

L'investissement dans le non coté et la transmission d'entreprises en Europe

Rapport pour l'Observatoire de l'Épargne Européenne

Groupe de travail :

Sylvie CIEPLY, Dr Sciences Économiques, Responsable scientifique

Rafik ABDESSELAM, Dr Mathématiques

Françoise BASTIE, Dr Sciences Économiques

Anne-Laure LE NADANT, Dr Sciences de Gestion

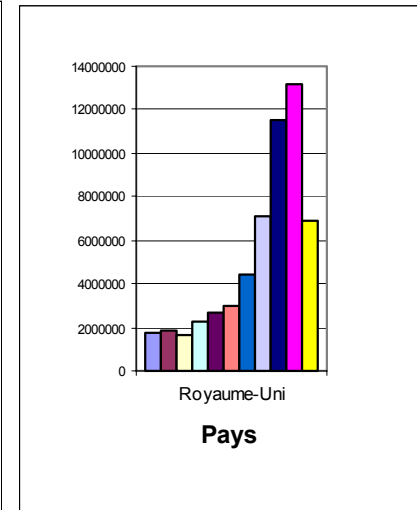
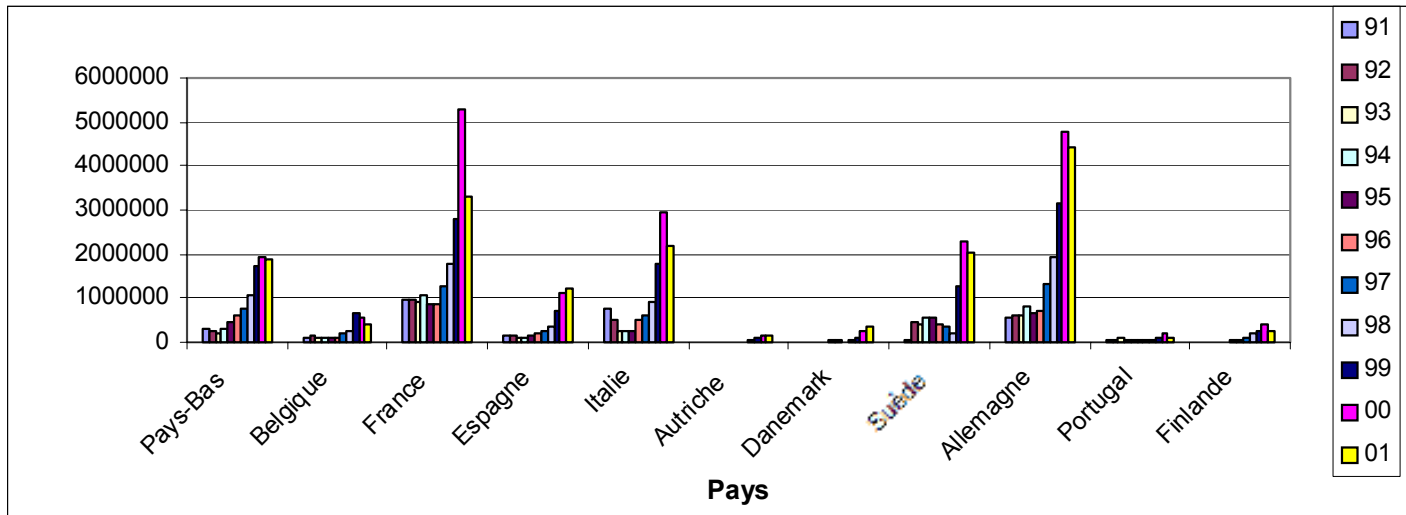
CREM (CNRS 6211) - Université de Caen

Introduction

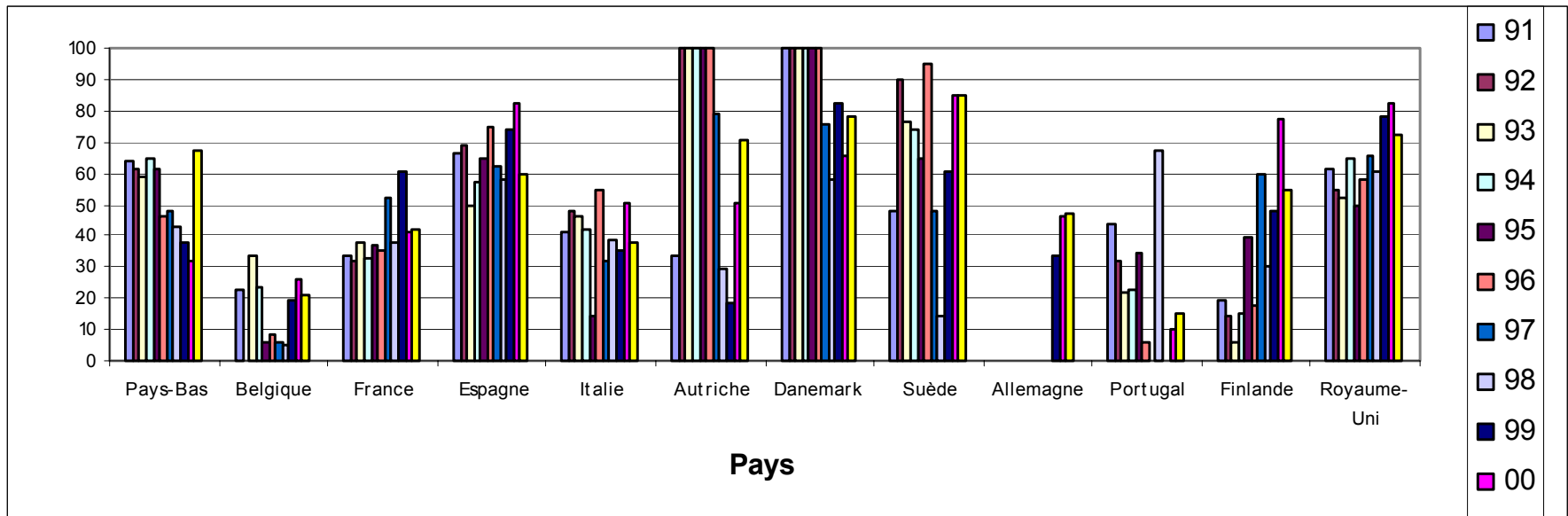
- L'investissement dans le non coté : une activité en forte croissance en Europe
- Des situations diverses en Europe
 - Les montants investis
 - Les types d'investisseurs
 - Le type d'investissements



