon et les Etats-Unis. Elle produit ainsi des données comptables comparables sur les comptes annuels agrégés des entreprises non financières de l'Europe des 11 (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Italie, Pays-Bas, Portugal et Suède) et du Japon et des Etats-Unis.

Tableau A2-1 : La représentativité des échantillons utilisés
par BACH pour les pays européens

Pays	Nombre de firmes	Taux de couverture ⁶⁰
Allemagne	11046* (en 1992)	50.1%*
Autriche	2554* (en 1992)	54%*
Belgique	19238* (en 1993)	99,6%*
Danemark	3000*	NC
Espagne	7500** (depuis 1988)	
Finlande	1464 (en 1993)	86%*
France	26860* (en 1992)	63,8%*
Italie	19870 (en 1993)	54,6%*
Pays-Bas	9500**	75%**
Portugal	13133 (en 1994)	56%*
Suède	15900**	NC

* Industrie manufacturière ** Tous les secteurs

Source : Rivaud-Danset, Dubocage et Salais R (2001)

La période couverte par BACH débute en 1986. Cependant, ce n'est qu'à partir de 1990 que les séries sont suffisamment complètes. Le travail réalisé ici porte ainsi sur la période 1991-2001.

Les données disponibles dans BACH sont classées par secteur en suivant la classification NACE. La représentativité sectorielle étant supérieure dans l'industrie

⁶⁰ Le taux de couverture est la part de l'échantillon dans le chiffre d'affaires total du secteur.

manufacturière (Rivaud-Danset, Salais et Dubocage, 2001), nous concentrons notre analyse sur ce secteur en particulier.

Trois tailles d'entreprises sont disponibles dans la base. Les petites entreprises présentent un chiffre d'affaires inférieur à sept millions d'euros. Les moyennes entreprises ont un chiffre d'affaires compris entre sept et quarante millions d'euros et les grandes entreprises un chiffre d'affaires supérieur à quarante millions d'euros. Compte tenu de la concentration de l'activité des O.C.I. sur la population des P.M.E., les données BACH ont été considérées uniquement sur la catégorie des petites entreprises.

L'harmonisation des données impose un retraitement comptable selon un schéma unique défini pour chaque pays dans des tables de passage entre les comptes annuels nationaux et l'image financière BACH. Malgré cette harmonisation, la comparabilité n'est pas parfaite. Burkart (1999) a en effet noté l'existence de limites comptables fortes lorsque l'on s'engage dans des comparaisons internationales de ratios et de structures d'endettement. Cependant, comme le souligne Burkart (1999) et Eber (2001), BACH apparaît comme la source d'information la plus adaptée pour comparer les pays européens. « (...) BACH est la référence incontournable des études sur les comparaisons européennes de structures de financement » (Burkart, 1999, p. 34). La Direction Générale des Affaires Economique et Financière de la Commission Européenne a d'ailleurs conscience des limites induites par les différences comptables. Dans le guide d'utilisation de la base, l'usage des données en tendance, et jamais en données brutes, est ainsi recommandé. Le travail en taux de croissance permet en effet de comparer des évolutions entre pays travaillant sur la base de normes comptables qui restent différentes malgré l'harmonisation :

“Whereas trend comparisons do not procure large problems if one observes the limits linked to the definition of different accounting headings from one country to another, comparisons in terms of level are still difficult. If, nevertheless, a user wishes to draw up comparisons in terms of level, the results are his own responsibility up against the principles and the methodology described in the current guide” (EC, 2001).

Annexe 3 : les ressemblances des petites entreprises de l'industrie manufacturière européenne

Tableau A3-1. : l'évolution des actifs circulants des petites entreprises de l'industrie manufacturière

		11- Pays Europe Continentale	
Année		Thème 1 – Actifs circulants – D1 D2 D4	
1991	B I G D4-	F P D2+	S A
1992	B D1-	F S I G P	A D4- D2-
1993	B F S DK G D1+	I A P	SW D1+ D4+
1994	NL G S B DK P D4-	A F I D4+	SW D2- D1+
1995	NL P F G I D2+	DK SW D1-	S A B D2- D4+
1996	NL B S P SW DK D2+ D4+	FIN D1-	G I A F D2- D1+
1997	NL B S DK G FIN D4-	F I A P	SW D2- D1+
1998	NL B F S I A DK G P D1- D4- D2+	FIN	SW D2- D1+ D4+
1999	NL F P S I A DK SW D1+	B G D1- D4+	FIN D2+
2000	NL I D4+	B F S DK SW G D2+	P FIN D1+
2001	NL B FIN	F S P	I D4- D1+ D2+

Tableau A3-2. : l'évolution des actifs immobilisés des petites entreprises de l'industrie manufacturière

		11- Pays Europe Continentale	
Année		Thème 2 : Immobilisations C1 C2C3	
1991	B F I G P C3-	S C1+	A C2- C3+
1992	B S G	A C1+	F I P C2- C3+
1993	B F S I DK G P C1- C3+	SW C2-	A C3- C1+
1994	NL B F S I DK G C1- C2- C3-	SW C2+	A P C1+ C3+
1995	NL SW G C2-	B F S I A DK C2+	P C1- C3+
1996	NL B I DK C1-	F S A SW G P C1+	FIN C3+
1997	NL B F S I A G FIN C1- C2- C3+	DK P C3-	SW C1+ C2+
1998	NL B F S I DK FIN C1-	A G P	SW C3- C2+
1999	NL F S DK P C3- C2+	SW C2-	B I A G FIN C1- C3+
2000	NL DK P C3+	B F S I A SW G C1-	FIN C2+
2001	NL B F S A DK SW G P C1+ C2+	FIN	I C3-

Tableau A3-3. : l'évolution des fonds propres des petites entreprises de l'industrie manufacturière

		11- Pays Europe Continentale		
Année		Thème 3 : Fonds propres – J L		
		2 - Pays illustratifs : USA - Japon		
1991	B	F S I DK G P	A	
	J+	J-	L+	
1992	B F S I DK G	A	SW P	
	L-	L+	J-	
1993	B F I DK SW G	S P	A	
	J- L+	J+	L-	
1994	NL B F I DK G P	S A	SW	
	L- J+	J-	L+	
1995	NL F S I DK G	P	B A SW	
	L+ J+	J-	L-	
1996	NL F S I DK SW P	B A	FIN	
		L-	J- L+	
1997	NL F S A DK G B I P	FIN	SW	
		J- L-	J+ L+	
1998	NL B F I DK P	A G FIN	S SW	
	J-	L+	J+	
1999	NL B F I DK P	S SW FIN	A G	
	L- J+	J-	L+	
2000	NL I SW	B F S DK G FIN	P	
	L+	L-	J+	
2001	NL B F P FIN	S	I	
		J+	L-	

Tableau A3-4. : l'évolution de l'endettement des petites entreprises de l'industrie manufacturière

		11- Pays Europe Continentale	
Année		Thème 4 : Endettement DC DF I1 I2	
		2 - Pays illustratifs : USA - Japon	
1991	B F I A G P	S	SW
	I1- DF+	I1+	DF- DC-
1992	B F S I A G	P	SW
	DF+	I1-	DF- DC-
1993	B P	SW G	F S I A
	DF+	DC-	I1- DF-
1994	B F S I A G	P	SW
		I1+	DC+
1995	B F S G P	I A	SW
	I1-	DF+	DC-
1996	B F S I A G P	FIN	SW
	DC-	DC+	DF+
1997	B A G P	SW	F S I
	I1- DF+	DC+	DF- I1+
1998	NL B F S I A P	SW	G FIN
	DF+ I1+	DC+	DF- I1-
1999	B F S I A SW P	G	FIN
	I1-	DC-	I1+
2000	B F S SW G P	I	FIN
	DF+	DF-	DC+
2001	B F S P	FIN	I
	DC+	I1+	DC- DF-

Tableau A3-5. : la performance des petites entreprises de l'industrie manufacturière

	11- Pays Europe Continentale
Année	Thème 5 : Performances – 6 21 RE RA
	2 - Pays illustratifs : USA - Japon

	B	I P	F S A DK SW G
1991	6+	21- RA- RE-	6- 21+ RE+ RA+
	B F DK SW G	S A P	I
1992	RA+ RE+	6+	21+
	B F A DK SW	S G	I P
1993	21+ RA+ RE+	21-	RE- RA-
	NL B F A DK SW G	S	I P
1994	6+ RE+ RA+	6- 21+	RE- RA-
	NL B F S A SW G	I P	DK
1995	21- 6+	RE- RA-	
	NL F S A DK SW G FIN	B P	I
1996	RE+ RA+	6-	21-
	NL F S A DK SW G	B I P	FIN
1997	21- 6+	RE- RA- 21+	6-
	NL F S A SW	DK FIN	B I G P
1998		RE+ RA+	RE- RA- 6- 21+
	NL B F SW S A G P	I	DK FIN
1999		21-	RE+ RA+
	NL DK FIN	B F S SW G	I P
2000	RE+ RA+		21- RE- RA-
	NL F S FIN	B I	P
2001	RA+ RE+		21- 6+

Annexe 4 : Dix monographies sur l'acte de céder une entreprise

Dans cette annexe, nous présentons dix monographies illustrant des histoires de cessions d'entreprises⁶¹. Ces cessions ont, pour certaines, été réalisées, pour d'autres, elles sont en cours de préparation. Les individus qui retracent l'histoire de ces cessions sont, soit le cédant lorsque cela a été possible, soit le repreneur. Chaque cession est, bien sûr, un cas particulier mais les monographies sont représentatives de problématiques fréquemment rencontrées en matière de cession d'entreprises :

- La cession d'un fond de commerce réglementé (cas Jouve),
- La cession d'une entreprise familiale (cas Bateur, Sablière de Chappe ou Derou),
- La cession d'entreprise aux salariés avec intervention de capital-investisseurs (cas Auxitec) ou sous forme de SCOP (cas SAIRC),
- La cession complète à une personne morale (cas Mesnil) notamment dans le secteur des services financiers (cas Financière Opale),
- La difficulté de trouver le bon repreneur (cas TESI).

Les informations données dans cette annexe sont confidentielles.

⁶¹ Nous remercions tous les intermédiaires qui nous ont permis de rencontrer ces cédants, en particulier l'Union des Scops et les CCI de Caen et de Lisieux.

Cas n°1 : la pharmacie Jouve ou la cession d'un fonds de commerce réglementé

Nom de l'enquêteur : Sylvie Cieply

Nom de l'enquêté : Jouve

Prénom : Daniel

Adresse : place Gigante 43 250 Sainte-Florine

Nom de l'entreprise concernée : **Pharmacie Jouve**

Statut : fond de commerce réglementé

En cours de cession : cession prévue pour fin 2005

1.- Caractéristiques de l'entreprise à céder

La pharmacie, possédée actuellement par Monsieur Daniel Jouve, a été créée dans les années 1920 par Monsieur Choussy. Elle a été cédée en 1942 à Monsieur Louis Jouve, père de Daniel, pour un montant de 40000 FRF de l'époque. Cette pharmacie a été cédée à Monsieur Daniel Jouve en 1994, lors du départ en retraite de son père.

Cette pharmacie est située dans une petite ville de la Haute-Loire, Sainte-Florine, qui compte approximativement 3000 habitants. Cette ville est située au nord à 15 km d'Issoire et 50 km de Clermont-Ferrand et au sud à 15 km de Brioude et 75 km du Puy en Velay. Cette petite ville compte, depuis aussi loin que les souvenirs de Monsieur Jouve peuvent le porter, 2 pharmacies. Cette petite ville jouxte une autre petite ville du Puy de Dôme, Brassac-Les-Mines, qui compte également depuis fort longtemps 2 pharmacies. Enfin, dans le bassin d'emploi auquel la ville de Sainte-Florine appartient, que l'on nomme le bassin minier du fait de l'implantation passée des charbonnages de France, 13 pharmacies peuvent être dénombrées dans une zone présentant un diamètre d'une vingtaine de kilomètres. 5 ou 6 d'entre elles sont de création récente. Selon Daniel Jouve, cependant, la pression concurrentielle entre pharmacies n'a pas changé depuis qu'il exerce. Au contraire, cette présence suffisamment importante de pharmacies dans cette zone géographique permet de limiter les gardes à 2 gardes annuelles, ce qui rend les pharmacies à céder relativement attractives par rapport à d'autres zones beaucoup plus rurales et beaucoup moins dotées en pharmacies.

Le niveau de l'activité de la pharmacie Jouve est resté à peu près constant depuis une vingtaine d'années, comme en atteste le nombre stable de salariés qui varie selon les périodes de 1 à 3 employés.

Enfin, la population de cette zone géographique est plutôt vieillissante. Cette clientèle est ainsi plutôt captive et fidèle. Elle consomme, cependant, très peu de parapharmacie et, du fait des règles usuelles de remboursement des pathologies lourdes telles que les cancers, par exemple, elle est peu génératrice de marges.

2.- Histoire du dirigeant propriétaire

Monsieur Daniel Jouve est né en 1939. Il obtient son diplôme de docteur en pharmacie en 1965. Après son service militaire, il débute fin 1967 dans la pharmacie reprise par un ami et, fin 1968, devient salarié dans la pharmacie de son père.

Le choix de la filière pharmacie n'a pas été effectué avec l'ambition de reprendre la pharmacie familiale. Monsieur Jouve aurait préféré être chirurgien mais « la force des choses » (un baccalauréat obtenu en septembre et la mobilisation générale pour la Guerre d'Algérie) a précipité son choix pour « Pharma » qui prenait des inscriptions en septembre.

