

L'INVESTISSEMENT DANS LE NON COTE ET LA TRANSMISSION D'ENTREPRISES EN EUROPE

Synthèse du Rapport 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:

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

Février 2005

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 5 milliards d'euros en 1990 à, approximativement, 35 milliards 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 dans le cadre d'opérations de transmission représentent 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. 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 structuré en 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 (1.). Dans un 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 sont soulignées (2.). 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 (3.). Le quatrième chapitre analyse, à partir de données d'enquêtes, les différences de pratique des O.C.I. dans ces cinq pays (4.). Dans cette synthèse, les principaux résultats de ce rapport sont mis en exergue.

1.- Systèmes de financement et investissement dans le non coté en Europe

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 *et alii*¹, cette convergence n'était pas effective avant l'introduction de l'Euro : le Royaume-Uni restait une économie centrée sur les marchés et l'Allemagne une économie dominée par la banque. Paillard et Amable² 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 » (p. 22).

En particulier, ces approches ne prennent pas en compte l'activité des organismes de capital investissement. On peut trouver plusieurs raisons à cette omission. Tout d'abord, l'activité des O.C.I. correspond à des financements en fonds propres (et en quasi-fonds propres) apportés par des institutions financières qui, dans certains pays, sont des filiales de banques. Cette activité s'inscrit

¹ SCHMIDT R.H., HACKETHAL A., TYRELL M. (2001), « The Convergence of Financial Systems in Europe », *Schmalenbach Business Review*, Special Issue, 1, pp. 7-53.

² 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.

difficilement dans la typologie classique qui oppose les systèmes centrés sur les marchés financiers (en particulier celui des actions) et les systèmes centrés sur les banques. Ensuite, à l'exception des Etats-Unis, le volume de l'investissement dans le non coté est longtemps resté limité. L'impact macroéconomique des organismes de capital investissement apparaissait mineur et peu susceptible de remettre en cause les grandes tendances relevées à partir de la typologie classique. Les montants investis en Europe dans le non coté ayant été multipliés par 7 en 10 ans³, 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 hors des Etats-Unis a d'ailleurs conduit Mayer, Schoors et Yafeh⁴ à étudier l'offre de financement en capital risqué⁵, dans quatre économies caractérisées par des systèmes de financement très différents : l'Allemagne, Israël, le Japon et le Royaume-Uni. Dans ce chapitre, Rafik Abdesselam et Sylvie Cieply complètent ce travail et systématisent cette approche dans le contexte européen. La nature de l'activité des organismes de capital investissement a été étudiée en traitant les statistiques collectées par la *European Venture Capital Association*. L'analyse prend en compte tous les segments de leurs interventions, c'est-à-dire non seulement le capital risque mais également le capital développement et le capital transmission. Ce travail a permis de souligner le développement important entre 1991 et 2001 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 européenne du capital investissement.

Le traitement des données disponibles permet de souligner une ressemblance assez forte des caractéristiques de cette industrie au sein de l'Europe Continentale. Plus précisément, en moyenne entre 1991 et 2001, plus de 56% des pays étudiés présentent des caractéristiques semblables en matière d'investissement dans le non coté. Les grands pays de l'Europe Continentale, la France, l'Allemagne et l'Italie appartiennent souvent à une même catégorie caractérisée par l'importance des volumes investis en capital investissement et la faiblesse des investissements en capital amorçage qui correspond au financement du stade le plus amont dans le cycle de vie des entreprises. On observe également la situation particulière des pays du nord de l'Europe, notamment de la Belgique et de la Finlande, qui se caractérisent par la faiblesse des ressources privées indépendantes et l'importance des ressources publiques.

Dans ce chapitre, les auteurs apprécient également la contribution du capital investissement à l'amélioration de la situation économique et financière 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. et celles fournies par la Commission Européenne dans la banque de données harmonisée sur les entreprises (BACH).

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, d'une part, l'évolution de l'actif circulant et de la solvabilité des entreprises et, d'autre part, leur performance. En résumé, il apparaît que les O.C.I. sont plus actifs lorsque les entreprises ont des difficultés de trésorerie mais une gestion de stock 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 supérieur supporté par les entreprises dans les économies où l'investissement des O.C.I. est élevé. Cette observation apparaît cohérente avec l'objet 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

³ E.V.C.A. 2002, Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, Zaventem.

⁴ 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.