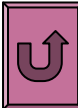
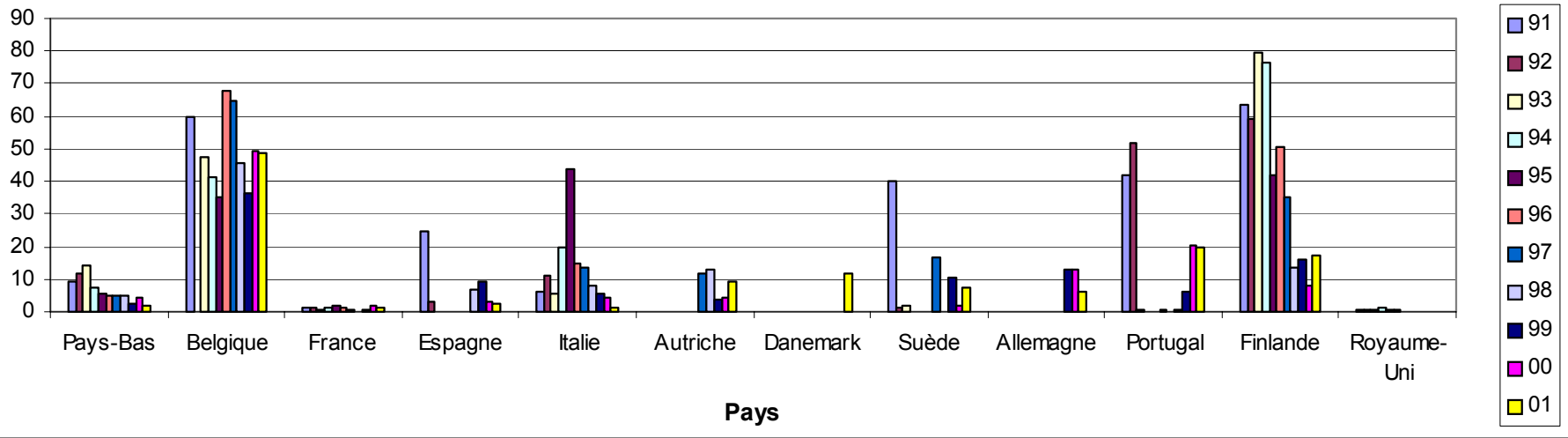
Volume total investi par les OCI dans 12 pays européens (en k ecus et k euros)



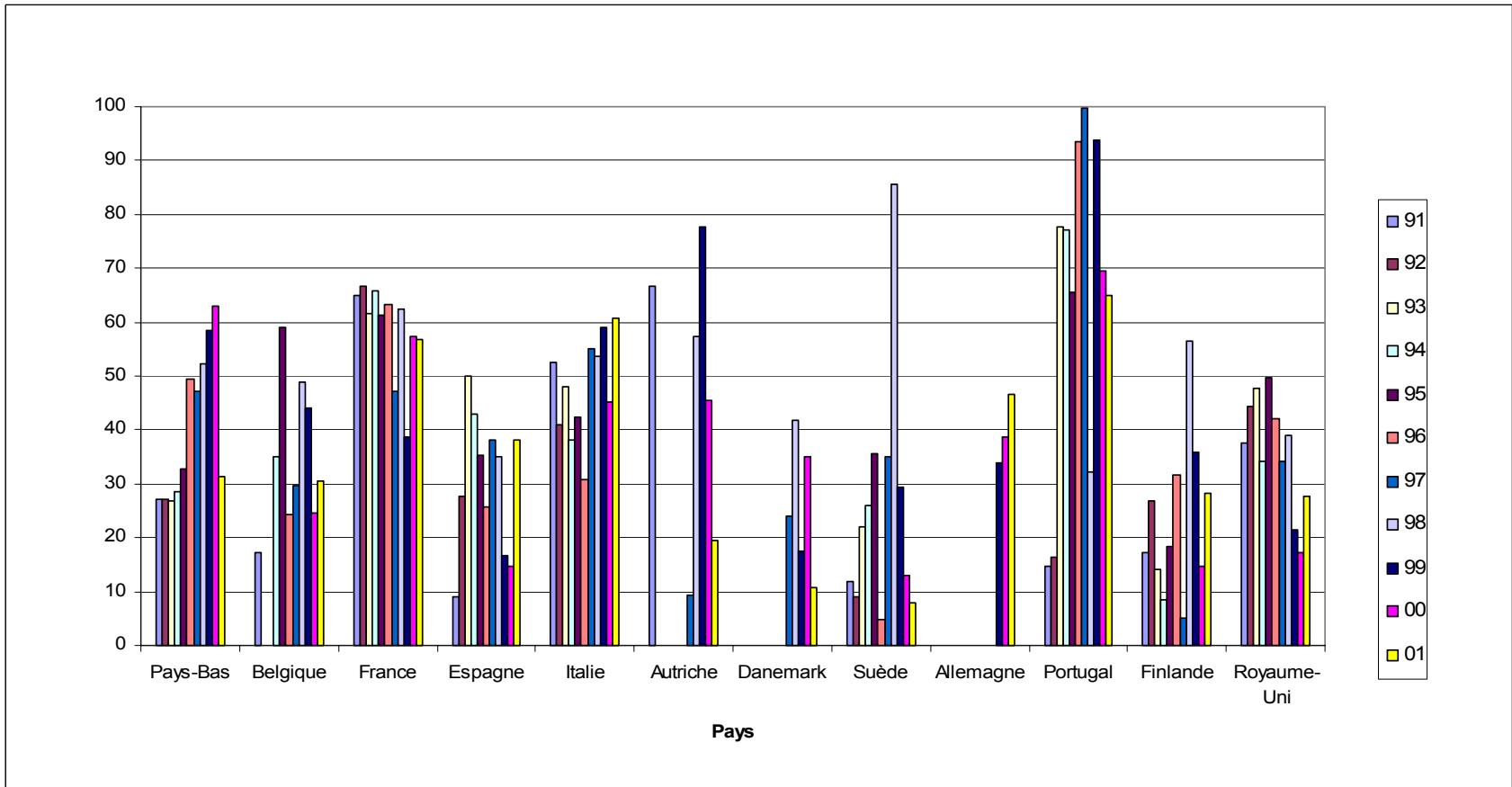
Part des investissements réalisés par des organismes indépendants (en %)



Part moyenne des investissements réalisés par des organismes liés au secteur public



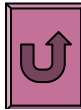
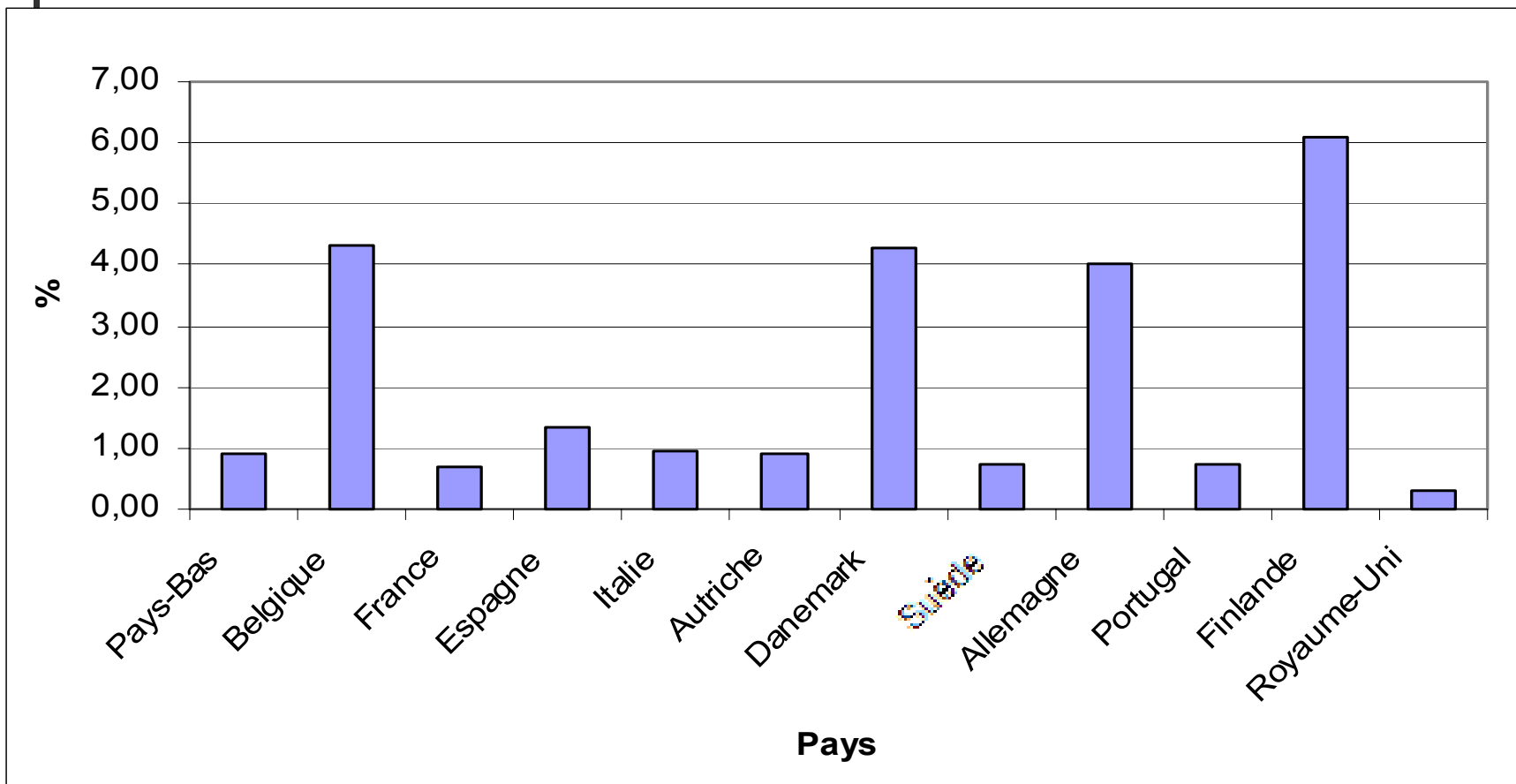
Part moyenne des investissements réalisés par des organismes captifs et semi-captifs