Monsieur Jouve a été salarié dans la pharmacie de son père de 1968 à 1994. En 1994, Monsieur Louis Jouve décide de prendre sa retraite. La pharmacie est cédée à Daniel Jouve avec le consentement de son frère, juriste, et de sa sœur, biologiste de formation.

3.- La cession

La cession est prévue pour fin 2005 au profit de l'assistante docteur en pharmacie de Monsieur Jouve. Cette personne est devenue l'assistante de Monsieur Jouve avec le projet de reprendre la pharmacie. C'est elle qui a démarché 3 années auparavant Monsieur Jouve alors qu'elle exerçait dans une ville voisine dans une autre pharmacie. Elle lui a alors fait part de son intention d'acheter une pharmacie dans cette zone géographique. Monsieur Jouve lui a ensuite proposé un contrat de travail pour préparer la cession et parce que son ancienne assistante avait quitté cet emploi.

En avril – mai 2004, l'assistante, futur repreneur de la pharmacie, a informé Monsieur Jouve qu'une pharmacie était à vendre dans la région et qu'elle allait se porter acquéreur si aucun engagement ferme et formel n'était passé entre elle et lui. Une promesse de vente est donc en cours d'établissement et devrait être signée dans les prochains mois avec cession effective et totale fin 2005.

Ce terme s'impose, en effet, pour que Monsieur Jouve puisse bénéficier de la retraite complémentaire contractée auprès de la caisse privée des pharmacies (délai minimum de cotisation de 10 ans). Ainsi, Monsieur Jouve, à l'âge de 65 ans, aura accumulé 37 années de versements dont plus de 25 au régime général des salariés.

Au total, la cession a été déclenchée par la « pression » exercée par le repreneur qui s'intéressait de longue date à la pharmacie de Monsieur Daniel Jouve et qui l'avait fait savoir à l'intéressé. Cette reprise aura été anticipée par Monsieur Jouve pendant 5 ans entre la présentation du projet du futur repreneur et la cession effective de l'affaire. La préparation de la cession (entre la signature de la promesse de vente et la cession effective) nécessite, selon Monsieur Jouve, 18 mois. La préparation de l'acte de cession va être réalisée avec le cabinet comptable qui gère les comptes de la pharmacie, à savoir la Fiduciaire de France. Les banques n'ont pas du tout participé à la préparation de la cession.

Le prix a été fixé en fonction des pratiques usuelles de la profession en matière d'évaluation. Il s'agit d'un pourcentage du chiffre d'affaires, qui va d'au moins 100 % dans les grandes villes à beaucoup moins en zone rurale. Dans la zone géographique concernée, le pourcentage de chiffre d'affaire est de 80% - 85%. L'année de chiffre d'affaires choisie par les co-contractants est l'année 2004. Le prix de vente est ainsi fixé à 450 000 € (3 millions de Francs). Monsieur Jouve pense que 2004 est plutôt une bonne année pour lui car, avec les réformes de la sécurité sociale et le vieillissement de la clientèle, les marges ont plutôt tendance à s'éroder et 2005 sera sûrement une moins bonne année que 2004.

La pharmacie est située dans l'ancienne maison d'habitation de Monsieur Louis Jouve. Le devenir de ces biens immobiliers doit être précisé. Ils pourront être, soit cédés au repreneur à un prix très inférieur au marché, soit faire l'objet d'une vente parallèle. Tout le capital sera alors cédé, bien qu'il soit classique en pharmacie de conserver 1 à 5 % des parts pendant un laps de temps.

Le repreneur va financer son acquisition en partie par crédit bancaire. Le paiement sera immédiat sans aucune clause particulière compte-tenu de la connaissance de la pharmacie par le repreneur, de l'absence de dette de la pharmacie et de la confiance qui unit les co-contractants.

La seule ombre qui pèse sur cette succession est un problème fiscal. Monsieur Louis Jouve avait décidé au moment de la donation de reporter le paiement de la plus-value. La pharmacie avait été acquise en 1942 pour 40 000 FRF. La plus-value sera donc taxée à 26 % au moment de la vente.

De manière globale, Monsieur Jouve pense que les cessions de pharmacies vont être plus difficiles à l'avenir. La pharmacie est, en effet, selon lui, une profession en perte de vitesse ; dans son cas, 20 % de chiffre d'affaires ont été perdus en une année. La raison est moins la concurrence, notamment sur certains produits des hypermarchés, que les réformes du système de santé. Il déplore, à ce propos, la prise de mesures tardives et le passage, il y a déjà

un certain nombre d'années, au tiers payant qui a accentué le gaspillage en matière d'usage de médicaments. Il déplore aussi que l'expérience ancienne du tiers payant, institué par les Charbonnages de France et qu'il a eu l'occasion de pratiquer de très longue date, n'a pas été prise en compte et analysée pour prévenir les dérives en matière de dépenses de santé du tiers payant. Enfin, il souligne le poids de la fiscalité qui peut décourager et dissuader la cession.

Cas n°2 : L'entreprise MESNIL : la cession totale à une personne morale

Nom de l'enquêteur : Anne-Laure Le Nadant

Nom du cédant : M. Mesnil

Adresse : 63 route de Caen, 14 480 Creully

Nom de l'entreprise concernée : **MESNIL**

Activité : courtage de vins et spiritueux

Statut juridique : SAS (depuis début 2004)

Cession réalisée : février 2004

1.- Caractéristiques de l'entreprise cédée

Le grand-père de M. Mesnil s'est installé en 1903 à Creully comme entrepositaire (épicerie fine). Puis, le père de M. Mesnil lui a succédé en 1945, juste après la guerre. M. Mesnil a repris l'affaire de son père, en 1962. A partir de 1970, il a transformé l'entreprise en agence commerciale pure et a abandonné l'activité « solide » en raison de la conjoncture économique et de l'apparition des grandes surfaces. Il s'est alors consacré uniquement au vin et au développement d'un portefeuille de clients constitué de maisons de notoriété nationale et internationale. L'entreprise Mesnil est toujours restée indépendante et n'a procédé à aucun rapprochement avec d'autres entreprises au cours de son histoire.

L'entreprise a connu des difficultés commerciales dans les années 1992 à 1994. M. Mesnil a alors fait appel à un gérant pour dynamiser les ventes (objectif de doublement du chiffre d'affaires). Ce fut une très bonne opération car l'entreprise a vu son chiffre d'affaires tripler en huit ans. Aujourd'hui, l'entreprise est toujours en croissance car elle continue à développer ses ventes et sa part de marché. Elle est, par ailleurs, très saine.

Compte tenu de la qualité des produits mis sur le marché, la clientèle de l'entreprise Mesnil est l'hôtellerie et la restauration de luxe (étoilés Michelin, par exemple) de Basse-Normandie (Calvados, Manche et Orne). Une cinquantaine de concurrents est sur le marché mais l'entreprise Mesnil fait partie des leaders en termes de part de marché.

L'entreprise compte 6 salariés (4 commerciaux, un livreur, une secrétaire).

M. et Mme Mesnil ont toujours été les seuls associés dans leur entreprise (51 % pour M. Mesnil et 49 % pour Mme Mesnil). L'entreprise avait des relations avec deux banques : la BNP et le Crédit Agricole. Elle possédait un petit compte au Crédit Agricole car cette banque

était cliente de l'entreprise Mesnil mais la relation bancaire principale était avec la BNP. Cette banque avait été, en 1962, la première à faire confiance à M. Mesnil au moment de la reprise de l'entreprise de son père. M. Mesnil est resté, jusqu'à la cession en 2004, fidèle à cette banque. Il qualifie sa relation avec la BNP de « très bonne ». C'est pourquoi, elle continue à être aujourd'hui le banquier de M. Mesnil pour la gestion de son patrimoine.

Dans la phase de préparation de la cession, M. Mesnil s'est d'abord adressé, au milieu de l'année 2002, à la CCI de Caen pour trouver un repreneur, ce qui lui a permis d'obtenir quatre contacts à qui les documents et dossiers de l'entreprise ont été confiés pour étude. Pour des raisons diverses, aucun de ces contacts n'a abouti au rachat. Finalement, c'est grâce au bouche à oreille qu'il a trouvé son repreneur. En effet, en discutant un jour avec un de ses clients de sa volonté de céder, celui-ci l'a informé qu'il connaissait un repreneur potentiel. Cette personne est devenue le repreneur en février 2004.

L'expert-comptable (expert fiscal FIDAL, Fiduciaire de France) a aidé à la reprise car c'est lui qui a négocié la cession, il a été chargé de mener à bien la transaction. La relation avec FIDAL était une relation de longue date, qualifiée par M. Mesnil de relation de confiance. Il n'a jamais changé de comptable et d'expert fiscal.

L'étude de l'entreprise a été faite par un ami de M. Mesnil, diplômé d'une grande école de commerce. Le document a été repris par FIDAL pour fixer le prix de l'entreprise.

2.- Histoire du dirigeant propriétaire

M. Mesnil a aujourd'hui presque 72 ans. Il a quitté l'école à 17 ans. Il a ensuite suivi des études commerciales et a étudié le métier du vin. Il a fait des stages dans des entreprises viticoles/viticoles. Il a été responsable d'un laboratoire d'analyse dans une grande société. Après avoir fait son service militaire (25 mois dans l'aéronavale), il est revenu chez ses parents pour s'occuper du secteur entrepôt de vins. Il a repris la petite affaire (très locale) de son père, en 1962. A la même époque, le frère de M. Mesnil a hérité d'une branche « appareils ménagers » qu'il a rapidement abandonnée.

3.- La cession

Le contrat de vente a été signé en février 2004, soit un an et demi après le premier contact avec la CCI de Caen. Aucun événement particulier n'a provoqué le désir de céder, il s'agissait uniquement d'une nécessité, compte tenu de l'âge du propriétaire, et non pas d'une lassitude. M. Mesnil avait commencé à déléguer la gestion de son entreprise depuis 1994 et il n'avait, en fait, plus qu'un rôle de surveillance depuis 10 ans. Toutefois, son gérant ne

souhaitait pas racheter l'entreprise car il était trop âgé (60 ans). Par ailleurs, aucun des six enfants de M. Mesnil ne souhaitait reprendre l'affaire. C'est pourquoi, M. Mesnil s'est tourné vers la CCI de Caen pour trouver un repreneur externe. Mais c'est finalement grâce au bouche à oreille que le repreneur a été identifié, par l'intermédiaire d'un client de l'entreprise. M. Mesnil avait, par ailleurs, fait appel à un ami pour l'étude et l'évaluation de son entreprise puis il a chargé FIDAL de négocier complètement la transaction. Les repreneurs ont immédiatement accepté le prix demandé. La signature a eu lieu chez un notaire.

Le repreneur (gérant) est Philippe Longuépée. Il est âgé d'une cinquantaine d'années et possède une expérience de commercial dans les vins et spiritueux. Il possède 65 % des parts du holding d'acquisition. Il a été accompagné dans la reprise par une société vinicole de la région de Nantes à hauteur de 35 % du capital du holding.

Aucune préparation des comptes n'a été effectuée en vue de la cession. Toutefois, M. Mesnil possédait en 2002 une créance sur son entreprise (compte courant d'associé) qu'il a remboursée préalablement à la cession. Par ailleurs, les repreneurs ont demandé, une semaine avant la cession, que le statut juridique de l'entreprise soit modifié pour des raisons fiscales. Elle est passée du statut de SARL à celui de SAS.

Le paiement du prix a été immédiat et M. Mesnil n'a pas souhaité conserver de parts au capital. Il a signé une clause de garantie conventionnelle et a versé une caution bancaire pour couvrir cette garantie. Les repreneurs ont partiellement financé la reprise par un emprunt bancaire.

M. Mesnil porte un jugement qualifié de « très bon » sur la cession de son entreprise. Il affirme qu'il a trouvé le repreneur idéal et que tout le processus de cession s'est passé de manière optimale. Aucun problème fiscal n'a été rencontré. En outre, la transmission n'a pas affecté la performance commerciale de l'entreprise puisque celle-ci a continué à développer ses ventes depuis février 2004.

Il pense, toutefois, que les opérations de transmission sont des projets complexes, tous différents, et qu'il n'est pas possible d'harmoniser les processus de transmission. Par conséquent, il est, selon lui, nécessaire de s'appuyer sur les experts (comptables, fiscaux, etc.) pour mener à bien les transactions. Il ne pense pas qu'il soit nécessaire de dispenser des formations à la transmission aux chefs d'entreprise car ceux-ci peuvent s'entourer des conseils des intermédiaires et leur faire confiance car ils connaissent bien leur métier. Il

reconnaît toutefois que les intermédiaires comme les CCI ont un rôle important à jouer pour la mise en relation entre cédants et repreneurs.

