

LA LETTRE DE L'oe e

Quelles sont les perspectives de l'épargne européenne ?

Which Outlook for European Savings?

- 1 Comportements financiers des ménages au cours de la période récente : le cœur de la crise et la sortie de crise
Households' financial behaviour in the recent period: The heart and the way out of the slump
- 9 Spécificités des comportements d'investissement et d'endettement des ménages dans la "Nouvelle Europe"
Specificities of "New Europe" households' investment and debt behaviour
- 14 Ménages dans la "Nouvelle Europe" - communiqué de presse
"New Europe" Households' - Press release
- 17 Le poids réel des impôts sur les revenus du patrimoine financier dans trois pays européens
The true weight of taxes on wealth income in three European countries
- 22 Pratiques des organismes de capital-investissement sur le marché de la transmission d'entreprises : premiers résultats
Practices of private equity firms on the buyout market: First results
- 25 Les raisons d'une sortie de crise avec une consommation un peu faible dans la zone euro
The reasons for consumption to remain weak in the euro area on the way out of the crisis
- 28 Agenda
- 29 Publications

Je voudrais tout d'abord me réjouir de l'adhésion de deux nouveaux membres à l'Observatoire de l'Épargne Européenne : L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et le groupe TNS-Sofres. La participation active des experts de ces deux organismes prestigieux ne pourra qu'accroître le rayonnement et la pertinence de nos travaux. Je les accueille donc chaleureusement.

La carte de l'épargne européenne reste fragmentée. Certes, de manière générale, le comportement des investisseurs est toujours attentiste, malgré un certain regain d'activité boursière au début de l'année. Mais les contrastes restent forts entre des pays comme l'Espagne et le Portugal où les ménages épargnent peu et s'endettent beaucoup, et d'autres comme l'Allemagne, la France ou l'Italie qui continuent d'investir. La fragmentation est encore plus marquée lorsque sont pris en compte les spécificités des comportements dans la "Nouvelle Europe", désormais partie intégrante de l'Union Européenne. Les travaux du Professeur Babeau réalisés avec les spécialistes de Pioneer Investment sont à cet égard très éclairants.

Malheureusement, s'il est un facteur commun à nombre de pays européens, c'est bien que l'on recourt de manière excessive à l'épargne privée pour financer des déficits publics. L'épargne n'est pas trop abondante en soi : ce qui pose problème, c'est plutôt son utilisation, trop peu tournée vers le financement des entreprises.

Or l'orientation de l'épargne dépend largement de la fiscalité. Comme le montre une étude récente conduite par Yannick L'Horty pour notre Observatoire, le poids réel de la fiscalité de l'épargne reste très différent d'un pays à l'autre, et l'on serait bien en peine de trouver une logique aux différences de traitement fiscal entre les grandes classes d'actifs financiers.

Les obstacles réglementaires et institutionnels gênent aussi l'émergence d'une véritable Europe de l'épargne. Dès lors, plutôt que de chercher à réformer l'ensemble d'un système très résistant au changement, je pense que les institutions européennes devraient permettre la création d'une nouvelle catégorie de produits, d'emblée européens, qui seraient proposés aux épargnants à côté de produits nationaux.

Jacques de Larosière

I would like first to express the pleasure I have to welcome two new OEE members: The Autorité des Marchés Financiers (AMF) and the TNS-Sofres group. The active participation of experts of both those prestigious organisations can only increase the influence and relevance of our work. I thus welcome them warmly.

The European savings geography remains very fragmented. Obviously, from a general point of view, investors tend to adopt a wait-and-see attitude, despite a new bout of stock exchange activity at the beginning of the year. But contrasts remain strong between countries such as Spain and Portugal, where households do not save much and tend to go in debt, and others, such as Germany, France or Italy, which keep investing. Fragmentation is even more pronounced when behaviour specificities are taken into account such as those observed in "New Europe" countries, now part of the European Union. Professor Babeau's work was conducted in cooperation with specialists of Pioneer Investment, whose contribution in this regard was quite enlightening.

Unfortunately, if there is a common factor to a number of European countries, it is obviously that an excessive use of private saving is made for financing public deficits. Saving is not excessive per se: The problem raised relates more to its use, not enough oriented towards company financing.

Saving depends largely on taxes. As evidenced by a recent study conducted by Yannick L'Horty for our institute, the real weight of saving taxes remains very different from a country to another, and finding a logic to the differences in the tax treatment of the various financial asset classes would prove to be difficult.

Regulatory and institutional obstacles do also hamper the emergence of a true Europe of savings. From there on, instead of trying to reform a whole system that resists to change, I think that European institutions should allow for the creation of a new category of products, European from the start, that would be offered to savers next to national products.