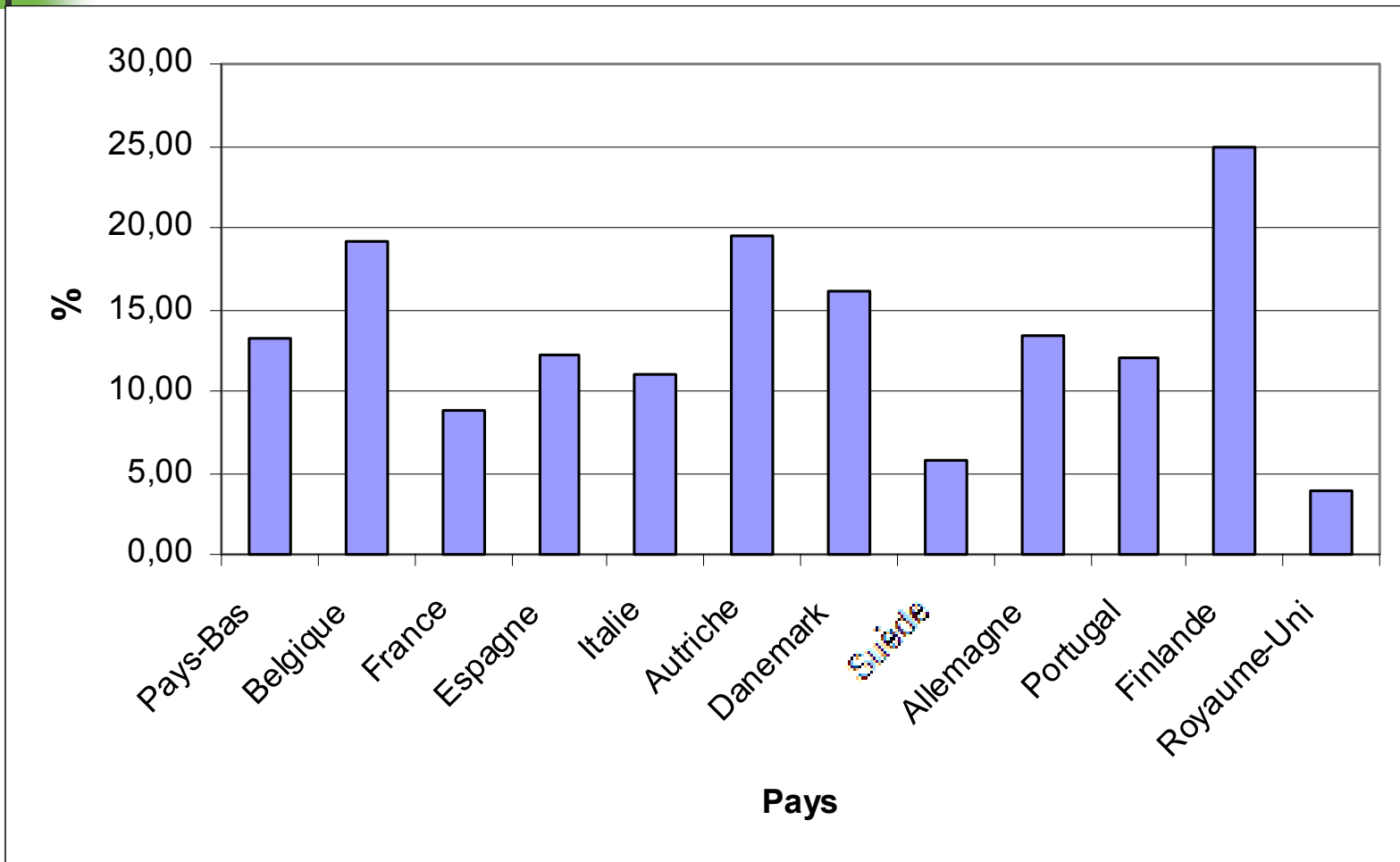
Part du capital amorçage dans le montant investi par les OCI

(% moyen 1991-2001)