Cas n°3 : la cession de Financière Opale ou savoir saisir une opportunité de cession

Nom de l'enquêteur : Sylvie Cieply

Nom de l'enquêté : DAPSENS

Prénom : Philippe

Adresse : 50 bis rue Peyronet

92 200 Neuilly sur Seine

Nom de l'entreprise concernée : **ODB Equities / Financière Opale**

Cession réalisée en 2001

1.- Caractéristiques de l'entreprise cédée

En 1994, Axa crée la société de bourse *ODB Equities*. *ODB Equities* est spécialisée dans les produits actions et dérivés à destination d'une clientèle d'institutionnels. Cette société est reprise, en 1996, par la Banque d'Orsay, détenue à 100% par la *Westdeutsche Landesbank Girozentral*. Fin 1999, la société holding *Financière Opale* est créée : 75% de son capital est détenu par les associés et le personnel et 25% par la Banque d'Orsay. Pour financer cette acquisition, un montage avec effet de levier est mis en place. En 2000, la société holding absorbe *Yves Mahé et Associés*, un gérant de fortune haut de gamme. Elle crée *ODB Technologies* pour pénétrer le marché des opérations financières réalisées par le canal de l'Internet, alors en forte expansion, et *ODB Invest Conseil* pour réaliser de l'intermédiation classique sur la clientèle privée.

2.- le Cédant

Le cédant est diplômé de la Faculté de Sciences Economiques et de Gestion de l'Université de Caen et titulaire d'un DESS de Finance obtenu à l'Université Paris 9 Dauphine. Il a 45 ans au moment de la cession. Après des expériences significatives depuis 1987 dans le domaine des dérivés actions et taux, il crée, en 1994, une filiale spécialisée dans le domaine des dérivés actions pour le groupe Meeschaert Roussel (Axa), *ODB Equities*, qui devient leader sur le marché des dérivés actions.

3.- La cession

En 2001, Monsieur Dapsens et ses associés recherchent un actionnaire de référence pour faire face à la croissance du marché et pour rassurer les autorités de marché et les clients institutionnels.

Une solution semblait avoir été trouvée pour accroître l'assise financière de la société mais l'accord a tardé à se concrétiser. Dans ce contexte, *Dexia Banque Internationale du Luxembourg* (Dexia BIL), filiale spécialisée en activités de marché de DEXIA, fait part de son intérêt pour la *Financière Opale*. La société est alors valorisée par le repreneur potentiel à 16 fois le bénéfice (norme pour l'industrie financière à cette époque) de l'exercice 2000 qui fut un très bon exercice. Par ailleurs, l'acheteur propose de payer l'acquisition non pas en titres mais en numéraire. Bien que n'ayant pas au départ l'envie de céder l'entreprise, la nature de la proposition faite par *Dexia BIL* aux propriétaires de la *Financière Opale* les a conduit à accepter le *deal* qui a été signé en 2001.

Compte tenu de l'importance du *goodwill* cédé, l'accord de cession stipule un maintien dans la société des actionnaires cédants et leur sortie différée. 50% du capital est payé au 31 mai 2001, 26% au 26 septembre 2002 et enfin les 24% restants au 1^{er} janvier 2004. Les dirigeants restent dans l'équipe dirigeante tant qu'ils possèdent du capital. L'équipe de direction intègre par ailleurs un dirigeant issu de Dexia. A partir de septembre 2004, le cédant n'est plus dirigeant ; il reste cependant administrateur et conseiller de l'entreprise. Un complément de prix a été prévu au contrat mais n'a jamais été atteint, compte tenu de l'effondrement des marchés. Enfin, des clauses conventionnelles (garanties de passif) ont bien entendu été introduites dans le *deal*.

Cas n°4 : l'entreprise Auxitec ou la reprise d'entreprise par ses salariés dans le cadre de montages LBO avec intervention de capital-investisseurs

Noms des enquêteurs : Anne-Laure Le Nadant et Jean-Marc Moulin

Nom de l'enquêté : Claude Taillis

Adresse : Route du Hoc, 76086 Le Havre Cedex

Nom de l'entreprise concernée : AUXITEC

Statut : SA

Cession réalisée : 15/12/2003 (3^{ème} LBO)

1.- Caractéristiques de l'entreprise cédée

AUXITEC, société créée au Havre en 1964, est aujourd'hui un groupe indépendant de 900 employés - ingénieurs et techniciens - implanté dans 17 villes en France et au Luxembourg et intervenant dans trois principaux domaines de compétences : la maîtrise d'œuvre industrielle (74 % du chiffre d'affaires 2003), la maîtrise d'œuvre du bâtiment (16 %) et la maîtrise d'œuvre des systèmes informatiques (10 %). Son activité, dirigée à l'origine sur la maîtrise d'œuvre et l'ingénierie du raffinage s'est progressivement diversifiée et étendue à la pétrochimie, la chimie puis, par voie de créations et de filiations, à de nombreux secteurs comme l'industrie de l'automobile, du bâtiment, du génie civil, l'industrie agroalimentaire et aéronautique. Depuis sa création, AUXITEC a suivi une stratégie originale d'accompagnement et de proximité vis-à-vis de ses clients. Se démarquant des autres sociétés d'ingénierie qui centralisent leur activité et leurs effectifs, AUXITEC installe ses bureaux d'études au pied de leurs usines pour leur offrir un service adapté au marché local et à la taille de leurs projets. Ses coûts de production sont inférieurs à ceux de ses concurrents nationaux et ses moyens informatiques et humains lui permettent de surpasser techniquement les bureaux d'études locaux.

Le créateur de l'entreprise est M. Pimont, dessinateur autodidacte qui a souhaité se mettre à son compte. Il a pu créer son entreprise grâce à un gros donneur d'ordres (président de la Chambre de Commerce du Havre et de la Société Havraise des Pétroles). A ses débuts, la société comptait deux salariés et son activité était l'ingénierie pétrole et raffinage. En 1969, Claude Taillis, actuel P-DG est entré dans le groupe comme dessinateur industriel.

Depuis les années 1960, le groupe s'est développé par croissance externe (rachat de petites entreprises, souvent en difficulté) et interne (ouverture d'agences, 18 sites en 2004). La

croissance externe visait l'acquisition de sites nouveaux et/ou d'activités nouvelles. Depuis 1973, suite au premier choc pétrolier, une diversification dans tous les secteurs a ainsi été menée : chimie, pétrochimie, agro-alimentaire, pharmacie, aéronautique, nucléaire, mécanique, bâtiment, etc. En 1982, une section informatique, chargée de développer des logiciels, a été créée. Le groupe a ainsi vu sa taille augmenter de manière significative puisqu'il est passé d'un effectif de 150 salariés en 1975 à près de 1000 en 2004 (300 salariés en 1985, 600 salariés en 1995).

Le groupe continue aujourd'hui sa croissance car il est actuellement en cours de rachat d'une entreprise familiale en bonne santé, dont le dirigeant-proprétaire partira bientôt à la retraite. L'identification de cette cible s'est faite grâce aux actionnaires financiers du groupe. Les autres moyens pour la recherche de cibles sont la presse spécialisée et les offres qu'elle propose, les emails envoyés par des vendeurs de sociétés à Claude Taillis ou encore les banquiers.

AUXITEC est une entreprise nationale car plus de 99 % de son chiffre d'affaires est réalisé en France. Il propose à ses clients des études pour la fabrication de produits dans tous les secteurs d'activité. Le groupe ne compte pas de designers parmi ses salariés et ne réalise donc pas d'études pour la conception de produits. Compte tenu de son activité, 70 % de ses coûts sont des salaires. Le groupe est un acteur de taille moyenne sur son marché, il est positionné sur des affaires allant de 200 euros à 3 millions d'euros. Les acteurs majeurs sur le marché sont des groupes internationaux comme Technip, Forster Willer et Ingerop. AUXITEC n'est toutefois pas vraiment en concurrence avec eux car les affaires nationales ne les intéressent pas, sauf lorsqu'ils ont une baisse d'activité sur les marchés internationaux. L'une des tendances sur le marché de l'ingénierie est de sous-traiter de plus en plus dans des pays à bas coûts (pays de l'Est, Maroc, Inde, etc.) la partie sans valeur ajoutée des études (études de détail). Les grands groupes internationaux le font beaucoup et AUXITEC envisage de suivre le mouvement en délocalisant une partie des études réalisées.

La rentabilité économique du groupe a toujours été satisfaisante dans la mesure où il a toujours été bénéficiaire. En 2003, le résultat d'exploitation a été de 2,7 millions d'euros pour un chiffre d'affaires consolidé de 58 millions d'euros. Les bons résultats s'expliquent par un système de gestion du groupe efficace et un développement continu de l'activité. Pour 2004, les prévisions de croissance sont identiques, mais la rentabilité devrait encore s'améliorer, suite aux restructurations menées en 2003 au sein du Groupe. En particulier, une société d'informatique qui avait été reprise en 2000 et qui a fait perdre beaucoup d'argent au groupe a

été cédée à la fin de l'année 2003. Dans le même temps, la branche informatique a été restructurée et est passée de 120 salariés à 40 seulement. Les autres salariés ont alors rejoint le pôle AUXITEC Industrie.

Les actionnaires actuels sont 150 salariés et dirigeants (dont le P-DG, Claude Taillis), à hauteur de 60 % de détention du holding de contrôle, tandis que les 40 % restants sont détenus par des capital-investisseurs (IPO, 33 % et Cinindev, 7%). Sur les 150 salariés actionnaires, dix d'entre eux détiennent un tiers des parts.

Selon Claude Taillis, les relations avec les capital-investisseurs présentent plutôt des avantages. En effet, ceux-ci sont, au départ, très exigeants concernant le business plan à 5-6 ans qui leur est présenté avant leur entrée au capital mais, au cours de la vie du montage, ils sont très peu présents dans la vie de l'entreprise car ils n'ont pas d'administrateur. Ils participent une fois par an à l'assemblée générale et sont informés des résultats de l'entreprise par un reporting mensuel (réalisé à n+40 jours). Le système de gestion et de reporting du groupe a ainsi dû être amélioré à partir de 1994, date du 1^{er} LBO.

Les relations bancaires du groupe sont caractérisées par la priorité donnée par l'actuel P-DG à « l'ancrage local ». La Société Générale du Havre, qui était historiquement un bon partenaire du groupe, a joué le rôle de tête de file pour les trois LBO successifs. Cette banque dispose de compétences locales pour participer aux montages LBO, les interlocuteurs de Claude Taillis sont donc locaux, ce qui pour lui est très important. Natexis est également un partenaire de longue date du groupe mais elle n'a pas souhaité participer aux différents LBO. On notera qu'aucune banque mutualiste ne fait partie des banquiers seniors car elles ont décliné l'offre d'être tête de file sur le 3^{ème} LBO. Le Crédit Agricole et la Caisse d'Epargne de Cherbourg font toutefois partie des banquiers du groupe car ce sont les banques de certaines entreprises ayant été récemment rachetées par AUXITEC. Le Crédit Lyonnais n'a pas participé au 3^{ème} LBO car le groupe Enfin, pour la gestion de son patrimoine, Claude Taillis a recours principalement aux services de la Société Générale. Il a aussi ouvert des comptes au CIN et à la BNP, deux banquiers seniors du montage LBO afin de pouvoir bénéficier de conditions avantageuses pour ses prêts personnels.

Le groupe travaille actuellement avec deux cabinets d'experts-comptables, l'un au Havre et l'autre à Paris (partenaire historique du groupe). Il y a deux ans, un cabinet, qui avait été apporté par l'un des capital-investisseurs et dont le mandat arrivait à expiration, n'a pas été renouvelé. Il a été remplacé par un cabinet du Havre. Les relations avec les experts-

comptables sont qualifiées de « bonnes » et « transparentes » par le P-DG d'AUXITEC, même si les procédures de contrôle sont lourdes pour le groupe. En particulier, il signale que les due diligences menées par les auditeurs mandatés par les capital-investisseurs ont été difficiles pour la vie de l'entreprise. Préalablement au 3^{ème} LBO, les auditeurs ont passé trois mois chez AUXITEC, ce qui a entravé quelque peu la vie normale de l'entreprise car ils sont très exigeants et pointilleux.

Le groupe possède son propre service juridique (une personne à temps plein) pour traiter les affaires sociales et commerciales. Différents avocats (dont un ancien salarié du groupe) représentent le groupe dans les affaires de contentieux. Pour les affaires liées à la structure du groupe, et en particulier pour les LBO, AUXITEC fait appel à un cabinet d'avocats parisien (partenaire historique).

2.- Histoire du dirigeant propriétaire

Claude Taillis a 57 ans. Il est entré dans le groupe AUXITEC en 1969 comme dessinateur, avec une formation de niveau Bac+2 (BTS Bureau d'études). Il a, par la suite, sur l'initiative de son prédécesseur, M. Pimont, complété sa formation initiale par une formation technique au CNAM et une formation en management. En 2000, il a également suivi une formation sur les méthodes de valorisation des entreprises.

Son évolution au sein du groupe s'est faite suite à différentes propositions formulées par M. Pimont. Il a ainsi pris la responsabilité de différentes agences régionales et gravi les différents échelons de sa profession. En 1977, il a été nommé directeur-adjoint de l'établissement de Rouen qui venait d'ouvrir. A partir d'août 1989, il a occupé son 1^{er} poste en tant que directeur d'un centre de profit. A partir de 1995, il est devenu directeur régional et a participé au rachat et au développement de plusieurs sociétés autour de Rouen. En mai 1996, il a été chargé par M. Pimont de le seconder afin d'organiser sa transmission car celui-ci avait de graves problèmes de santé. M. Pimont avait choisi trois personnes pour lui succéder. Claude Taillis a ainsi été désigné en 1997, lors du 2^{ème} LBO, président du groupe AUXITEC, avec deux adjoints (M. Michel et un autre associé parti à la retraite en octobre 2003).

Selon sa propre analyse, Claude Taillis est devenu dirigeant d'AUXITEC car il s'est totalement investi dans son entreprise depuis 1969. Il a toujours eu une réelle volonté de prendre des responsabilités et d'évoluer au sein du groupe.