Comparaison des pratiques des organismes de capital-investissement sur le marché de la transmission d'entreprises : 1^{ers} résultats

Rafik Abdesselam, Françoise Bastié et Sylvie Cieply, Université de Caen

Comparison of Private Equity Practices on the Company Buyout Market: 1st result

Rafik Abdesselam, Françoise Bastié and Sylvie Cieply, Caen University

L'article qui suit fait une synthèse des résultats préliminaires d'une recherche sur "L'investissement dans le non coté en Europe" conduite par une équipe de l'université de Caen pour le compte de l'Observatoire de l'Épargne Européenne. Ce projet a tout d'abord, sur la base d'une enquête en ligne auprès d'organismes de capital-investissement de 5 pays européens, étudié le rôle du capital-investissement dans la gestion de la transmission des entreprises.

Ces résultats préliminaires seront prolongés par une analyse de ce marché et des difficultés rencontrées par les entrepreneurs. Le rapport d'étude final est livrable fin 2004.

Les statistiques publiées par la European Venture Capital Association sur l'activité des organismes de capital-investissement (O.C.I.) en Europe mettent en évidence la situation particulière de la Grande-Bretagne qui domine, en volume d'affaires traitées, le marché européen de l'investissement dans le non coté. Cette différence essentiellement quantitative s'accompagne-t-elle de spécificités dans les pratiques de ces organismes sur le marché du capital-transmission ? Pour étudier cette question, nous exploitons les réponses d'une enquête administrée auprès de soixante-dix-neuf organismes installés dans les pays suivant : Allemagne, Espagne, France, Grande-Bretagne et Italie.

L'échantillon est représentatif selon les pays et concerne 20 % de la population des O.C.I. intervenant en transmission d'entreprises. Après avoir introduit les thèmes étudiés à partir de cette base de données, nous présentons brièvement la méthode statistique et les principaux résultats.

The following article synthesizes preliminary results of a research on "Investment in unquoted companies in Europe" led by a team of Caen University on behalf of the European Saving Institute (OEE). This project studied, on the basis of an online survey of 5 European countries, the practices of private equity firms on the company buyout market.

An extension of this preliminary research will consist in analysing this market and the problems encountered by entrepreneurs on this market. The final report is to be delivered at the end of 2004.

Statistics published by the European Venture Capital Association on the activity of financial institutions specialised in private equity (PE) in Europe shed light on the specific situation of the United Kingdom, which, in terms of business volume, dominates the European market for investment in unquoted firms. Does this mostly quantitative difference come along with specificities in the practices of those organisations on the buyout market? With a view to provide an answer to this question, we carried out a survey of seventy nine institutions based in the following countries: Germany, Spain, France, the United Kingdom and Italy.

The sample is geographically representative and relates to 20% of the overall population operating in the field of company buyouts. In this brief article, we first introduce the themes we use to analyse the database. Then, we briefly present statistical methods and our main findings.

Les informations collectées

La base de données ainsi constituée permet d'aborder huit thèmes :

- Le premier est dédié à l'analyse des **caractéristiques de la cession** ; la préparation de la transmission par les dirigeants - propriétaires est prise en compte.
- Le second thème étudie les **caractéristiques de la valorisation du projet**.
- Le troisième thème étudie les **méthodes d'audit utilisées**. La méthode patrimoniale, qui porte sur le passé de la firme, est distinguée des méthodes appréciant le *goodwill* ou les perspectives futures de l'entreprise.
- Le quatrième thème analyse les **pratiques contractuelles** qui contribuent à la réduction des problèmes informationnels.
- Le cinquième thème repère la **durée des engagements contractuels**.
- Le sixième thème est dédié à l'identification du **type de contrôle** du repreneur.
- Le septième thème caractérise la **nature de l'O.C.I.** en termes de spécialisation sectorielle, géographique ou selon la maturité des entreprises cibles.
- Le dernier thème identifie les **modalités de l'intervention financière** de l'O.C.I. (fonds propres ou dettes, prises de participations majoritaires ou minoritaires).

Traitements statistiques et principaux résultats

L'analyse discriminante des O.C.I. en fonction de leur nationalité impose l'étude des facteurs qui caractérisent et différencient au mieux les établissements selon leur nationalité. Cette analyse est réalisée à partir de la synthèse des thèmes précédemment introduits. L'arbre hiérarchique suivant illustre les proximités entre pays relativement à cette synthèse. Il apparaît que l'Italie et l'Allemagne se ressemblent et que les O.C.I. britanniques se différencient très fortement des O.C.I. des autres pays. On peut en effet opposer la situation des O.C.I. britanniques à la situation des O.C.I. de l'Europe continentale puisque, quel que soit le niveau de regroupement, la Grande-Bretagne ne peut être associée à aucun des autres pays étudiés.