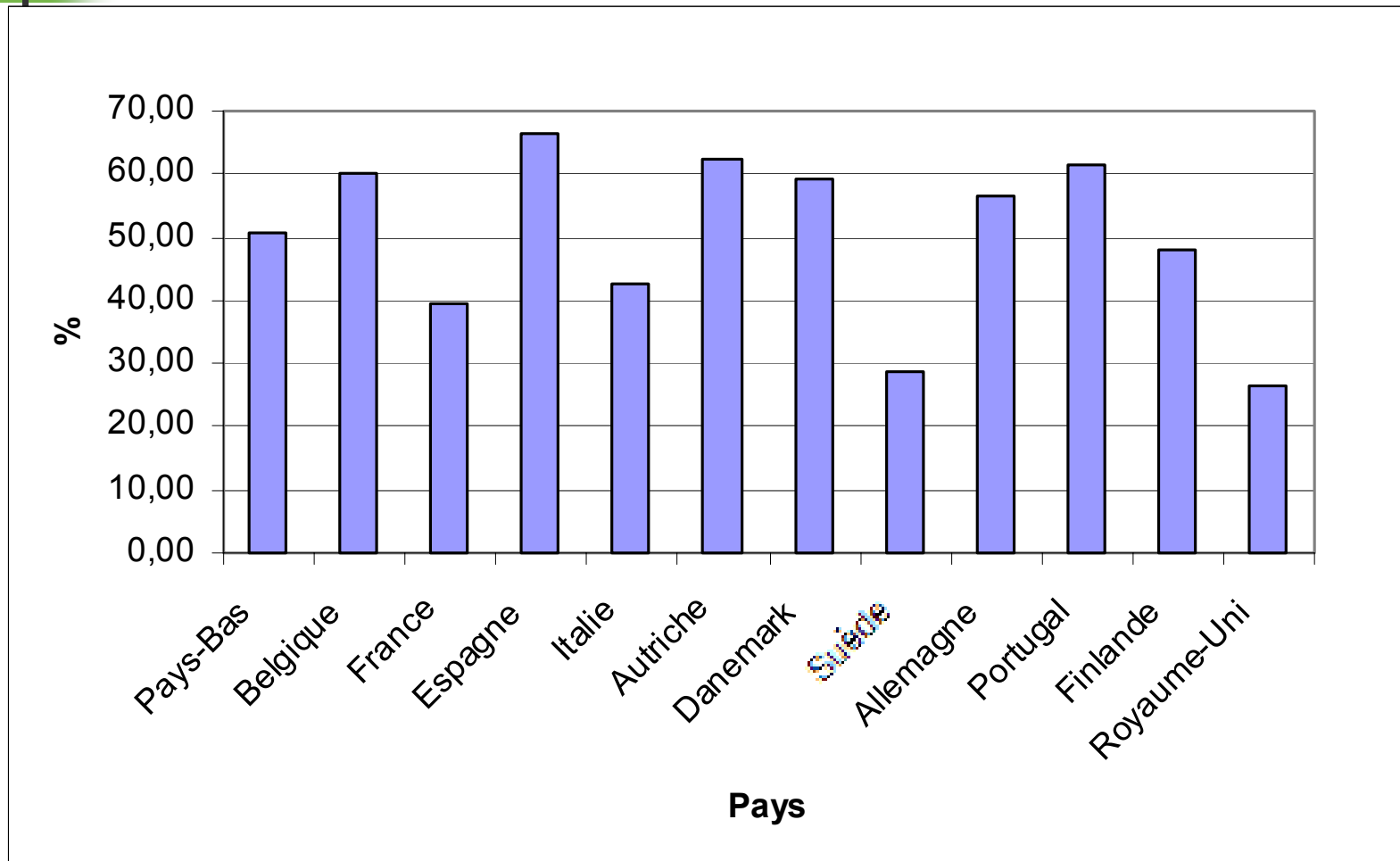
Part du capital création dans le montant investi par les OCI

(% moyen 1991-2001)



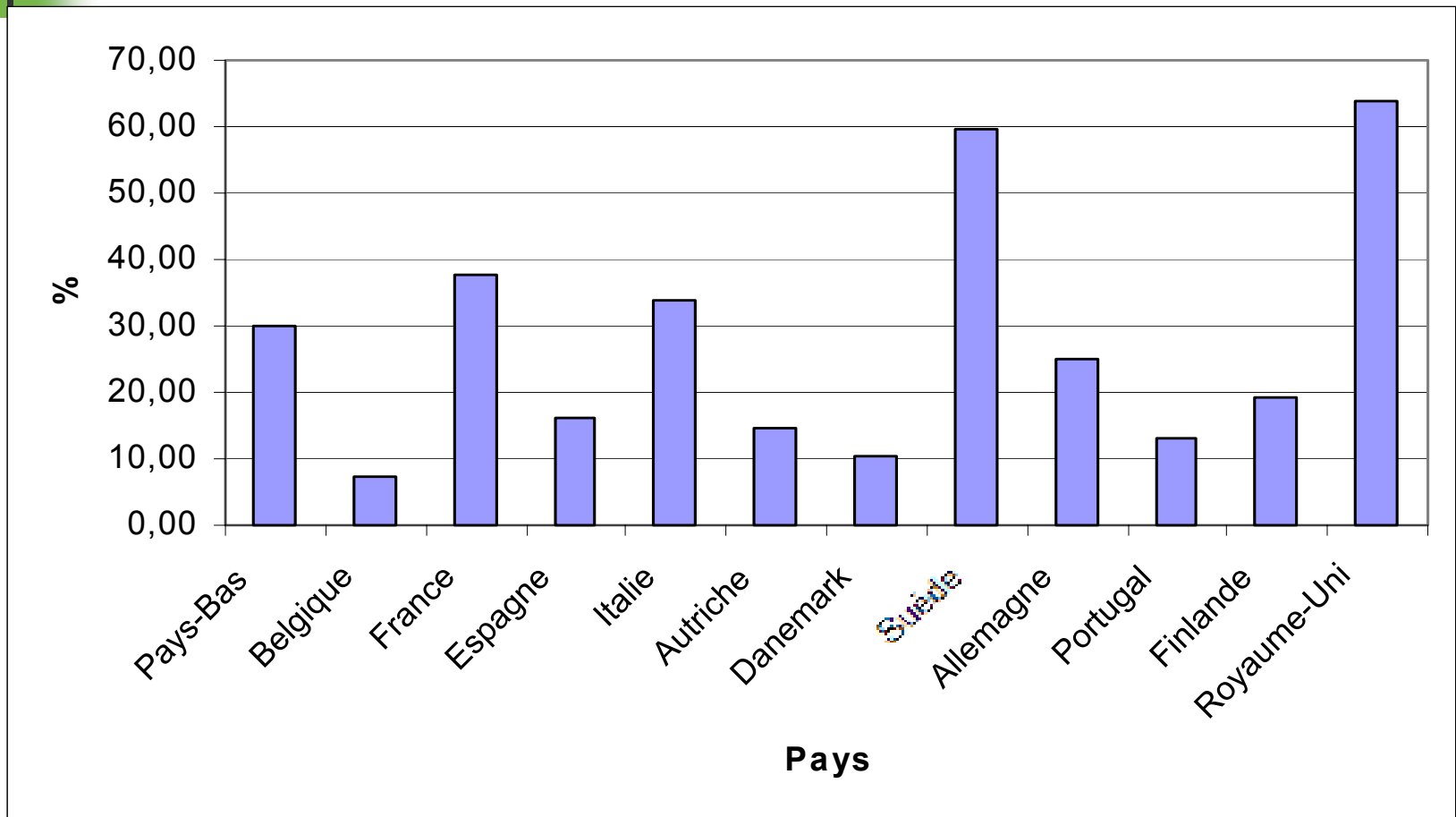
Part du capital développement dans le montant investi par les OCI

(% moyen 1991-2001)



Part du capital transmission dans le montant investi par les OCI

(% moyen 1991-2001)



La problématique :

- **La diversité de l'investissement dans le non coté**
 - La diversité de **l'activité des OCI en Europe** et la pertinence de l'hypothèse de la **convergence** pour l'investissement dans le non coté
 - La diversité de la **contribution des OCI dans les opérations de transfert de la propriété**
 - La diversité de la **pratique** des OCI sur le segment du **capital transmission**




La problématique :

- Malgré l'intégration européenne ...
- ... une **diversité des systèmes de gouvernance**
 - Plusieurs systèmes de financement
 - Plusieurs régimes juridiques
 - Différentes structures d'actionnariat
- Quelles **différences** entre pays dans **l'activité, le rôle et la pratique des OCI?**
- En particulier sur le segment de la **cession d'entreprises**

Méthodologie : l'analyse de données

Sources	Questions	Champs
EVCA	Activité des OCI	12 pays européens
Zephyr (Bureau Van Dijk)	Rôle des OCI dans les transferts de propriété	5 pays européens
Enquête CREM/OEE	Pratique des OCI	5 pays européens