3.- Les cessions

Le premier LBO/ RES a été réalisé en 1994. Deux types d'actionnaires ont participé au montage de reprise : les salariés (20 %) et cinq investisseurs institutionnels (Barclays, Schroders, 3i, Epicéa, un autre : 80 %). Il s'agissait alors d'une cession d'entreprise familiale car la famille Carrédet détenait 85 % des parts avant 1994, le reste étant détenu par deux actionnaires personnes physiques. Ces deux actionnaires ont souhaité reprendre la société AUXITEC. Ils ont apporté leurs parts à une société civile (Société des Dirigeants, Cadres et Employés du Groupe AUXITEC, SDCEGA) et ont été accompagnés par 70 salariés pour détenir 20 % du holding d'acquisition (Financière AUXITEC SA, dont le seul objet est financier). Les banques ayant apporté la dette senior ont été la Société Générale et le Crédit Lyonnais.

Trois ans plus tard, le 23 décembre 1997, l'un des actionnaires financiers (la tête de file) a voulu céder sa participation. Tous les actionnaires ont alors vendu leurs participations et un nouveau LBO a été monté (LBO secondaire). L'un des dirigeants-actionnaires, arrivé à l'âge de la retraite, a profité de cette sortie pour céder toutes ses parts et quitter la société. Les actionnaires salariés ont, dans le 2ème montage, pris 46 % des parts dans le holding. L'un des capital-investisseurs du 1er LBO (3i) a à nouveau pris une participation de 40 % et un nouvel actionnaire financier, IPO, est entré au capital à hauteur de 14 %. Ce sont la Société Générale, le Crédit Lyonnais et la Worms qui ont initialement apporté la dette senior. Mais la Worms s'étant, en cours de vie du montage, retirée du site du Havre, elle a été remplacée par la BNP.

En décembre 2003, 3i, qui détenait 40 %, a voulu sortir. A nouveau, tous les actionnaires ont vendu leurs participations et un troisième montage a été réalisé (LBO tertiaire). Un actionnaire, comme 3i par exemple, ayant investi 1 € dans le premier LBO en 1994, a pu alors sortir avec 7 € en 2003. Les actionnaires salariés, jusque là minoritaires, ont pris 60 % des parts via une société civile, Hoc Participations, dont le seul objet est le portage de titres. IPO est revenu au capital du holding financier à hauteur de 33 % et Régions Expansion est entré à hauteur de 7 % (investissement des financiers de 4,3 millions d'euros) en avril 2004. On peut faire remarquer que les deux capital-investisseurs appartiennent maintenant au même groupe car IPO a été racheté par le CIC. Ils se sont donc vendus en interne des participations. La dette senior a été apportée à 50 % par la Société Générale, 25 % par BNP Paribas et 25 % par le CIN.

La méthode d'évaluation retenue a été celle des multiples. La valorisation de 16,5 millions d'euros (valeur d'entreprise) représentait un peu plus de 6 fois l'EBIT 2003. Le multiple de 6 a été fixé par IPO (acquéreur) à partir de comparaisons avec des sociétés cotées exerçant la même activité. Les multiples dans le secteur d'activité d'AUXITEC sont de l'ordre de 5 à 6 fois l'EBIT. On peut faire remarquer que les actionnaires salariés n'avaient pas intérêt à ce que la valorisation soit trop importante dans la mesure où ils souhaitaient, pour la plupart d'entre eux, racheter des parts dans le 3ème LBO.

Le paiement du prix a été immédiat. Aucune clause de garantie d'actif-passif n'a été signée car IPO connaissait bien l'entreprise, en tant qu'actionnaire depuis 6 ans.

Dans le montage financier, les actionnaires ont apporté des fonds propres (5,725 M€) et des obligations convertibles (OC) rémunérées à hauteur de 4,5 % plus une prime de non conversion de 2,5 % (2 millions d'euros dont 0,5 sont convertibles en actions à émettre en fonction du business plan à 5 ans). Si le business plan est respecté chaque année alors un cinquième des OC (100 000 €) devient chaque année non convertible. Autrement dit, l'option de conversion attachée à l'obligation ordinaire est perdue pour les investisseurs financiers dès lors que les prévisions du business plan sont atteintes. Les 500 000 € d'OC ne sont pas suffisantes pour que les capital-investisseurs puissent prendre le contrôle du groupe : si le business plan n'est pas respecté, ils ne peuvent pas devenir majoritaires en droits de vote.

La dette senior, d'un montant de 3,4 millions d'euros, est rémunérée à un taux variable EURIBOR + 1,80 %. Une couverture de taux a été réalisée.

La société Financière Auxitec a également émis 23 850 BSA (donnant droit à des actions déjà émises et détenues par les capital-investisseurs) réservés à 9 personnes. Chaque année, une tranche de BSA sera exercée par les bénéficiaires, qui pourront ainsi voir leur participation au capital augmenter, au fur et à mesure de la bonne réalisation du business plan.

Les salariés, lors du 3ème LBO, ont créé une société civile (donc transparente) dans laquelle 150 salariés sont actionnaires, le noyau dur de 10 personnes détenant un tiers de la société. Dans cette société, ce sont, en principe, les remontées de dividendes (contractuelles, statutaires) qui permettent de racheter les parts des salariés qui souhaitent sortir du capital (départs en retraite, démissions, etc.). Lorsque l'année N, l'entreprise ne peut pas distribuer de dividendes, faute de trésorerie suffisante, il est prévu statutairement que le montant de dividendes de l'année N+1 + 50 % des dividendes de l'année N soient distribués à la fin de

l'année N+1 (clause de report des dividendes cumulatifs). Les salariés actionnaires doivent chaque année déclarer fiscalement leurs dividendes et payer des impôts sur ce revenu alors même qu'ils n'en ont pas perçu le montant.

Préalablement au 3ème LBO, des réaménagements et cessions d'actifs ont eu lieu (fusion de deux sociétés du groupe avec la disparition de la société Auxitec Développement, cession d'une société technologique en difficulté, abandon de créances, etc.). Cette préparation s'est faite sur les conseils des commissaires aux comptes.

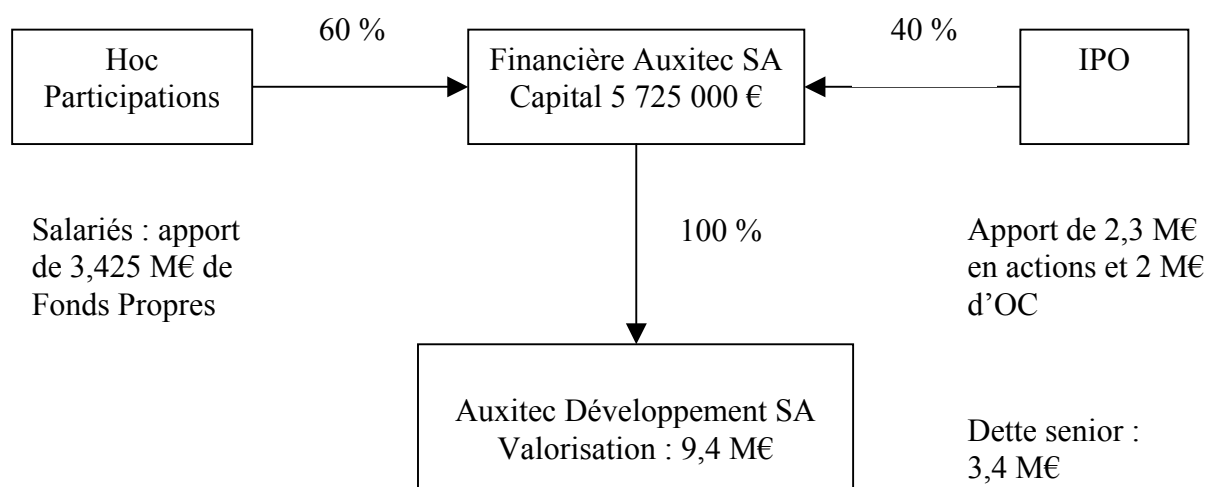
Des restructurations dans le management du groupe ont également eu lieu, à l'occasion du 3ème LBO. Avant décembre 2003, le comité de direction comptait 4 personnes (Messieurs Michel, Taillis, Bernier et une 4ème personne qui est partie à la retraite). En prévision du départ à la retraite de Claude Taillis en 2008-2009, 6 directeurs généraux font désormais partie du comité de direction qui compte maintenant 9 membres. Ce changement vise à préparer et organiser la succession des 3 P-DG à moyen terme. Les actionnaires financiers ont un horizon d'investissement de 5-6 ans et ils souhaiteront probablement sortir vers 2008-2009. A ce moment-là, Claude Taillis, qui a prévu de se retirer de la direction à moyen terme, sortira également du capital du groupe par la cession de ses parts sociales au niveau de la société civile. Les statuts de la société civile prévoient que ses actionnaires soient obligatoirement salariés du groupe. Par conséquent, Claude Taillis ne pourra pas conserver de parts lorsqu'il quittera la société. Toutefois, il pourrait envisager de faire une donation en pleine propriété de ses titres à son fils, salarié du groupe.

Claude Taillis envisage trois sorties possibles en 2008 : 1) un quadruple LBO, 2) un rachat de l'intégralité du capital par les salariés, 3) une cession industrielle. La sortie en Bourse ne semble pas possible car les niveaux de rentabilité offerts par AUXITEC (taux de marge nette de l'ordre de 3 %) sont vraisemblablement insuffisants pour satisfaire les marchés financiers et rendre le titre attractif. Par ailleurs, une transmission familiale n'est pas envisagée car le fils de Claude Taillis, salarié du groupe basé à Rouen, ne souhaite pas évoluer vers des fonctions de direction.

Le groupe n'a jamais rencontré de problèmes fiscaux car il est bien conseillé par un fiscaliste. D'une manière générale, l'aide d'experts de confiance (avocat et banquier en particulier) paraît indispensable à Claude Taillis pour mener à bien une opération de ce type. La cession d'entreprise nécessite un retrait de la vie courante des affaires pour se consacrer entièrement à la transaction. Claude Taillis n'a pas rencontré de freins particuliers à la

transmission car son groupe était sain. Il pense toutefois que le fait que les actionnaires financiers ne connaissent pas le métier peut être un inconvénient, même s'ils restent peu présents dans la vie de l'entreprise.

Figure – Montage du 3^{ème} LBO



Cas n° 5 : Cas S.A.I.R.C. ou la reprise d'une entreprise par ses salariés dans le cadre d'une SCOP

Noms des enquêteurs : Sylvie Cieply et Anne-Laure Le Nadant

Nom de l'enquêté : FIODIERE

Prénom : Marcel

Statut : Directeur Général

Adresse : Z.A. rue Auguste Ruffault 14540 Soliers

Nom de l'entreprise concernée : **S.A.I.R.C.**

Statut : SCOP (Société Coopérative de Production)

Cession réalisée : 14 mai 2003

1.- Caractéristiques de l'entreprise cédée

La Société S.A.I.R.C a été créée en 1974 à Caen par M. Meuriot. Son activité consiste à fabriquer et affûter des outils coupants. Plus précisément, l'entreprise réalise 4 activités. Le négoce représente 5 % du chiffre d'affaires, la production d'outils standards 10 %, la production d'outils semi-standards ou spécifiques 30 % et l'affûtage 55 %. La concurrence est jugée forte pour le négoce, les produits standards et l'affûtage, et plutôt faible pour la fabrication d'outils spécifiques ou semi-standards. Elle compte 2500 clients localisés principalement dans le nord ouest de la France, dans les secteurs de l'industrie, de la métallurgie ou de la filière bois. Cette entreprise travaille aussi bien pour des artisans que des multinationales, dans des secteurs très variés, puisqu'elle compte des clients aussi bien dans l'automobile que l'aéronautique, l'espace ou l'armement.

Au dernier exercice, cette entreprise réalisait 4 millions d'euros de chiffres d'affaires. L'entreprise a démarré son activité en 1974 avec 4 ou 5 salariés pour atteindre 68 salariés en 2003 et 55 à l'heure actuelle. Enfin, l'entreprise travaille avec un cabinet d'expertise comptable, qui joue également le rôle de conseil.

2.- Histoire du dirigeant propriétaire

M. Meuriot a créé l'entreprise en 1974. Il était, au préalable, salarié chez un affûteur qui a déposé le bilan. Il a alors jugé opportun de recréer cette activité.

3.- La cession

La cession a été réalisée le 14 mai 2003. Elle était préparée par M. Meuriot depuis 2001 en vue de son départ à la retraite. Deux projets de reprise ont été initiés : un projet de rachat par un cadre interne, soutenu par deux entreprises locales et les banques, et un projet de reprise en SCOP par quelques salariés.

C'est le projet de SCOP qui a été retenu par le cédant car le prix proposé était plus élevé. Le rachat n'a toutefois pas porté sur l'ensemble de l'entreprise car une antenne nantaise n'a pas été reprise. La seule banque ayant soutenu le projet de reprise en SCOP est le Crédit Coopératif. Seuls 41 salariés sur les 55 de l'entreprise ont choisi de participer à la reprise. Toutefois, tout nouveau salarié de la SCOP doit, pour être recruté, devenir sociétaire. Le cédant, M. Meuriot, a cédé toutes ses parts en une fois, il est cependant resté associé à la direction de l'entreprise pendant une année, le temps de passer le relais au nouveau directeur général, M. Fiodière. Le cédant et le nouveau directeur général continuent d'ailleurs à se rencontrer lorsque des problèmes liés aux activités passées apparaissent ponctuellement. Une clause de garantie de passif a été signée lors de la cession.