⁵ Le capital risque correspond au financement des entreprises en création (moins de 3 ans).

des économies où les firmes sont relativement performantes. Plus leurs interventions sur les stades amont du cycle de vie des entreprises sont importantes, plus les entreprises sont performantes dans les années qui suivent. Ce résultat est un encouragement au développement de l'activité des O.C.I. sur la phase du démarrage des entreprises. Néanmoins, la performance des entreprises n'est pas plus importante lorsque l'investissement moyen des O.C.I. est plus élevé. Bien au contraire, une relation négative entre ces deux variables a été identifiée. Enfin, on a pu constater que l'intervention publique au capital des O.C.I. était plus forte dans les économies où les entreprises étaient peu performantes.

Après avoir dressé le panorama européen de l'investissement dans le non coté, l'activité des O.C.I. sur le marché de la cession reprise fait l'objet d'une analyse approfondie.

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

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. Face à ce constat, les Etats membres ont mis en place des mesures visant à favoriser la transmission d'entreprises. Ces initiatives permettent, en général, d'alléger la charge financière qui accompagne la cession. Ces mesures ne sont cependant opérationnelles qu'une fois la transmission engagée, c'est-à-dire lorsque le cédant et le repreneur sont identifiés et qu'ils se sont accordés sur le prix de la cession. Elles présupposent l'existence d'un marché de la cession reprise. Dans le deuxième chapitre de ce rapport, Françoise Bastié et Sylvie Cieply étudient la vraisemblance de cette hypothèse et la qualité des solutions fournies par les organismes de capital investissement.

Le marché de la cession reprise présente des imperfections. Il existe sur ce marché une asymétrie d'information concernant la qualité de la firme cédée qui peut conduire à l'échec du marché. L'audit de l'entreprise cible peut, en partie, résoudre ce problème mais son usage reste limité compte tenu de son coût. A ce problème classique en situation d'asymétrie d'information s'ajoute un problème moins standard : le cédant, qui se positionne sur un marché externe, prend en compte les réactions des parties prenantes, c'est-à-dire l'ensemble des partenaires de la firme, lorsque ces derniers découvrent l'annonce de la mise en vente. Ces réactions peuvent être pénalisantes pour le cédant qui privilégiera alors les solutions préservant son anonymat. Dans cette optique, nous soutenons que les bourses d'opportunités développées par les Chambres Consulaires, suivant en cela les recommandations de la Commission Européenne, ne sont efficaces que pour les entreprises non identifiables. Plus précisément, cette solution est peu adaptée aux entreprises dont l'activité est spécifique et/ou dont la taille est significativement supérieure à la moyenne des entreprises d'un secteur d'activité donné.

Françoise Bastié et Sylvie Cieply étudient les solutions proposées par les organismes de capital investissement pour résoudre les problèmes d'évaluation et du maintien du secret. Ces institutions s'imposent en effet comme les intermédiaires financiers les plus susceptibles de réduire les asymétries d'information entre repreneurs et apporteurs de financements externes. Les O.C.I. permettent ainsi le financement des opérations de cession reprise. Leurs interventions limitent, par ailleurs, les problèmes informationnels qui apparaissent entre cédants et repreneurs. En effet, leur expertise sectorielle, financière et juridique permet la construction de contrats qui limitent les désaccords sur la valeur de la firme entre acheteurs et vendeurs. Enfin, les O.C.I. peuvent, dans certains cas, intervenir en *Institutional Buy Out*. Ils prennent alors des participations majoritaires dans le capital des entreprises, contribuent à leur développement et maximisent la valeur de revente de ces participations. Cette dernière modalité de l'intervention des O.C.I. permet de limiter la divulgation d'informations à l'environnement et d'optimiser les conditions de la cession, notamment lorsque l'entreprise est à fort potentiel de croissance. Le développement de cette activité, qui s'apparente à de l'intermédiation financière de marché, complète l'offre des O.C.I. dont l'activité classique correspond à de l'intermédiation financière de bilan. Cette évolution révèle la maturité de l'industrie du capital investissement et apporte une solution particulièrement intéressante au problème de la cession reprise des entreprises à fort potentiel.

3.- La contribution des organismes de capital investissement sur le marché de la transmission d'entreprise : un essai empirique sur 5 pays européens

L'importance du rôle joué par les O.C.I. sur le marché de la cession reprise, en particulier lorsque l'activité de l'entreprise transmise est spécifique ou lorsque le cédant est jeune et fortement

qualifié, conduit Rafik Abdesselam, Sylvie Cieply et Anne-Laure Le Nadant à étudier plus spécifiquement le recours aux O.C.I. dans le financement des opérations de transfert de la propriété dans cinq pays européens (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume-Uni).