Exposé des résultats

1. L'activité des OCI en Europe 
2. La contribution des OCI aux opérations de transfert de la propriété 
3. La pratique des OCI sur le marché de la transmission d'entreprise 

1.- L'activité des OCI en Europe

- 1.1.- Les ressemblances/dissembances dans l'activité des OCI en Europe
- 1.2.- La pertinence de l'hypothèse de la convergence pour l'investissement dans le non coté en Europe




1.1.- Ressemblances (dissemblances) dans l'activité des OCI en Europe

- **Les variables** : montant investi total, montant investi moyen, poids de l'investissement amont, proportion des OCI indépendants, poids de l'État dans les fonds mobilisés.
- **Les pays** : Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Italie, Pays-Bas, Portugal, Suède, Royaume-Uni.
- **Période** : 1991-2001

Résultat n°1 :

ressemblance de l'activité des OCI en Europe

- Entre 1991 et 2001, plus de la moitié des pays étudiés appartient à une même classe. 
- Pays composant la classe dominante : Pays-Bas (11/11), France (9/11), Italie et Suède (8/11), Allemagne, Espagne et Portugal (7/11)
- Caractéristiques de cette classe : investissements totaux et moyens élevés, OCI plus indépendants, moins d'investissements amont
- Le Royaume-Uni ressemble à la classe dominante.
- Situation particulière des pays du Nord de l'Europe

Poids de la classe dominante dans l'échantillon

1991	6/11
1992	5/11
1993	7/11
1994	8/11
1995	4/11
1996	5/11
1997	5/11
1998	8/11
1999	6/11
2000	6/11
2001	6/11

Statistiques sommaires	
Moyenne	56,34%
Ecart Type	12,88%

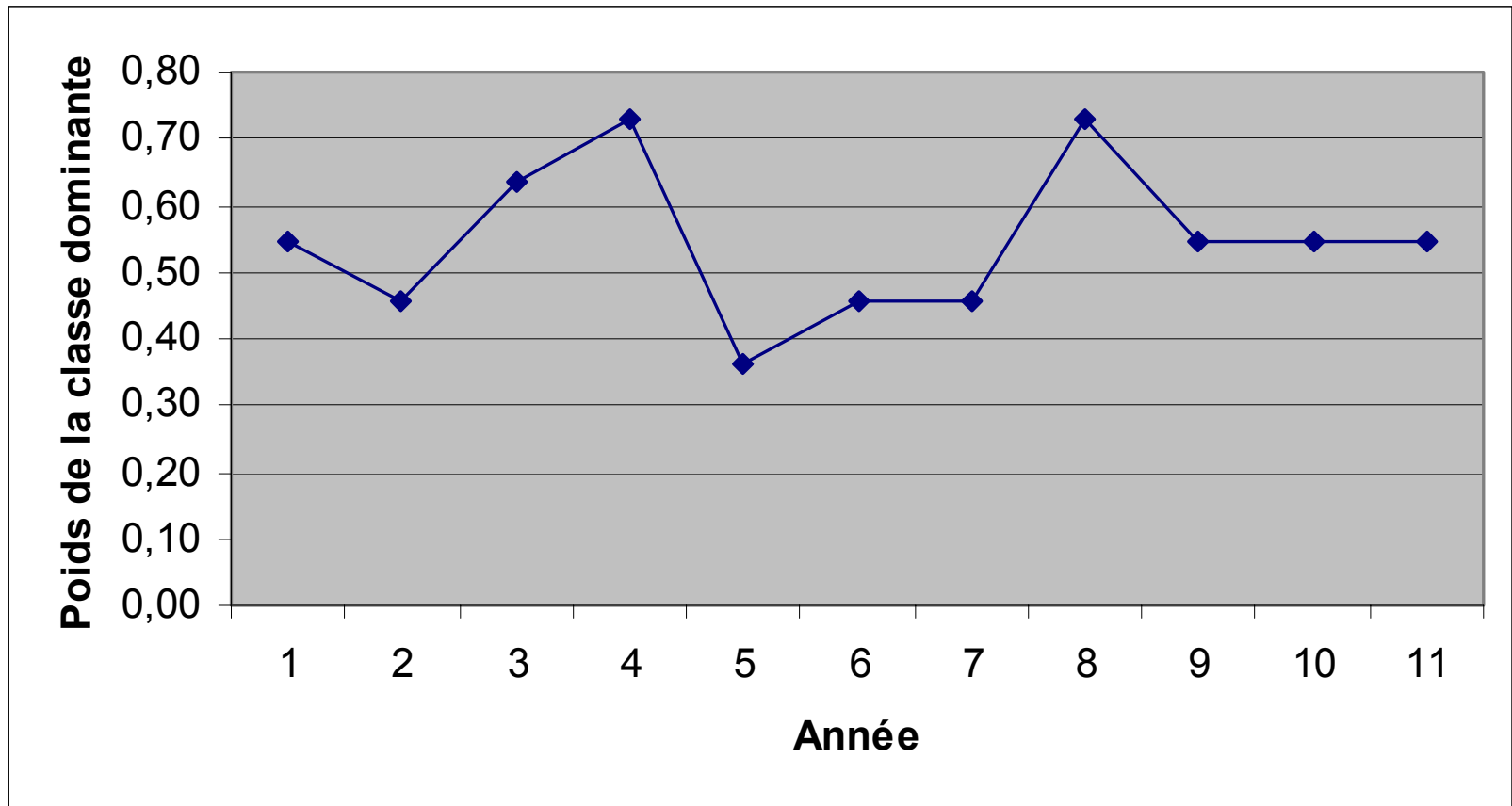


Résultat n°2 : le rejet de l'hypothèse de la convergence de l'activité des OCI en Europe

- Évolution cyclique du taux d'appartenance à la classe dominante
- Aucun signe de convergence de l'activité des OCI



Évolution du poids de la classe dominante





2.- La contribution des OCI aux opérations de transfert de la propriété

- Les données
- Les résultats : le rôle spécifique des OCI en France



2.1.- Les données

- Informations sur les transactions entraînant des transferts de la propriété depuis 1996 (Zephyr, Bureau van Dijk) 
- Échantillon : 
 - Sociétés cibles dont le pays d'origine est l'Allemagne, l'Espagne, la France, le Royaume Uni ou l'Italie
 - Opérations avec information sur le mode de financement utilisé
 - ⇔ **7 441 opérations.**



Les informations

- **Caractéristiques économiques :**
 - **Nationalité de la cible**
 - Secteur d'activité de la cible
 - Nationalité de l'acquéreur

- **Caractéristiques financières:**
 - **Financement de l'opération**
 - Cotation de la cible
 - Cotation de l'acquéreur