L'évaluation de l'entreprise a été faite par un expert du mouvement coopératif. Plusieurs méthodes ont été retenues (6 ou 7) pour fixer le prix proposé (de l'ordre de 820 000 €). Le paiement du prix a été immédiat et en espèces. Le financement de la reprise a été effectué grâce à des apports en capital d'un montant total de 330 000 € : 202 000 € apportés par 41 salariés, 28 000 € par des associés extérieurs (trois petites entreprises avec lesquelles la société a des accords de partenariat) et 100 000 € par une SPOT (Société de Portage du mouvement coopératif). Les salariés ont financé leurs apports sur leur épargne et grâce à des prêts personnels accordés par le Crédit Coopératif, remboursés à raison de 3% sur le salaire et 3% sur la participation sur 3 ans. Des quasi-fonds propres ont également été apportés par la SOCODEN (Société Coopérative d'Entraide financée par des cotisations qui alimentent les fonds) à hauteur de 120 000 € de prêts participatifs et par l'IDES (Institut de Développement de l'Economie Sociale) à hauteur de 100 000 € de titres participatifs. Enfin, 270 000 € de prêts moyen-long terme ont été contractés auprès du Crédit Coopératif.

Le directeur général, M. Fiodière, a été recruté au moment de la reprise en SCOP pour ses compétences de dirigeant. Il était, au préalable, salarié permanent du mouvement des coopératives de production et il avait réalisé l'audit stratégique (technologique et technique) de l'entreprise. Il a trouvé, au moment de la reprise, soutien, conseils et expertises au sein du

mouvement coopératif et de l'Union Régionale des coopératives. L'expert-comptable de l'entreprise a été conservé après la cession car il était compétent et connaissait bien l'entreprise. En revanche, le commissaire aux comptes a été changé. Ce sont, en fait, les relations avec les banques (dont la BNP), qui travaillaient pourtant avec l'entreprise depuis 25 ans, qui ont été les plus conflictuelles au moment et suite à la cession. Le projet concurrent de reprise par des entreprises locales, et qui n'a pas abouti, était soutenu par les banquiers historiques, ce qui a conduit à une interruption des relations suite à la reprise en SCOP. De plus, le factor (BNP Factor) a également été changé car, suite à la reprise, il a exigé une augmentation de la retenue de garantie de 3 % à 10 %. L'entreprise s'est alors tournée vers Factorem, factor du Groupe des Banques Populaires dont fait maintenant partie le Crédit Coopératif.

Le nouveau directeur général a cherché, depuis la reprise, à prolonger les modes de gestion du cédant. L'organisation de l'entreprise n'a donc pas été modifiée après la cession, le nouveau directeur général ayant, dans un premier temps, cherché à connaître l'entreprise et ses hommes avant de proposer des modifications. Les clients de la société n'ont pas été affectés par le départ du cédant, les commerciaux étant restés les mêmes suite à la transmission. Des changements de comportement de la part des sociétaires commencent à être remarqués par le directeur général. Le fonctionnement général de l'entreprise a été expliqué aux salariés et ceux qui ont été élus administrateurs suivent actuellement une formation plus approfondie auprès de l'Union Régionale des SCOP (analyse financière, gestion des ressources humaines, etc.). Les sociétaires commencent à s'intéresser de près à la gestion de leur entreprise et à ses résultats. Ils sont également plus exigeants en termes d'évolution de leurs salaires. Selon M. Fiodière, aucune diminution de la performance de l'entreprise depuis la reprise ne peut être attribuée à la cession en elle-même. La baisse de performance économique de la société est due à une conjoncture économique très difficile.

Le cédant n'a pas rencontré de problèmes fiscaux particuliers au moment de la cession car il avait prévu le paiement des frais de transmission et optimisé leur montant.

Selon M. Fiodière, le système des SCOP est très peu connu alors même qu'il représente des valeurs « éthiques » et une solution de transmission des entreprises. Dans le mouvement coopératif, il y a une notion de démarche solidaire, différente de celle de l'entrepreneur individuel, qui est encore peu enseignée à l'Université mais qui mérite d'être développée car, « dans une économie, nous sommes tous interdépendants ».

Cas n° 6 : Le cas BATTEUR ou la préparation d'une transmission familiale avec stratégie d'optimisation fiscale

Nom des enquêteurs : Sylvie Cieply et Jean-Marc Moulin

Nom de l'enquêté : BATTEUR

Prénom : Laurent

Statut : futur cédant

Adresse : Avenue du général de Gaulle

14200 Hérouville Saint Clair cedex

Nom de l'entreprise concernée : **GROUPE BATTEUR**

Statut : Préparation de la cession au profit des enfants

1.- Caractéristiques de l'entreprise à céder

Monsieur Jacques Batteur, père de l'actuel dirigeant – propriétaire, a racheté en 1958 les *Laboratoires Gilbert*, qui avaient été créés en 1904. Monsieur Laurent Batteur (fils de Jacques) rejoint l'entreprise en tant que salarié. De formation commerciale, avec un goût particulier pour la grande distribution, il entreprend de dynamiser la société et d'accroître le taux d'utilisation de ses équipements. Il prend en charge, au début de son activité dans l'entreprise, successivement, les postes de directeur des ventes puis de directeur commercial avant d'accéder à la direction générale. Sous l'impulsion de Laurent Batteur, la société se diversifie. Monsieur Laurent Batteur rachète la société de son père en 1988. Il emprunte pour payer le rachat de leurs parts à ses 6 frères et sœurs.

Actuellement, le *Groupe Batteur* s'organise autour de trois métiers⁶² :

- Le métier historique, la pharmacie, est développé à partir des sociétés *Laboratoires Gilbert*, *Sabiluc*, *Hygèna International* et la *Savonnerie Pharmaceutique*. Les *Laboratoires Gilbert* sont ainsi devenus un acteur majeur du marché des produits officinaux avec des produits tels que la *Feuille de Saule*, un emplâtre keratolique, ou encore *Pharmadose*, leader du marché des trousse de secours.

⁶² Pour plus d'informations sur les activités du Groupe Batteur, le lecteur peut consulter le site Internet du groupe.

- En 1962, le Groupe Bateur crée Algotherm, un laboratoire en cosmétique marine qui développe une ligne de produits de soins du visage et du corps. Le centre de thalassothérapie de Deauville appartient au groupe.
- Le département façonnage propose à d'autres laboratoires pharmaceutiques ou sociétés cosmétiques des opportunités de fabrications et de conditionnements à façon, notamment sous forme d'unidoses.

Le Groupe Bateur a développé ses marchés en France et à l'international comme en atteste la création de filiales en Chine (Groupe Bateur Hong Kong), au Benelux (Groupe Bateur Belgique), aux Etats-Unis (Groupe Bateur USA) et en Italie (Groupe Bateur Italie).

Parallèlement au développement de sa gamme et à l'extension des débouchés, le chiffre d'affaires et les effectifs salariés ont augmenté. Le chiffre d'affaire du groupe s'élevait ainsi, en 2002, à plus de 90 millions d'euros et le nombre de salariés avoisinait alors les 550.

Malgré cette expansion, le Groupe Bateur est resté une entreprise familiale. En effet, 99 % du capital du Groupe est détenu par la famille.

2.- La préparation de la cession

Monsieur Laurent Bateur prépare sa retraite et la transmission de son entreprise. Cette cession est prévue dans 7 ans, lorsqu'il aura atteint l'âge de 62 ans. Il a parfaitement conscience de la nécessité de préparer sa retraite du fait même de l'histoire de son entreprise et de la préparation de la cession de la firme par son père en 1988. La fratrie à laquelle appartient Laurent Bateur était, en effet, nombreuse et la cession a été préparée de longue date. Monsieur Bateur est sollicité par des repreneurs issus du milieu pharmaceutique et, depuis 10 ans, par des investisseurs financiers. La cession devrait être, cependant, familiale puisque ses 3 enfants font déjà partie de l'équipe dirigeante et ont déjà, pour certains, pris en charge certains départements du Groupe.

La répartition des fonctions parmi les 3 enfants se fait par affinités pour les métiers. La transmission du patrimoine devra, au final, passer par le versement de soultes pour réaliser l'équilibre de la succession entre les enfants. Aucune participation croisée n'est envisagée et l'équilibre pourra être atteint *via* le patrimoine immobilier.

La première étape de la préparation de la transmission a été la séparation de l'immobilier de l'exploitation. La Foncière Bateur est ainsi propriétaire du parc immobilier de l'entreprise et cette société a d'ores et déjà fait l'objet d'une donation aux enfants *via* un démembrement

de la propriété. Parallèlement, Laurent Batteur s'est bâti un patrimoine immobilier personnel, qui devrait porter ses fruits, dans 8 ans, au moment de son départ en retraite.

La deuxième étape, qui débute, consiste à organiser la sortie progressive du capital du père, de manière à réduire la pression fiscale. Parallèlement, Monsieur Laurent Batteur délègue ses fonctions aux nouveaux directeurs ; il « se force » à rester en retrait. L'optimisation fiscale de la transmission est recherchée par Laurent Batteur qui craint l'importance de la pression fiscale sur ses enfants, compte tenu de la valorisation importante de la société (une fois et demi son chiffre d'affaires). Monsieur Batteur envisage éventuellement, en dernière instance, une ouverture du capital en bourse, au cas où les enfants ne pourraient pas régler les frais de succession. Cependant, la recherche de l'optimisation fiscale, accompagnée par les conseillers souvent issus de l'entourage proche de M. Batteur, devrait permettre d'éviter le recours à cette solution.

Cas n°7 : Cas DEROU ou créer pour reprendre

Nom des enquêteurs: Sylvie Cieply et Ludovic Moisson

Nom de l'enquêté : Frédéric MADELINE

Adresse : 204 rue des chênes 50 Villedieu les Poêles

Statut : Gendre du futur cédant

Nom de l'entreprise concernée : **DEROU S.A.R.L.**

Statut : S.A.R.L.

Cession à venir d'ici 2 ans

1.- Caractéristiques de l'entreprise à céder

La Société DEROU S.A.R.L. a été créée au début des années 90 dans la Manche, à Villedieu Les Poêles par Monsieur Derou. Son activité principale est l'exploitation forestière. Elle possède 3 camions de livraison pour cette activité principale et réalise, de façon plus accessoire, du transport public, puisqu'elle assure des livraisons de fuel. Le marché de cette entreprise est essentiellement régional. Le marché est plutôt stable avec une concurrence d'intensité plutôt moyenne. L'importance du coût de transport dans ce domaine limite la concurrence de pays à bas coût de main d'œuvre. Le chiffre d'affaires est assez stable autour de 1,4 million d'euros (9 à 10 MF). L'entreprise a actuellement 5 salariés. Le capital est possédé à 100 % par le dirigeant et sa famille. L'entreprise est très peu endettée. Elle est conseillée par un gros cabinet d'expertise comptable.

2.- Histoire du dirigeant propriétaire

Mr Derou a actuellement 60 ans. Il a toujours travaillé dans le bois et a un seul enfant, une fille mariée avec l'enquêté, Monsieur Frédéric Madeline, qui vient de créer une entreprise dans le négoce du bois : la société Granville Bois.

3.- La préparation de la cession et les options possibles

La cession du capital est prévue d'ici 2 ans. Mr Derou a cependant d'ores et déjà pris sa retraite. La gérance de la société est prise en charge, depuis octobre 2004, par Mr Madeline. Mr Derou reste cependant salarié pour une activité inférieure au plafond imposé par la sécurité sociale pour le travail des retraités. Mr Derou désire céder son entreprise à ses enfants. Une donation est pour l'instant la seule piste véritablement envisagée. Cependant, il

conçoit que sa fille et son gendre puissent ne pas avoir envie de reprendre l'entreprise familiale alors une vente par appartement serait envisageable.

Mr Madeline étudie les solutions reposant sur un montage avec effet de levier via un holding : il s'agirait alors d'un rachat de l'entreprise par Mr Madeline grâce au cash dégagé par l'activité de négoce de sa société, Granville Bois, et à la capacité d'endettement de cette société et de DEROU S.A.R.L. du fait d'une structure financière très saine.

Le principal frein à la transmission apparaît clairement, dans ce cas, être un manque d'information collectée par le cédant et les repreneurs sur les modalités possibles pour une transmission familiale.

Cas °8 : Le cas Sablière de Chappes : un cas classique de transmission familiale

Nom de l'enquêteur : Sylvie Cieply

Nom de l'enquêté : DE SUZA

Prénom : Thierry

Statut : repreneur et petit-fils du cédant Monsieur BERTRAND décédé en 2002

Adresse : ZI les bonnes 43 Lempdes sur Alagnon

Nom de l'entreprise concernée : **La Sablière de Chappes**

Statut : SARL

Cession réalisée : cession en 2003

1.- Caractéristiques de l'entreprise cédée:

Les domaines d'activités stratégiques de l'entreprise :

L'entreprise cédée, *La Sablière de Chappes*, a été créée en 1973 par Monsieur BERTRAND. Sur l'ensemble de son histoire, on peut distinguer trois domaines d'activités développés par cette entreprise.