Dans un premier temps, les auteurs identifient les facteurs juridiques et financiers qui peuvent expliquer l'existence de différences dans le rôle joué par les O.C.I. entre ces pays. Trois catégories de facteurs sont considérées : le système de financement, le régime juridique et la concentration de l'actionnariat. Pour chacun de ces facteurs, les auteurs qualifient les pays étudiés qui sont respectivement des économies fondées sur la banque ou sur les marchés, des régimes de *common law* ou de *civil law* et des économies à actionnariat concentré ou dispersé. Les auteurs discutent, ensuite, 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. Au total, cette étude aboutit, pour chaque groupe de déterminants considérés, à plusieurs hypothèses alternatives et strictement opposées. Une analyse des données permet, dans un second temps, d'identifier, pour chaque catégorie d'arguments, l'hypothèse qui est corroborée par les faits. Cette analyse est réalisée sur un échantillon d'opérations de transfert de la propriété réalisées en Allemagne, Espagne, France, Italie et au Royaume-Uni entre 1996 et 2004. Ces informations sont collectées dans la base de données Zéphyr. L'échantillon regroupe 21155 opérations dont 7441 fournissent des informations précises sur leur mode de financement et un éventuel recours à un O.C.I.

L'analyse factorielle des correspondances conduit à rejeter l'hypothèse d'indépendance entre la contribution des O.C.I. au financement des opérations de transfert de la propriété et la nationalité de la cible. Cette analyse met également en évidence la situation particulière de la France qui apparaît associée positivement avec l'intervention des O.C.I. et négativement avec le financement par la dette.

La classification des pays selon les modes de financement permet d'obtenir des regroupements selon le pays d'origine de la cible qui 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 opérations de transfert de la propriété 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 ainsi dans le sens de l'importance de la contribution des O.C.I. au financement des opérations de transfert de la propriété 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 opérations de transfert de la propriété au Royaume-Uni. Ceci s'explique par l'existence d'autres modes de financement, en particulier grâce aux marchés financiers. 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 propriétaires 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, d'une part, et par Schmidt *et alii*, d'autre part. 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.

4- La pratique des organismes de capital investissement sur le marché de la transmission d'entreprise en Europe : différences et ressemblances

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), Rafik Abdesselam, Françoise Bastié et Sylvie Cieply étudient la diversité des pratiques développées par ces organismes sur le marché de la cession reprise. L'étude concerne les O.C.I. de 5 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. dans les cinq pays précédemment cités. Ensuite, des informations ont été collectées à partir des annuaires publiés par les associations professionnelles qui représentent les O.C.I. en Europe et dans chacun des pays étudiés. Enfin, des informations complémentaires ont été recherchées sur les sites Internet de chaque organisme.

Les données collectées fournissent des informations sur huit thèmes distincts : les caractéristiques de la cession, les caractéristiques de la valorisation, les méthodes d'audit utilisées, les pratiques contractuelles, la durée des contrats, le maintien en gestion du cédant, les caractéristiques de l'O.C.I. et le type de financement. Ces thèmes renvoient ainsi aux différents domaines d'expertise qui justifient l'existence des O.C.I.

La base de données construite est utilisée dans un double objectif. Premièrement, les auteurs caractérisent la pratique des organismes de capital investissement actifs sur le segment de la transmission d'entreprise. Deuxièmement, ils évaluent la diversité des pratiques des O.C.I. selon le pays de manière à apprécier l'importance du facteur nationalité dans la caractérisation des pratiques de ces organismes.

Au total, l'analyse des pratiques met en évidence leur pluralité. Cette diversité 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 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. Ainsi, par exemple, les O.C.I. de ces trois pays sont proches du cas français pour les caractéristiques de la cession alors qu'ils ressemblent aux O.C.I. britanniques en matière d'audit. Au final, nous soutenons 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.

Au total, ce rapport met en évidence, d'une part, le rôle joué par les O.C.I. sur le marché de la cession reprise et, d'autre part, la situation particulière du Royaume-Uni et de la France qui s'imposent comme deux modèles distincts interventions en capital investissement. Ce résultat ne permet donc pas d'étayer, à partir de l'étude de l'investissement dans le non coté, la thèse de la convergence du système financier français vers le système britannique.