Description de l'échantillon

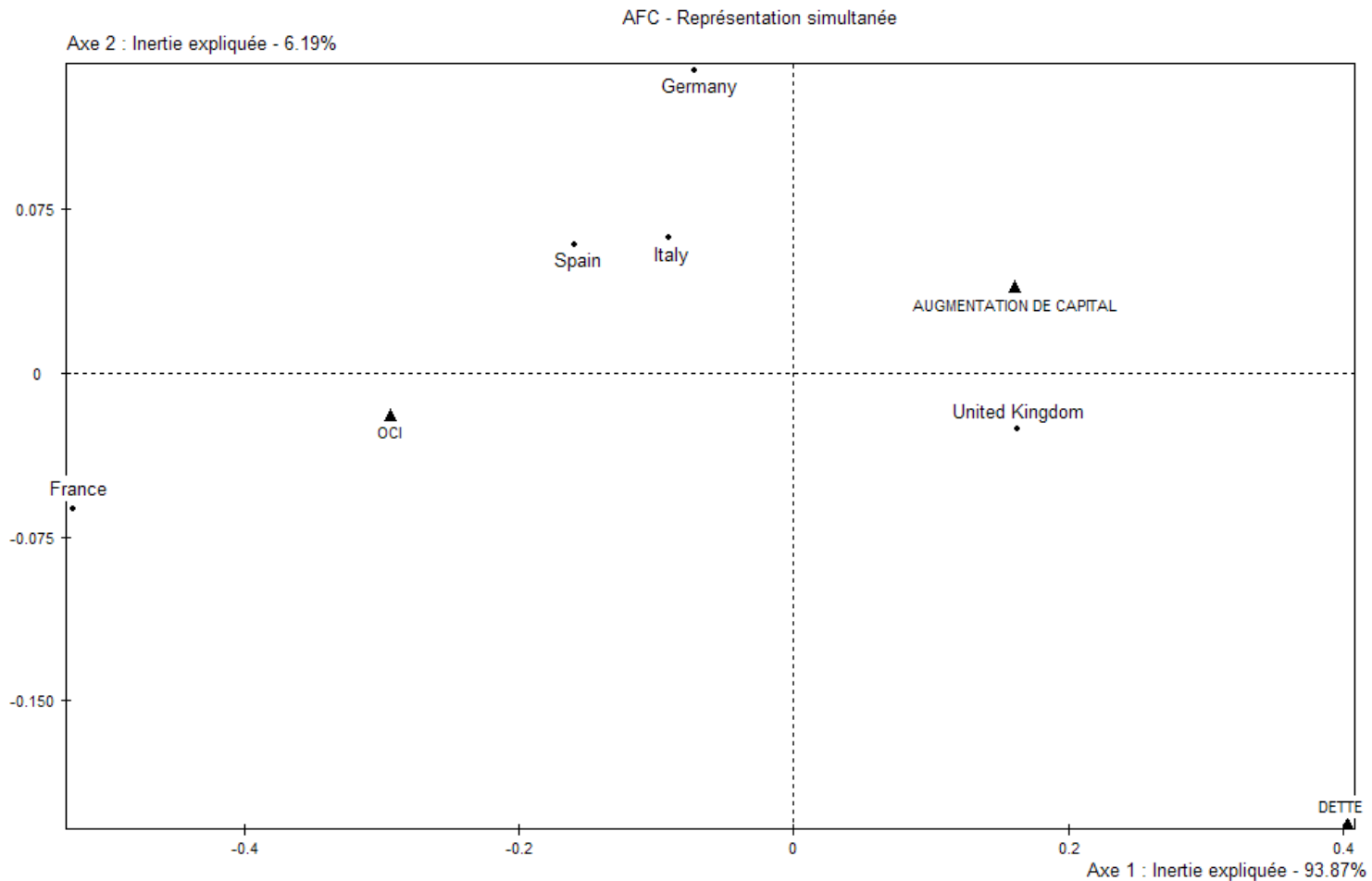
- **Types d'opération** : 27.35% acquisitions majoritaires, 30.47% fusions, 19.72% participations minoritaires, 13.24% LBO, 9.21% IPO
- **Nationalité des cibles** : 61.41% Royaume-Uni, 14.45% France, 13.13% Allemagne, 6.47% Espagne, 4.54% Italie
- **Secteurs** : ITC 23.12%, Services à l'entreprise 14.96%, Industrie 8.13%
- **Financement** : augmentation de capital 54.21%, capital investissement 39.02%, dette 6.78%



2.2.- Les résultats

- **Résultat 1**: Une relation significative entre la nationalité de la cible et le type de **financement** de l'opération
- **Résultat 2** (Analyse factorielle des correspondances): Liaison positive entre le financement par **OCI** et les **cibles françaises** & liaison négative entre le financement par dette et les cibles françaises
- **Résultat 3** (Analyse discriminante): 3 groupes de pays
 1. Royaume-Uni
 2. France
 3. Allemagne + Espagne + Italie

Analyse factorielle des correspondances



Caractéristiques des opérations selon les groupes de pays

	RU	F	AEI
OCI	-	+	+
Dettes	+	-	-
Augmentation de capital	+	-	
Cotation cibles	+	+	-
Secteurs cibles spécifiques	+	-	-
Acquéreurs domestiques	+	+	+
Acquéreurs non domestiques	-	-	+

3.- La pratique des OCI sur le marché de la transmission d'entreprise

■ Objectifs :

- Caractériser la pratique des OCI actifs sur le segment de la transmission en Europe
- Évaluer la diversité des pratiques des OCI selon les pays (Allemagne, Espagne, France, Italie, Royaume-Uni)

3.1.- Une base de données originale

- **Annuaire des associations professionnelles**
 - ➔ Population : 403 OCI
- **Enquête**
 - Site *Web*
 - Calendrier :
 - Premiers courriers électroniques : juillet 2003
 - Fin de la collecte des données : mars 2004
 - Résultats :
 - 150 connections
 - 79 questionnaires



Échantillon

- **Échantillon** : 79 OCI (taux de réponse = 19.60%)
 - Nationalité des OCI
 - Taille
 - ✓ Homogénéité des pays en termes de nombre de salariés
 - ✓ France : Plancher d'intervention inférieur à la moyenne
 - ✓ Italie : Plancher d'intervention supérieur à la moyenne et plafond supérieur à la moyenne



Les annuaires

- **EVCA** - European Venture Capital Association
- **AFIC** - Association des Investisseurs en Capital Investissement
- **UNICer** - Union Nationale des Investisseurs en Capital en Capital pour les Entreprises Régionales
- **BVK** - German Private Equity and Venture Capital Association
- **ASCRI** - Asociación Española De Entidades De Capital-Riesgo
- **AIFI** - Italian Private Equity and Venture Capital Association
- **BVCA** - British Venture Capital Association



La population

	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
Italie	75	50	25
Royaume-Uni	221	144	77
Total	742	403	339



L'échantillon

Nationalité des OCI

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



L'échantillon

Taille des OCI

	Réponses	Moyenne	Min.	Max.	Ecart-type
Salariés	74	29,19	1	300	56,73
Deal Min.	68	6.112.920	10.000	50.000.000	10.125.000
Deal Max.	63	196.894.000	77.000	6.000.000.000	746.654.000
Deal Moy.	69	93.958.500	46.000	3.025.000.000	362.558.000





Les thèmes

1. Caractéristiques des OCI
2. Types de financement
3. Caractéristiques des cessions
4. Critères de l'évaluation
5. Méthodes d'évaluation
6. Contrats
7. Maintien dans la direction du cédant

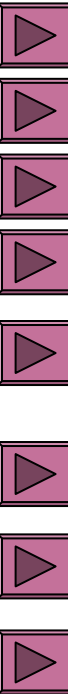
A decorative graphic on the left side of the slide consists of overlapping squares in blue, purple, and green, intersected by a black crosshair.