1- Cette société a, tout d'abord, été spécialisée dans *l'extraction d'alluvions* issus de l'ancien lit de l'Allier. L'alluvion constituait, en effet, une matière première de très haute qualité qui entraînait dans la fabrication du béton, domaine d'activité stratégique historique de la famille BERTRAND. Le développement de nouvelles normes en matière d'écologie a conduit la société à abandonner l'exploitation des alluvionnaires en 1999, 4 ou 5 ans avant que la réglementation ne l'impose. Les conditions réglementaires qui encadraient cette activité (nécessité de posséder une caution bancaire, entre autres) la rendaient trop coûteuse. Les emplois liés à cette activité ont alors été réaffectés dans la seconde activité de la société, la production de traverses. La société a profité de ce recentrage stratégique pour organiser le passage aux 35 heures, dans le cadre d'une action défensive en matière d'emplois. Cette entreprise a ainsi été la 3^{ème} entreprise de la Haute-Loire à passer aux 35 heures.

2- L'activité « fabrication de traverses en béton » a débuté dans les années 70, lorsque la S.N.C.F. s'est lancée dans un programme de remplacement des traverses de bois. Ces dernières étaient moins solides que les traverses en béton, plus rares et donc plus coûteuses et, bien entendu, à l'époque considérées comme « non écologiquement correctes » puisque leur construction nécessitait l'abattage d'arbres. Des relations étroites avec la S.N.C.F. avaient été

initiées par Monsieur BERTRAND dès la fin de la seconde guerre mondiale, dans le cadre d'une autre société, Veuve BERTRAND, localisée à Brioude (Haute-loire) qui réalisait la préfabrication de moulages immédiats pour la S.N.C.F. A partir de 1973, la S.N.C.F. commande des traverses bi-blocs, qui présentent de nombreux avantages ; en particulier, elles sont moins lourdes, moins coûteuses, plus rapidement construites et plus résistantes aux intempéries. Pour cette activité, l'entreprise possède les brevets sur les machines et les moules. Les ateliers de la société Veuve BERTRAND étant cependant trop petits pour faire face à la nouvelle demande de la S.N.C.F. et trop éloignés d'une gare d'expédition, cette activité a été transférée dans l'entreprise La Sablière de Chappes, dans des locaux situés à Lempdes sur Alagnon, qui possède un embranchement ferroviaire directement dans l'usine. A la fin des années 80, la S.N.C.F. exerce une forte pression pour que la Sablière soit en mesure d'augmenter sa production. Une seconde usine très moderne, baptisée au sein de l'entreprise sous le nom « l'usine de l'an 2000 », a ainsi été construite sur le même site. Elle permet de construire en grande quantité des traverses, ce qui permet de diminuer le coût unitaire pour la S.N.C.F.

Cette activité est le cœur de l'activité de la société puisqu'elle représente approximativement 80 % du chiffre d'affaires de la société, qui s'élevait pour le dernier exercice à 2 millions d'euros. Elle est très liée au programme de la S.N.C.F., qui est quasiment la seule dans le monde à exploiter la technologie des traverses bi-bloc. Le marché mondial est, en effet, globalement monobloc et la S.N.C.F., qui est détenteur du brevet sur la conception des traverses, n'a pas su vendre cette technologie à l'étranger. Les concurrents principaux de cette société sont les grandes entreprises des travaux publics, Vivendi, Saint Gobain et Spie, qui produisent également des traverses monobloc mais qui sont moins compétitives sur le bi-bloc. L'entreprise est détentrice du label d'assurance qualité ferroviaire, ce qui lui permet de proposer également ses produits à d'autres utilisateurs de bi-blocs comme le Métro parisien et les entreprises Alstom et Siemens, qui recherchent des entreprises respectant les normes ferroviaires françaises.

Ce marché a subi de plein fouet la restructuration de la S.N.C.F., qui a réduit ses commandes. A la fin des années 80, au moment de la modernisation de l'entreprise, la S.N.C.F. promettait un triplement de ses achats de traverses à la *Sablière* d'ici 2010. Avec les économies engagées, ce plan ne s'est pas réalisé. Au contraire, le taux de remplacement des traverses a chuté. Cependant, comme le prix unitaire des traverses diminue avec le volume des achats, le chiffre d'affaires a peu varié. Cette modification de la politique d'achat de

traverses de la S.N.C.F. pose cependant le problème de l'occupation des hommes dans l'entreprise. Les contrats à durée déterminée et les emplois intérimaires ont été réduits et le passage aux 35 heures a été adopté avant l'heure dans le cadre d'une stratégie de défense des emplois dans la société. Au total, après avoir atteint un pic de 47 salariés, l'effectif de la société s'est stabilisé autour de 34 salariés.

3- La troisième activité développée par l'entreprise correspond à un ensemble d'ouvrages assez divers qui utilisent les machines et les moules existants. On distingue, en particulier, la production des supports barrières de chantiers (8 à 10 % du chiffre d'affaires annuel), la fabrication d'auges à cochons et de bordures de jardin ou encore la fourniture de matériaux aux maçons.

Santé financière et perspectives de développement

La santé financière de l'entreprise est bonne. L'entreprise bénéficie de la meilleure cotation Banque de France. Les ratios de solvabilité et de rentabilité financière sont, en effet, très satisfaisants. L'EBE / Chiffre d'affaire est stable autour des 20 % après avoir atteint plus de 30 % au début des années 90. L'entreprise bénéficie de très bonnes conditions de paiement avec la S.N.C.F., malgré la récente révision des conditions, notamment en matière de délai de paiement moins favorable pour l'entreprise. Elle bénéficie également de mesures de protection contre les variations des prix des matières premières, notamment de l'acier, grâce à l'existence d'une clause d'indexation des prix.

Les perspectives de développement de l'entreprise sont l'augmentation des commandes de la S.N.C.F., qui, si elle veut développer son activité fret, notamment dans le cadre du développement du ferroutage, doit changer plus de 80 % des traverses sur le territoire français. L'entreprise développe également son activité auprès de la R.A.T.P. et des sociétés qui gèrent les lignes de tramways. L'entreprise a également prospecté à l'étranger. Son activité reste cependant limitée par l'usage de traverses monobloc. Le marché africain est cependant sous observation puisque, dans cette zone géographique, un sous-équipement est patent et aucun choix technologique irréversible. Enfin, l'entreprise fait régulièrement l'objet de proposition de rachat par des entreprises de la filière moins performantes dans le domaine du bi-bloc.

2.- Histoire du dirigeant propriétaire

Le créateur de la société *La Sablière de Chappes*, est Monsieur BERTRAND, né en 1912 dans une famille qui travaille traditionnellement dans le secteur du béton et des travaux

publics dans la région de Tans, une localité proche du Puy en Velay en Haute-Loire. Le grand-père de Monsieur BERTRAND produisait déjà de la fonte pour application sur le marché des travaux publics. Le besoin pour la production de béton de granulats pousse l'entreprise à s'installer à proximité de l'Allier. La société Veuve BERTRAND est donc installée à Brioude. L'exploitation d'alluvions puis la production de traverses poussent Monsieur BERTRAND à créer la Sablière en 1973. Il abandonne à sa fille unique Madame DE SUZA la direction de Veuve BERTRAND entre 1976 et 1978. Il prend la direction de la Sablière de Chappes dont il assure le développement grâce, en particulier, à ses relations très étroites avec la S.N.C.F.

Monsieur BERTRAND a une fille unique déjà gérante de la société Veuve BERTRAND et deux petits enfants dont il espère l'implication dans la société. Le plus âgé, Thierry, a été diplômé Sup de Co en 1996. Il entre dans la société en CDD avec comme mission l'assurance qualité qui devenait incontournable pour pouvoir continuer à être un fournisseur de référence de la S.N.C.F. Il se forme parallèlement aux métiers du béton dans une école parisienne. Sa formation et son goût pour la gestion des ressources humaines l'ont amené à prendre en main le dossier du passage aux 35 heures dans le cadre d'une stratégie défensive. A partir de 1998, Monsieur DE SUZA prend part avec Monsieur BERTRAND aux négociations commerciales. Il a, par ailleurs, la signature pour faire face à tout engagement ou opportunité. Face à la dégradation de l'état de santé de Monsieur BERTRAND, l'assemblée générale extraordinaire nomme au poste de gérant Monsieur Thierry DE SUZA. Après le décès de Monsieur BERTRAND en 2003, les parts sont revenues à sa fille unique, la mère du gérant, Madame DE SUZA.

Cette cession a donc été préparée progressivement aussi bien en termes de transmission de la gestion que de la transmission du patrimoine. En effet, Monsieur Thierry DE SUZA a été, dès 1996, activement associé à la gestion de l'entreprise. Par ailleurs, une donation de 100 000 francs avait permis aux petits-enfants d'être actionnaires de la société et membre de son conseil d'administration. Enfin, le paiement des droits de succession avait été anticipé grâce au provisionnement du compte courant d'associés d'autant plus facile que, avec la réduction de l'activité S.N.C.F. et la livraison de l'usine de l'an 2000, l'entreprise avait arrêté d'investir depuis la fin des années 90. Le cash dégagé par l'entreprise a pu être placé avec l'objectif de couvrir les coûts fiscaux de la transmission du patrimoine professionnel de Monsieur BERTRAND à sa fille.

Monsieur DE SUZA a demandé l'aide de « tempes argentées » pour asseoir sa crédibilité en temps que gérant. Pour les aspects patrimoniaux, les conseils ont été apportés exclusivement par le notaire.

La transmission a donc été largement préparée dans le cas de la Sablière de Chappes. Monsieur DE SUZA tient cependant à souligner l'importance des tracasseries administratives qui rendent l'épisode de la reprise d'autant plus dure à vivre qu'elle accompagne le deuil d'un être cher. Monsieur DE SUZA regrette l'absence d'un accompagnement plus important pour les petites entreprises dans ce domaine.

Cas n°9 : Le cas ICAM ou la déception après la transmission

Nom de l'enquêteur : Ludovic Moisson

Nom de l'enquêté : LANE

Prénom : Michel

Adresse : "La Fagère" 27 300 SAINT AUBIN LE VERTUEUX

Nom de l'entreprise concernée : ICAM (Industrie des Colles et Adhésifs Modernes)

Statut : SA puis SAS

Cession réalisée : 28 mars 2004

1.- Caractéristiques de l'entreprise cédée

ICAM (Industrie des Colles et Adhésifs Modernes) est une société spécialisée dans les rubans adhésifs. Elle s'articule autour de 3 branches principales :

- l'industrie,
- le matériel commercial,
- l'outillage.

Sa spécificité réside dans la confidentialité de ses clients. En effet, ses principaux clients sont dans des secteurs très protégés comme, en particulier, :

- la défense nationale,
- l'aérospatial,
- la marine,
- l'industrie automobile.

En 1994, date à laquelle Monsieur Michel LANE achète la société ICAM, elle fait partie du groupe 3M spécialisée notamment dans les adhésifs.

A l'époque, cette société est implantée dans le Nord de Paris à Cergy-Pontoise et emploie 22 personnes. ICAM est une société qui évolue sur un marché prospère mais qui rencontre de réelles difficultés financières. En effet, à la date de rachat, elle affiche un niveau d'endettement très élevé de 9,64 millions de francs. Cette structure financière entraîne la société dans une spirale déficitaire dont le risque est le dépôt bilan.

Devant cette situation, les dirigeants du groupe 3M proposent, sous un certain nombre de conditions, de vendre la société ICAM à Monsieur LANE. Monsieur LANE accepte mais impose une renégociation de la dette à 5,8 millions de francs. La nouvelle structure de la dette est désormais de 5 millions sur 3 ans et 0,8 million remboursable sur 4 ans avec un « plan

d'aide certifié au développement » de 3 millions. Le plan n'aboutira pas. Plus tard, Monsieur LANE renégociera la dette de 0,4 million de francs.

La situation géographique sur Paris ne s'imposait pas. En effet, un bureau commercial sur Paris est suffisant. Dans ces conditions, et dans un souci de réduction des coûts, Monsieur LANE, décide en 1995, de délocaliser la production sur Lisieux et de garder une activité commerciale sur Paris.

Bien évidemment s'est posé un certain nombre de problèmes :

- le choix géographique de l'implantation,
- le transfert des salariés,
- l'approche de la clientèle.

Le choix géographique s'est porté sur Lisieux, puisque Lisieux se trouve à mi-chemin entre Paris et le grand Ouest. Ainsi la société ICAM se place au "centre" de ses principaux clients et fournisseurs.

Le transfert des salariés s'est relativement bien passé, puisque certains (administratifs et production) sont venus vivre à Lisieux, d'autres (les commerciaux) sont restés à Paris et, enfin, il y a eu quelques départs volontaires.

L'approche de la clientèle n'a pas été affectée par cette délocalisation puisqu'un bureau est resté à Cergy-Pontoise. De cette façon, l'ensemble des commandes et facturations provenait de Paris.

Dans un premier temps, l'objectif de la société ICAM était de maintenir ses clients et fournisseurs tout en assurant le service de la dette.

Par la suite, quelques ajustements sont venus améliorer la gestion de la société. A titre d'exemple, nous pouvons citer la restructuration de ses fournisseurs. Le groupe 3M représentait 98 % des fournisseurs de la société ICAM. Le niveau de dépendance était beaucoup trop élevé. Quelques années plus tard, le groupe 3M ne représentait "plus que" 56 %.

A la date de cession de la société ICAM, les résultats étaient très satisfaisants. Le résultat net comptable était positif de façon récurrente, le niveau de dette à moyen et long terme a été réduit à zéro et la société affichait les normes ISO, GIFAS et QUALIFAS.