Information collected

Basing on the database, eight themes were analysed:

- The first one is dedicated to the analysis of the **buyout's characteristics**; in this regard, the preparation of the transfer by chief managers / owners is taken into account.
- The second theme studies the **characteristics of firms' valuation**.
- The third theme studies the **auditing methods used**. The wealth method, which draws the past of firms into account, is considered separately from methods that attempt to assess the goodwill or the firms' outlook.
- The fourth theme analyses **contractual practices** that contribute to reduce informational asymmetries.
- The fifth theme identifies the **duration of contractual commitments**.
- The sixth theme is dedicated to identifying the **type of control** exerted by the buyer.
- The seventh theme characterises the **nature of financial institutions involved in buyout operations** in terms of industrial specialisation, location or according to the maturity of target firms.
- The last theme identifies the **modalities of financial intervention** (use of own funds or use of debt, majority or minority stakes).

Statistical treatment and main results

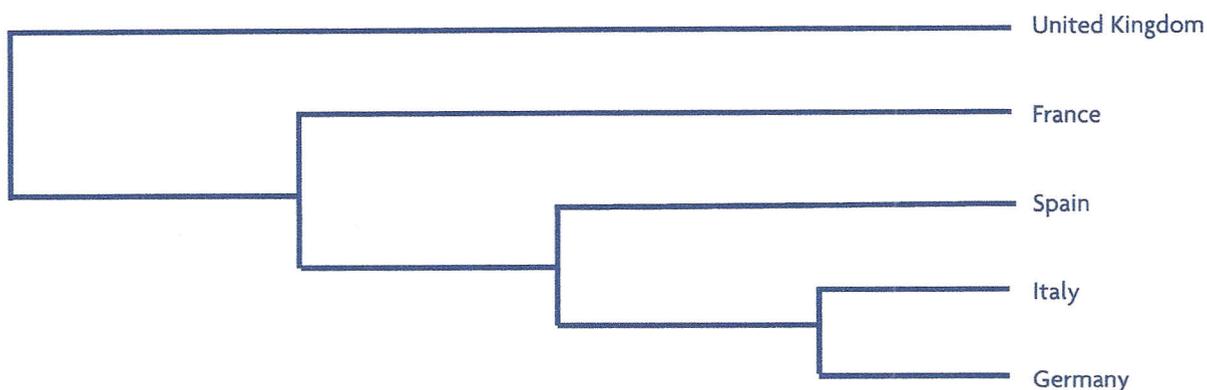
A cluster analysis identifies the factors that best characterise and differentiate -with regard to their nationality- financial institutions involved in buyout operations. This analysis starts with a synthesis of the results gathered for each of the themes mentioned hereabove. The following hierarchical clustering shows the factors that make countries look alike with respect to this synthesis. Accordingly, Italy and Germany look very similar and British institutions stand distinctly apart from their European counterparts. Indeed, whatever the level of clustering, the United Kingdom cannot be associated with any other of the countries under review.

Les proximités dans la pratique des O.C.I. selon leur nationalité

Similarities of Private equity firms' practices according to their nationality

Classification hiérarchique directe :

Direct hierarchical clustering:



Les O.C.I. allemands présentent une situation homogène relativement à notre échantillon. L'Italie, très proche de l'Allemagne, se caractérise par un maintien du cédant dans la gestion dans 26 à 75 % des opérations de cession (niveau de contrôle moyen du repreneur). L'Espagne se différencie par la nature de la cession qui est, plus souvent que dans les autres pays, due à la retraite et apparaît moyennement anticipée. La France et l'Angleterre se différencient beaucoup plus des autres pays. Les O.C.I. français se caractérisent par une faible anticipation des cédants, des méthodes d'audit basées sur le futur, plutôt intuitives et une reconnaissance de l'importance du *goodwill*. Leurs participations dans le capital des entreprises sont principalement minoritaires. En revanche, les O.C.I. anglais se différencient par une forte anticipation des cédants, un audit complet et la faible utilisation des méthodes contractuelles.

En résumé, la France et le Royaume-Uni s'imposent comme deux modèles très différents de capital-transmission. Par ailleurs, les caractéristiques de la cession différencient plus les O.C.I. selon leur nationalité que leur spécialité ou les caractéristiques techniques de leurs interventions.

Compared to our sample, German institutions show an homogeneous profile. Very close to Germany, Italy can be characterised by the fact that the seller remains active in the firm's management in 26 to 75% of buyouts (average level of control of the buyer). Spain stands out since buyouts are, more than in other countries, due to retirement, and their anticipations mediocre. France and the United Kingdom stand out much more markedly than other countries. French institutions are characterised by a weak anticipation of the sellers, forward looking and somewhat intuitive auditing methods and a recognition of the importance of the goodwill. They mostly hold minority stakes. Conversely, British institutions stand out due to the strong ability of sellers to anticipate, the use of comprehensive auditing methods and the unfrequent use of contractual methods.

To sum up, France and the United Kingdom provide two very different models of buyout practices. Besides, buyout characteristics differ more with respect to the nationality of the financial institution than to their field of specialisation, or to the technical characteristics of their interventions.

o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

33, rue de Miromesnil • 75008 Paris
Tel. : +33-(0)1 43 12 58 00 • Fax : +33-(0)1 43 12 58 01

www.oee.fr