3.2. La méthodologie

- Analyse descriptive des données
- L'analyse typologique : le regroupement en classes des OCI sans *a priori* sur la nationalité
- L'analyse discriminante : la recherche des différences entre pays

3.3.- Les résultats

- Caractéristiques des OCI
- Types de financement
- Caractéristiques des cessions
- Critères d'évaluation
- Méthodes d'évaluation
- Contrats
- Maintien dans la direction du cédant
- Synthèse des résultats

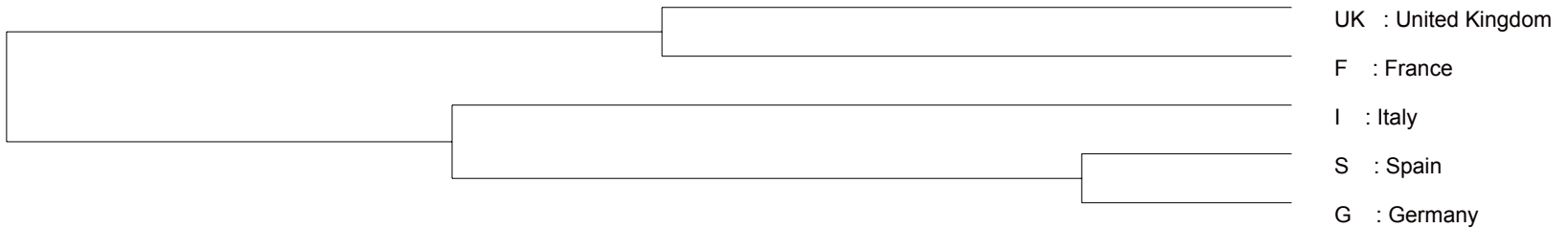


Caractéristiques de l'OCI

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

Discrimination des pays selon les caractéristiques des OCI

Classification des pays selon les caractéristiques des OCI

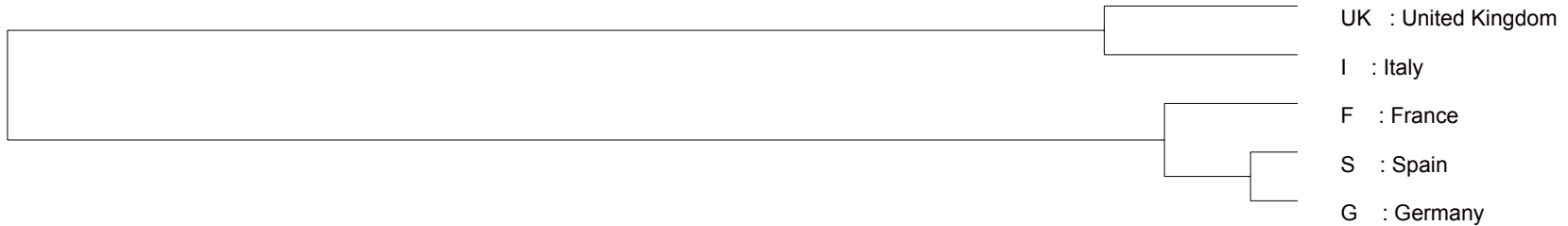


Financements

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

Discrimination des pays selon les financements

Classification des pays selon les financements



Caractéristiques de la cession

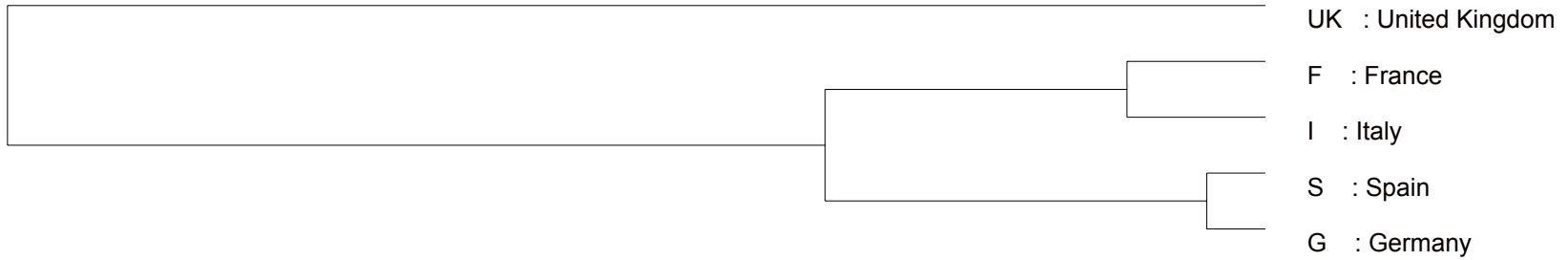
N° de la question	Nom de la variable	Taux de réponse (%)	Modalités de la variable	Poids en % des exprimés
1	Anticipation cession dès la création	86,20	Faible (moins de 25% des cas) Moyen (entre 26% et 75% des cas) Fort (plus de 76% des cas)	28,89 46,24 24,87
2	Anticipation cession développement	92,54	Faible Moyen Fort	15,13 53,77 31,10
7	Motif cession	91,53	Retraite Gestion patrimoniale et fiscale de la transmission aux enfants Difficultés de l'entreprise Difficultés personnelles Autres	44,10 14,67 9,60 4,02 27,62

Typologie des OCI selon les caractéristiques de la cession

1. «Retraite moyennement anticipée» (35,79%)
[Espagne+, Royaume-Uni-]
2. «Difficultés personnelles»(25,96%)
[Royaume-Uni +]
3. «Faible anticipation» (13,66%)
[France+, Royaume-Uni-]
4. «Gestion patrimoniale et fiscale» (10,80%)
5. «Difficultés de l'entreprise» (10,21%)
6. «Forte anticipation» (3,25%)

Discrimination des pays selon les caractéristiques de la cession

Classification des pays selon les caractéristiques de la cession



Critères d'évaluation

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

Typologie des OCI selon les critères d'évaluation

1. « Mixte » (42,94%) [France -]
2. « Amont » (29,97%)
3. « Aval » (13,67%)
4. « ANC » (8,58%)
5. « RNC » (4,85%)

Discrimination des pays selon les critères d'évaluation

- Au seuil de signification de 5%, rien ne différencie l'Allemagne, la France, l'Espagne et le Royaume-Uni.
- Seul un pays, l'Italie, se distingue par la non considération du résultat d'exploitation.



Méthodes d'évaluation

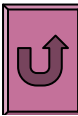
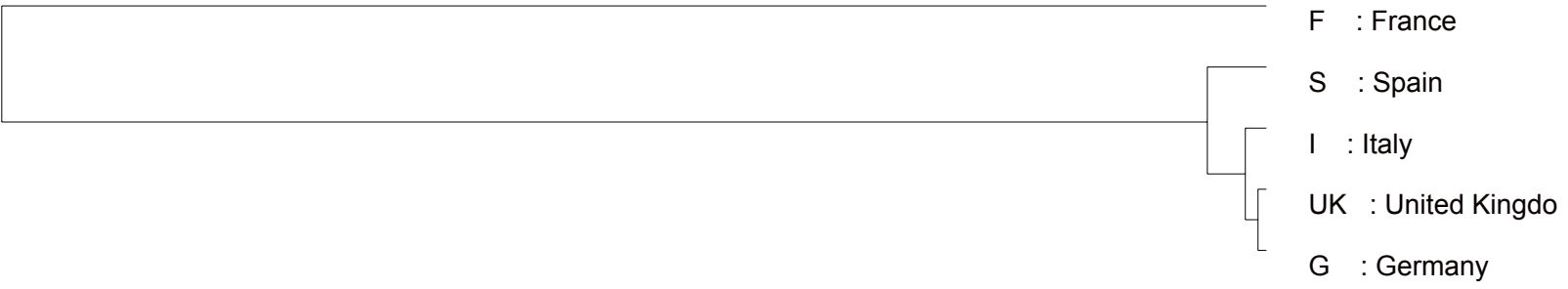
N° de la question ^(*)	Nom de la variable	Taux de réponse ^(*)	Modalités de la variable ^(*)	Poids en % des exprimés
9	Méthode patrimoniale	100	Oui-MP Non-MP	54,99 45,01
9	Méthode des multiples	100	Oui-MM Non-MM	67,22 32,78
9	Méthode <i>Discounted Cash Flows</i>	100	Oui-DCF Non-DCFC	40,91 59,09
9	Méthode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