La société ICAM, à travers Monsieur Michel LANE, est un bel exemple de restructuration réussie en matière économique, financière et humaine.

2.- Histoire du dirigeant propriétaire

Monsieur Michel LANE, repreneur de la société ICAM en 1994 et cédant en 2004, est de formation comptable (avec des études préliminaires à l'expertise).

De retour d'Algérie, il découvre le secteur industriel de la colle à travers le groupe 3 M.

Durant 11 ans, il travaillera dans la société 3M comme vendeur (1 an et ½) puis dans le service marketing. En 1971, lorsqu'il quitte la société, il est Directeur commercial France.

Par la suite, il va créer une société qui sera, en 1988, rachetée par la société Guilbert. Monsieur LANE restera 6 ans, jusqu'en 1994, dans cette société comme Directeur commercial.

En 1994, le groupe 3M le contacte pour lui présenter la société ICAM.

3.- La cession

La cession a été réalisée le 28 mars 2004. Elle était préparée depuis octobre 2003. Cela faisait 2 ans que Monsieur LANE prospectait en "secret".

Aucun événement particulier n'a provoqué le désir de céder ; c'était dans la suite logique des choses puisque Monsieur LANE avait 65 ans. Il n'y a pas vraiment eu d'événement déclencheur. Monsieur LANE souhaitait simplement qu'un certain nombre des conditions soient réunies pour céder la société ICAM :

- Un prix raisonnable,
- Un souci de pérennité des repreneurs,
- Garder l'ensemble du personnel,
- Paiement immédiat.

La recherche du repreneur fut délicate puisque certains clients évoluaient dans le domaine du "secret défense". De plus, le groupe 3M devait "valider" le repreneur potentiel. Monsieur LANE a également contacté un cabinet parisien, mais les résultats n'étaient pas concluants.

Le repreneur a finalement été une personne physique qui avait une expérience du secteur de l'adhésif et des colles.

Le prix a été fixé avec l'aide de l'expert comptable et de l'avocat de la société. Aucun réaménagement de bilan n'a été réalisé. Une des conditions de la vente était le paiement immédiat. Monsieur LANE est alors sorti du capital de la société et il a quitté la direction de l'entreprise. Le financement de la reprise s'est fait à 100 % par endettement (2 banques).

Une clause de garantie conventionnelle a été signée. Une garantie de passif a été prise sur 3 ans avec un compte bloqué de 38 000 €. A cela s'est ajoutée une clause d'earn out sur le niveau de marge/rentabilité.

Bien évidemment, avant et après la cession, Monsieur LANE a anticipé l'incidence fiscale.

Monsieur LANE porte un jugement très sévère sur la cession de son entreprise. En effet, aucun des "souhais" n'a été respecté :

- La société a été délocalisée,
- Tous les salariés ont été licenciés,
- Certaines erreurs (respect des normes) risquent d'entraîner la perte de clients importants,
- Les résultats intermédiaires chutent de façon inquiétante.

En conclusion, nous pouvons dire que Monsieur LANE est très contrarié de voir la mémoire de son entreprise disparaître avec le "départ" de tous les salariés. Dans ces conditions il ne néglige pas l'éventualité de reprendre l'entreprise ...

Cas n°10 : Le cas TESI ou la difficile identification du « bon » repreneur

Nom de l'enquêteur : Sylvie Cieply

Nom de l'enquêté : BOYARD

Prénom : Roland

Adresse : Les Bients 61 240 Marmouilles

Nom de l'entreprise concernée : **TESI** (Technologie Etude Sécurité Innovation)

Statut : SAS

Cession en cours

1.- Caractéristiques de l'entreprise à céder

L'entreprise *TESI* a été créée en 1991. Cette société compte, en octobre 2004, 5 salariés. Elle est spécialisée dans le domaine de l'ingénierie en serrurerie industrielle. Elle réalise, en effet, des prestations de conseils à des professionnels qui rencontrent des problèmes de sécurité et fournit, ce faisant, des solutions sur mesure pour résoudre les problèmes de sécurité qui se posent à ses clients. Dans cette activité, l'entreprise a su fournir des solutions de qualité qui lui ont permis d'avoir une clientèle non seulement locale et nationale mais également quelques clients situés hors des frontières de l'hexagone. Dans le cadre de son activité, elle réalise, par ailleurs, des opérations d'achat et revente de marchandises nécessaires pour mettre en place les solutions proposées. Malgré ces succès, l'entreprise souffre, depuis quelques années, de la concurrence de grandes enseignes qui pratiquent une politique de prix bas grâce à la décentralisation de leur production.

L'entreprise est dirigée par Monsieur Boyard, ingénieur des Arts et Métiers et âgé de 56 ans. Monsieur Boyard a auparavant participé à la direction d'une filiale de Black et Decker. Ces dernières années, le chiffre d'affaires de la société a oscillé entre 300 000 et 700 000 euros. Le chiffre d'affaires de 300 000 euros a été réalisé sur le dernier exercice et s'explique, d'une part, par la moindre agressivité de l'entreprise du fait de la volonté de céder du dirigeant et, d'autre part, du fait de la forte pression des concurrents. Depuis deux ans, compte tenu des paramètres du marché, Monsieur Boyard a développé une activité complémentaire dans le cadre d'une activité d'achat - vente de coffres forts qui, selon Mr Boyard, présente une bonne rentabilité. Cette entreprise enregistre par ailleurs une trésorerie très significative, plus de 400 000 euros.

2.- La préparation de la cession

La cession est envisagée par Monsieur Boyard depuis 18 mois. Le motif de la cession est la préparation de la retraite et la lassitude du dirigeant « de se battre contre des moulins à vent » tant la concentration dans ce secteur et les délocalisations pèsent sur le marché. Monsieur Boyard s'est tourné pour obtenir de l'aide principalement auprès de la Chambre de Commerce et d'Industrie. Plusieurs repreneurs lui ont été présentés. Au moment de l'interview, aucun ne présentait cependant la volonté d'implication et la disponibilité nécessaire à la bonne gestion de l'affaire. Le problème est en effet moins la capacité du repreneur à payer le prix demandé que la volonté du cédant de trouver un repreneur capable de pérenniser l'affaire. Par ailleurs, aucun salarié de la société n'a exprimé le désir de reprendre la société.

Les principaux freins à la transmission apparaissent être, selon Mr Boyard, la grande difficulté de communiquer sur une activité qui paraît compliquée pour les non initiés et la difficulté de vendre une affaire dont le chiffre d'affaires est en régression. On observe ici un paradoxe de la cession – reprise. Monsieur Boyard souligne, en effet, que la régression du chiffre d'affaires est, pour une part significative, liée à la démarche de transmission du cédant qui pensait pouvoir céder plus facilement l'affaire en raison de sa plus faible valorisation puisque le chiffre d'affaires baissait. Loin d'inciter les entrepreneurs à reprendre la société ainsi plutôt sous-évaluée, cette situation semble plutôt dissuader les « bons » repreneurs. Enfin, Mr Boyard n'exclut pas la mise en liquidation de son entreprise, si aucune solution viable de reprise n'est rapidement identifiée.

Annexe 5 : présentation de l'échantillon des opérations de transfert de la propriété

1.- Tris-à-plat sur variables qualitatives

Dans les tableaux qui suivent, on retrouve, outre l'effectif, le pourcentage d'O.T.P. pour chacune des modalités des variables dans l'échantillon total (% par rapport au total) et la proportion d'O.T.P. pour chacune des modalités des variables dans l'échantillon des O.T.P. pour lesquelles l'information est disponible (% par rapport aux exprimés).

Target country

	Effectif	% / Total	% / Expr.
France	3 495	16,52	16,52
Germany	3 424	16,18	16,18
Italy	2 232	10,55	10,55
Spain	1 655	7,82	7,82
United Kingdom	10 349	48,92	48,92
Total	21 155	100,00	100,00

Target Zephus Classification

	Effectif	% / Total	% / Expr.
Agriculture	68	0,32	0,32
Banking, Insurance	1 925	9,10	9,10
Biotechnology, Pharma.	444	2,10	2,10
Chemicals, Petroleum	780	3,69	3,69
Communications	745	3,52	3,52
Computer, IT	3 358	15,87	15,87
Construction	343	1,62	1,62
Food & Tobacco Manufacturing	787	3,72	3,72
Hotels and Restaurants	552	2,61	2,61
Industrial Electric	1 849	8,74	8,74
Leather Stone Clay	277	1,31	1,31
Metals & Metal	580	2,74	2,74
Mining & Extraction	254	1,20	1,20
Miscellaneous Manufacturing	148	0,70	0,70
Personal Leisure	2 924	13,82	13,82
Printing & Publishing	525	2,48	2,48
Property Services	432	2,04	2,04
Public Administration	374	1,77	1,77
Retailing	884	4,18	4,18
Wholesaling	1 045	4,94	4,94
Textiles & Clothing	347	1,64	1,64
Transport Manufacturing	438	2,07	2,07
Transport Freight	819	3,87	3,87
Wood	389	1,84	1,84
Utilities	430	2,03	2,03
Unknown	440	2,08	2,08
Total	21 156	100,00	100,00

Target quoted/unquoted

	Effectif	% / Total	% / Expr.
Quoted	6 888	32,56	32,56
Unquoted	14 268	67,44	67,44
Total	21 155	100,00	100,00

Deal type

	Effectif	% / Total	% / Expr.
Acquisition	10 286	48,62	48,62
Minority	3 986	18,84	18,84
MBO	243	1,15	1,15
IPO	1 046	4,94	4,94
IBO	469	2,22	2,22
MBI	883	4,17	4,17
Merger-Demerger	4 243	20,06	20,06
Total	21 155	100,00	100,00

Deal sub-types

	Effectif	% / Total	% / Expr.
Capital Pool	1	0,00	0,03
Contested bid	19	0,09	0,66
Deferred payment	91	0,43	3,12
Demerger	20	0,10	0,70
Exit	990	4,68	33,85
Exit - new stake	7	0,03	0,22
Hostile bid	8	0,04	0,27
Leveraged build-up	126	0,60	4,32
PIPES	28	0,13	0,96
Partial exit	115	0,54	3,93
Privatisation	125	0,59	4,27
Public takeover	1 152	5,44	39,36
Recommended bid	168	0,79	5,74
Reverse take-over	65	0,31	2,23
Start up	4	0,02	0,14
Unsolicited bid	6	0,03	0,21
Total	2 926	13,83	100,00

Deal financing

	Effectif	% / Total	% / Expr.
Capital increase	647	19,07	54,21
Corporate venturing	20	0,10	0,27
Development capital	850	4,02	11,43
Mezzanine	45	0,21	0,60
New bank facilities	416	1,97	5,60
Syndicated loan	43	0,21	0,58
Venture capital	2 033	9,61	27,32
Total	7 441	35,17	100,00

Deal method of payment

	Effectif	% / Total	% / Expr.
Cash	9 275	43,85	87,66
Converted Debt	20	0,09	0,19
Debt	237	1,12	2,24
Earn-out	29	0,14	0,27
Loan notes	92	0,44	0,87
Other	82	0,39	0,77
Shares	847	4,00	8,00
Total	10 581	50,02	100,00

Acquiror country

	Effectif	% / Total	% / Expr.
Algeria	1	0,00	0,00
Argentina	4	0,02	0,03
Australia	41	0,20	0,25
Australia / UK	1	0,00	0,01
Austria	85	0,40	0,51
Austria / USA	1	0,00	0,00
Bahamas	4	0,02	0,02
Bahrain	1	0,01	0,01
Belgium	183	0,86	1,09
Belgium / France	3	0,01	0,02
Belgium / Luxembourg	1	0,00	0,01
Belgium / Netherland	2	0,01	0,01
Bermuda	24	0,11	0,14
Bermuda / China (HK)	2	0,01	0,01
Bermuda / UK	0	0,00	0,00
Bermuda / USA	1	0,01	0,01
Brazil	23	0,11	0,14
British Virgin Islands	9	0,04	0,06
Canada	84	0,40	0,50
Canada / United King	1	0,01	0,01
Canada / United Stat	3	0,01	0,02
Cayman Islands	3	0,02	0,02
Cayman Islands / China	1	0,01	0,01
China	5	0,03	0,03
China (HK)	13	0,06	0,08
Croatia	3	0,01	0,02
Cyprus	1	0,01	0,01
Czech Republic	4	0,02	0,02
Denmark	77	0,36	0,46
Denmark / USA	1	0,00	0,01
Dutch Antilles	1	0,01	0,01
Estonia	1	0,01	0,01
Finland	56	0,27	0,33
France	2 355	11,13	13,98
France - Reunion	1	0,00	0,01
France / Germany	2	0,01	0,01
France / Spain	3	0,02	0,02
France / Switzerland	1	0,00	0,01

France / UK	9	0,04	0,06
France / USA	3	0,01	0,02
Germany	1 933	9,14	11,48
Germany / Netherland	1	0,00	0,00
Germany / Switzerland	1	0,01	0,01
Germany / USA	4	0,02	0,02
Gibraltar	5	0,02	0,03
Greece	15	0,07	0,09
Hungary	4	0,02	0,02
Iceland	23	0,11	0,14
India	16	0,07	0,09
Ireland	136	0,64	0,81
Israel	23	0,11	0,14
Italy	1 293	6,11	7,68
Italy / Netherlands	4	0,02	0,02
Japan	37	0,18	0,22
Kuwait / UK	1	0,00	0,00
Lebanon	1	0,00	0,01
Libya	6	0,03	0,03
Liechtenstein	1	0,01	0,01
Lithuania	1	0,01	0,01
Luxembourg	63	0,30	0,38
Luxembourg / UK	1	0,01	0,01
Malaysia	7	0,03	0,04
Malta	1	0,00	0,01
Mexico	2	0,01	0,01
Monaco	6	0,03	0,03
Netherlands	308	1,46	1,83
Netherlands / Spain	1	0,01	0,01
Netherlands / Sweden	1	0,00	0,00
Netherlands / UK	15	0,07	0,09
Netherlands / USA	0	0,00	0,00
Netherlands Antilles	5	0,02	0,03
New Caledonia	1	0,00	0,00
New Zealand	4	0,02	0,02
Norway	29	0,14	0,17
Oman	2	0,01	0,01
Poland	6	0,03	0,04
Portugal	31	0,15	0,19
Russia	7	0,03	0,04
San Marino	1	0,01	0,01
Saudi Arabia	2	0,01	0,01
Singapore	25	0,12	0,15
Singapore / USA	1	0,01	0,01
Slovakia	3	0,01	0,02
South Africa	26	0,12	0,15
South Africa / UK	10	0,05	0,06
South Korea	2	0,01	0,01
Spain	1 149	5,43	6,82
Spain - Canary Island	7	0,03	0,04
St. Vincent and the	1	0,01	0,01
Sweden	125	0,59	0,74

Sweden / Switzerland	4	0,02	0,03
Sweden / United Stat	3	0,01	0,02
Switzerland	219	1,03	1,30
Syria	1	0,01	0,01
Taiwan	2	0,01	0,01
Thailand	1	0,00	0,01
Tobago / Trinidad	3	0,02	0,02
Trinidad	2	0,01	0,01
Tunisia	1	0,00	0,00
Turkey	3	0,02	0,02
Ukraine	1	0,01	0,01
United Arab Emirates	3	0,01	0,02
United Kingdom	7 066	33,40	41,96
United Kingdom / USA	13	0,06	0,08
United States	1 145	5,41	6,80
Virgin Islands US	10	0,05	0,06
Zimbabwe	1	0,01	0,01
Total	16 840	79,60	100,00

Acquiror Zephus classification

	Effectif	% / Total	% / Expr.
Agriculture	34	0,16	0,24
Banking, Insurance	4 756	22,48	33,70
Biotechnology, Pharm.	194	0,92	1,38
Chemicals, Petroleum	337	1,59	2,38
Communications	371	1,76	2,63
Computer, IT	1 357	6,41	9,61
Construction	225	1,06	1,59
Food & Tobacco Manufacturing	403	1,90	2,85
Hotels and Restaurants	230	1,09	1,63
Industrial Electric	923	4,37	6,54
Leather Stone Clay	154	0,73	1,09
Metals & Metal production	304	1,44	2,16
Mining & Extraction	117	0,55	0,83
Miscellaneous Manufacturing	63	0,30	0,45
Personal Leisure	1 489	7,04	10,55
Printing & Publishing	332	1,57	2,35
Property Services	210	0,99	1,49
Public Administration	160	0,76	1,14
Retailing	404	1,91	2,86
Wholesaling	131	0,62	0,93
Textiles & Clothing	252	1,19	1,79
Transport Manufacturing	492	2,33	3,49
Transport Freight	645	3,05	4,57
Wood	223	1,05	1,58
Utilities	307	1,45	2,17
Total	14 113	66,71	100,00

Acquiror quoted/unquoted

	Effectif	% / Total	% / Expr.
Quoted	5 608	26,51	31,88
Unquoted	11 984	56,65	68,12
Total	17 592	83,16	100,00

Deal financing en classes

	Effectif	% / Total	% / Expr.
O.C.I.	2 903	13,72	39,02
Dette	504	2,38	6,78
Augmentation de capital	4 033	19,07	54,21
Total	7 441	35,18	100,00

2.- Statistiques sommaires des variables continues

Libellé	Effectif	Poids	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
Deal value (Mille-Euros)	11 733	11 989,30	214 573,00	2444 610,00	0,10	200823 000,00
Initial stake	5 964	5 946,43	8,36	21,04	0,00	100,00
Acquired stake	16 175	16 169,40	67,16	40,31	0,00	100,00
Final stake	6 517	6 457,03	77,55	36,11	0,00	100,00
Target Turnover	21 049	21 045,80	828243 000,00	4665960 000,00	6 559,00	163330000 000,00
Target EBITDA	15 055	14 790,40	158897 000,00	1217340 000,00	-24596800 000,00	22991000 000,00
Target EBIT	17 400	17 143,90	336181 000,00	28804400 000,00	-22049000 000,00	3651760000 000,00
Target Profit before tax	17 723	17 456,30	21371 600,00	837573 000,00	-26786000 000,00	11758000 000,00
Target Profit after tax	17 217	16 931,40	-32749 400,00	4369690 000,00	-537383000 000,00	8228000 000,00
Target Total assets	17 210	16 932,70	4633770 000,00	31080000 000,00	2,86	911926000 000,00
Target Shareholders funds	17 480	17 188,00	579798 000,00	5319100 000,00	-9951000 000,00	233740000 000,00
Target Market capitalisation	5 523	5 368,03	3034130 000,00	12019900 000,00	0,00	215102000 000,00
Acquiror Turnover	9 911	9 851,05	2764280 000,00	9161530 000,00	-4908400 000,00	193211000 000,00
Acquiror EBITDA	7 640	7 629,67	-145860 000,00	41827700 000,00	-3516730000 000,00	28480000 000,00
Acquiror EBIT	9 669	9 579,82	239344 000,00	1217690 000,00	-22049000 000,00	28480000 000,00
Acquiror Profit before tax	9 504	9 408,56	248347 000,00	1174450 000,00	-26786000 000,00	28480000 000,00
Acquiror Profit after tax	9 675	9 581,70	164477 000,00	1018470 000,00	-25695100 000,00	28480000 000,00
Acquiror Total assets	10 002	9 919,92	20109300 000,00	88672100 000,00	1,41	976938000 000,00
Acquiror Shareholders funds	10 006	9 922,65	1840840 000,00	7119370 000,00	-22057000 000,00	255731000 000,00
Acquiror Market capitalisation	2 595	2 634,96	6324650 000,00	18835400 000,00	0,00	290180000 000,00
Taux Marge Brute Exploitation	13 812	13 517,30	- 1,20	15,88	- 875,30	732,00
Taux Marge Nette Exploitation	15 128	14 783,50	- 1,31	17,45	-1 223,70	732,00
Taux Marge Nette	15 197	14 862,20	- 2,44	106,86	-7 182,19	7 244,50
ROE	15 177	14 840,60	42,54	1 569,56	-9 281,45	62 596,70
ROA	15 132	14 787,80	28,52	1 191,32	-3 269,00	48 301,30

Annexe 6 : l'enquête - Capital-Investissement et transmission d'entreprises

Nom de la société :
Nom du répondant:
Prénom du répondant :

1- Selon votre expérience sur les 5 dernières années, le dirigeant d'une entreprise envisage la cession de ses parts et son retrait de l'affaire dès la création de la firme (une seule réponse possible) :

Jamais
Dans 1 à 25% des cas
Dans 26 à 50% des cas
Dans 51 à 75% des cas
Dans 76 à 99% des cas
Toujours
Pas de réponse

2- Selon votre expérience sur les 5 dernières années, le dirigeant d'une entreprise envisage la cession de ses parts et son retrait de l'affaire alors que l'entreprise est en phase de développement (une seule réponse possible) :

Jamais
Dans 1 à 25% des cas
Dans 26 à 50% des cas
Dans 51 à 75% des cas
Dans 76 à 99% des cas
Toujours
Pas de réponse

3- Lors d'une transmission, demandez-vous aux anciens propriétaires de rester au capital de l'entreprise (une seule réponse possible) :

Jamais
Dans 1 à 25% des cas
Dans 26 à 50% des cas
Dans 51 à 75% des cas
Dans 76 à 99% des cas
Toujours
Pas de réponse

4- Si vous n'avez pas répondu "Jamais", en moyenne pendant combien de temps :

Moins d'un an
De un an à deux ans
De deux à trois ans
Plus de trois ans
Pas de réponse

5- Lors d'une transmission, demandez-vous aux anciens dirigeants de rester dans l'équipe dirigeante de l'entreprise (une seule réponse possible) :

Jamais
Dans 1 à 25% des cas
Dans 26 à 50% des cas
Dans 51 à 75% des cas
Dans 76 à 99% des cas
Toujours
Pas de réponse

6- Si vous n'avez pas répondu "Jamais", en moyenne pendant combien de temps :

Moins d'un an
De un an à deux ans
De deux à trois ans
Plus de trois ans
Pas de réponse

7- Sur les 5 dernières années, le principal motif invoqué par le dirigeant-proprétaire qui désirait transmettre son entreprise a été (une seule réponse possible) :

- La retraite
- La gestion patrimoniale et fiscale de la transmission du patrimoine aux enfants de l'entrepreneur
- Les difficultés de l'entreprise
- Les difficultés personnelles du dirigeant (divorce, maladie, ...)
- Autres Préciser :
- Pas de réponse

8- Parmi les informations ci-dessous, sélectionnez les deux informations que vous jugez les plus pertinentes dans la valorisation de l'entreprise (exactement 2 réponses) :

- Capacité d'autofinancement (CAF)
- Chiffre d'affaires (CA)
- Actif net réévalué ou corrigé (ANC)
- Dividende
- Excédent Brut d'Exploitation (EBE - EBITDA)
- Résultat d'exploitation (RE - EBIT)
- Résultat net comptable (RNC)

9- Parmi les méthodes d'évaluation ci-dessous, quelles sont les trois que vous avez utilisées le plus fréquemment au cours des 5 dernières années (exactement 3 réponses) ?

- Méthode patrimoniale
- Méthode des multiples
- Méthode DCF (discounted Cash Flows)
- Méthode APV (Adjusted Present Value)
- Les méthodes de Goodwill
- Autres

10- Au cours des 5 dernières années, vous avez eu recours aux garanties de passif (une seule réponse possible) :

- Jamais
- Dans 1 à 25% des cas
- Dans 26 à 50% des cas
- Dans 51 à 75% des cas
- Dans 76 à 99% des cas
- Toujours
- Pas de réponse

11- Dans vos opérations de transmission, au cours des 5 dernières années, vous avez eu recours aux conventions d'earn out (une seule réponse possible) :

- Jamais
- Dans 1 à 25% des cas
- Dans 26 à 50% des cas
- Dans 51 à 75% des cas
- Dans 76 à 99% des cas
- Toujours
- Pas de réponse

12- Si vous n'avez pas répondu "Jamais" à la question 11, la convention d'earn out a impliqué le maintien du cédant au poste de dirigeant (une seule réponse possible) :

- Jamais
- Dans 1 à 25% des cas
- Dans 26 à 50% des cas
- Dans 51 à 75% des cas
- Dans 76 à 99% des cas

Toujours
Pas de réponse

13- Si vous n'avez pas répondu "Jamais" à la question 11, la durée moyenne des conventions d'earn out a été de (une seule réponse possible) :

Moins d'un an
De un à deux ans
De deux à trois ans
Plus de trois ans
Pas de réponse

Annexe 7 : Présentation de l'échantillon

Echantillon français :

ABN AMRO Capital
Alpha associés
Argos Soditic
Astorg Partners
Francarep
Fonds Partenaires Gestion
Galia Gestion
IDI
Institut de Développement et Participation
Ile-de-France Développement
Isis Développement
La Financière de Brienne
Schneider Electric Ventures
SG Private Equity
Sofagri
123 venture
Acland Capital Investissement
Avenir Finance Gestion
Bretagne Participations
Bridgepoint Capital
Cofinep
Esfm Gestion
Finadvance
Finama Private Equity
Industrie et finances Partenaires
SOFIMAC
Esfm
SFLD
SODERO
Poitou Charente expansion
Picardie avenir
Natexis Tertrel
3i
Quartus
OFIVALMO gestion
CDC Private equity
Nord création

Echantillon allemand

Equinet
Quadriga
Techno Venture Management
Arcadia Beteiligungen Bensel Tiefenbacher
DEWB Deutsche Effecten und Wechsel - Beteiligungsgesellschaft
Heptagon Capital Beteiligungsgesellschaft der Freien Sparkassen
High Tech Private Equity
RWE Dynamics Venture Capital Management
West UBG
Permira
Graphite Capital
3i

Echantillon anglais

Alchemy Partners
GMT Communications Partners Ltd.

Inflexion Private Equity
Moorfield Group Limited
Moorfield Group Limited
Prelude Ventures Ltd.
Travers Smith Braithwaite
Bridges Community Ventures
Cazenove Private Equity
Midven
Montagu Capital
Montagu Private Equity
Penta Capital
Phoenix Equity partners
Thompson Clive
Apax partners

Echantillon italien

Arca Merchant
BA Capital Advisors
BC Partners
Barclays Private Equity
Dresdner Kleinwort Capital Advisory
E-Venture.it
Industria e Finanza SGR
Interbanca
PM & Partners
Unipol Merchant
Private Equity Partners SGR

Echantillon espagnol

Landon Investments 1
Landon Investments 2
CVC Capital Partners 1
CVC Capital Partners 2
Diana Capital S.G.E.C.R.
Genera
Carlyle Groupe.