Typologie des OCI selon les méthodes d'évaluation

1. « Futur plus » (34,09%)
2. « Complet » (33,55%)
[Royaume-Uni +, France -]
3. « Originaux » (15,99%)
4. « Futur moins » (12,54%)
[Royaume-Uni -]
5. « Goodwill » (3,82%)
[France+]

Discrimination des pays selon les méthodes d'audit

Classification des pays selon les méthodes d'audit

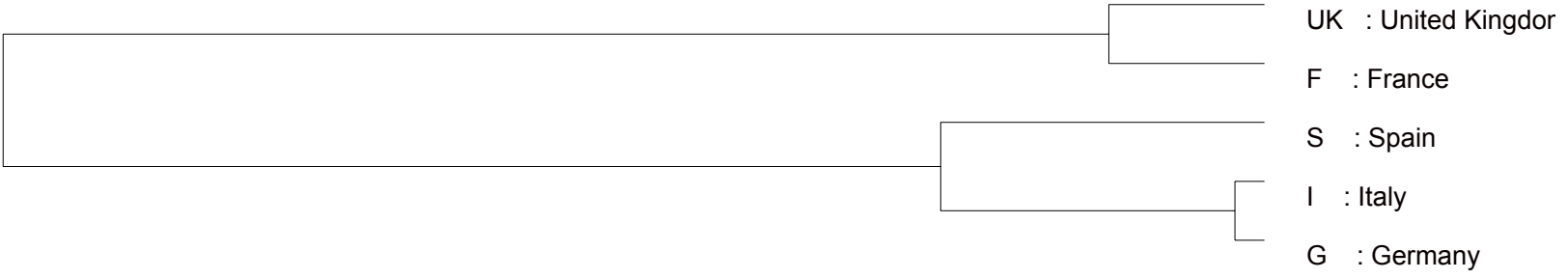


Contrats

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 (moins de 25% des cas) Moyen (entre 26 et 75% des cas) Fort (plus de 76% des cas)	64,19 21,93 13,88
10	Garantie de passif	97,40	Faible Moyen Fort	26,62 11,44 61,94
11	<i>Earn Out</i>	95,10	Faible Moyen Fort	61,29 29,86 8,85

Discrimination des pays selon les contrats

Classification des pays selon les pratiques contractuelles

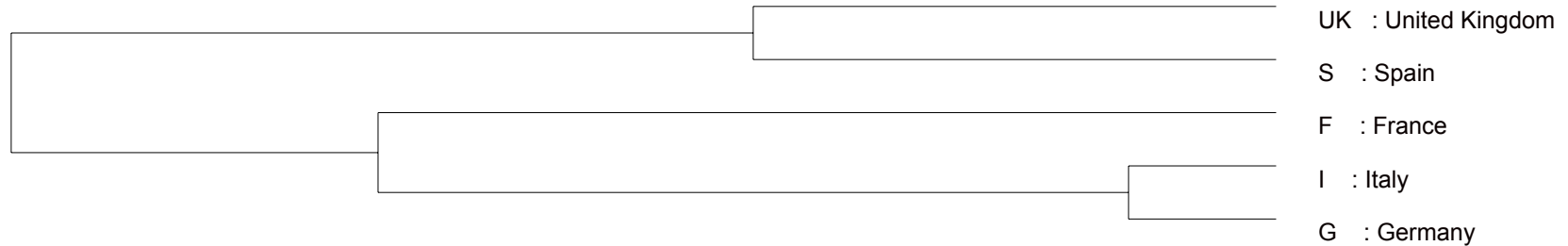


Maintien dans la direction du cédant

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 (moins de 25%) Moyen (entre 26% et 75%) Fort (supérieur à 76%)	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

Discrimination des pays selon le maintien dans la direction du cédant

Classification des pays selon le maintien dans la direction du cédant



Typologie globale

1. **Groupe 1** (54,50%) :

- Méthodes d'évaluation avancées, participations minoritaires, activité internationale, entreprises en difficulté, fort usage des garanties de passif

2. **Groupe 2** (34,52%) :

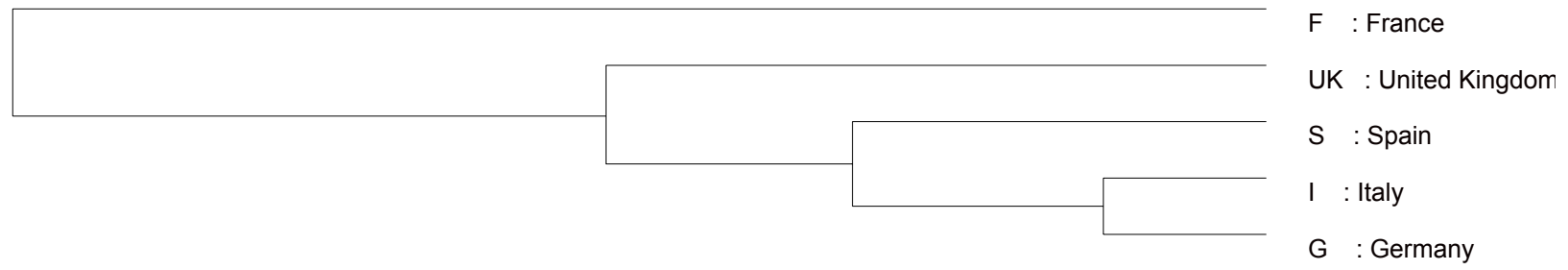
- Difficulté personnelle du dirigeant, critères d'évaluation à l'amont dans les SIG, méthodes originales d'évaluation, utilisation importante des clauses, usage de tous les modes de financement, maintien du cédant dans la direction

3. **Groupe 3** (7,71%) :

- Retraite, méthodes d'évaluation complètes, critères d'évaluation à l'aval dans les SIG

Analyse discriminante globale

Classification des pays selon la synthèse des thèmes





Bilan

- Faible pouvoir illustratif du facteur « pays » dans les classifications (exemple : synthèse)
- Situation particulière de deux pays : la France et le Royaume-Uni
- Situation des trois autres économies :
 - Aucune régularité dans les proximités avec ces deux modèles dans l'analyse thème par thème
 - Proche du modèle UK dans la synthèse

Conclusion générale

1. Ressemblance de l'activité des OCI en Europe et rejet de l'hypothèse de convergence
2. Relation de dépendance entre les transferts de propriété et le financement des OCI
3. En particulier en France
4. Deux modèles très différents de pratique des OCI :
 - Le modèle britannique
 - Le modèle français

