Mémoire de fin d'études

Majeure Finance Promotion 2006

LE MARCHE DU M&A EN FRANCE DEPUIS 2000

Sous la supervision de Franck CEDDAHA

Patrick BADARO – H02015

Henry CAPELLE – H02050

« Rien ne se perd, rien ne se crée, tout se transforme »

Citation attribuée à Antoine Laurent Lavoisier (1743 - 1794), chimiste français

« I always said that mega-mergers were for megalomaniacs »

Citation attribuée à David Ogilvy (1911- 1999), ancien directeur d'une compagnie de publicité

A Alice,
A mes parents,
Patrick Badaro

A mes parents,
A Charlotte,
Henry Capelle

Introduction

Aujourd'hui et hier nous avons assisté à des mariages entre géants français dans tous les secteurs et dont ont émergé des géants mondiaux : Total-Fina - Elf Aquitaine (1999), Sanofi - Aventis (2004), Crédit Agricole - Crédit Lyonnais (2004) mais aussi avec des géants internationaux comme Vivendi - Seagram (2000), France Télécom - Orange (2000), Air France - KLM (2005)… et peut être demain Mittal - Arcelor ?

Lorsqu'une entreprise décide de croître son marché ou sa taille une alternative se présente: la croissance interne dite aussi organique et la **croissance externe**. Le 1er cas signifie que l'entreprise préfère grandir seule sans aucun « apport » extérieur. Le 2nd cas désigne les situations où l'entreprise décide par exemple de conquérir de nouveaux marchés en rachetant d'autres entreprises ou activités d'autres entreprises. Les intérêts d'opter pour une croissance externe sont multiples comme par exemple la déduction des coûts d'installation dans un nouveau secteur ou un marché mais aussi des économies d'échelles[1]. A l'inverse, une entreprise qui souhaite se désengager par exemple d'un secteur d'activité ou d'un marché peut soit céder à un tiers soit fermer boutique. Enfin, il existe des cas où le rachat d'une entreprise par une autre n'est pas sollicitée par cette dernière, on appelle cette situation une offre hostile[2]. Toutes ces situations et ces exemples s'appellent des **opérations de fusions et acquisitions**[3].

Le marché des fusions et acquisition en France est l'un des plus importants en Europe, il a connu une **période faste** durant la fin des années 1990 avant de souffrir de l**'explosion de la bulle internet**. Depuis 2004, on constate une nouvelle croissance du marché des fusions et acquisitions en France et on retrouve méga fusions et **effets de concentration** dans certains secteurs. Ce marché dynamique ou parfois atone a été rendu possible grâce à de l'intervention de nombreux acteurs : autour de l'acheteur et du vendeur, de l'acquéreur et de la cible on trouve un ensemble de partenaires financiers (banques d'affaires, fonds d'investissement), stratégiques (cabinets de conseil), juridiques (cabinets d'avocats d'affaires) et tant d'autres experts (cabinets d'audit notamment). Toutes ces opérations ne sont possibles qu'après le consentement de régulateurs de la concurrence (Autorités de la Concurrence de la Commission Européenne pour l'Europe, FTC pour les US) de la bourse et des marchés financiers (AMF[4] en France). **L'Etat français** joue un rôle à part dans ce marché : c'est un régulateur national pour certains marchés[5], c'est aussi un actionnaire de poids dans d'anciennes entreprises publiques (EDF, GDF, FT…). Enfin, bien que les avis d'experts divergent sur son influence réelle, l'Etat peut faire valoir son mécontentement ou sa désapprobation, et rares sont ceux qui tentent alors de le contrarier...

[1] Appelées aussi synergies de coût
[2] Vs une offre amicale
[3] *Mergers and Acquisitions* en anglais. On peut retrouver dans la suite du mémoire le sigle M&A
[4] Autorité des Marchés Financiers
[5] Pharmacie (AMM) et Télécoms (ART) notamment

On peut donc véritablement parler de **marché** des fusions et des acquisitions, qui a une **dynamique** propre, mais aussi des **acteurs** et des **régulateurs**.

4 interrogations au sujet du marché des fusions et acquisitions en France méritent d'être posées:

- *Quelles sont les dynamiques du marché des fusions et des acquisitions en France depuis 2000?*
- *Quels sont les fondements de l'évolution de ce marché depuis l'éclatement de la bulle internet?*
- *Quels changements conjoncturels ou structurels avons-nous vu s'établir depuis 1990? 2000?*
- *Quels sont les acteurs principaux de ces changements ? Quels sont ceux qui en profitent ?*

Pour tenter de répondre à ces questions, nous avons organisé notre mémoire en 4 parties :

1. L'évolution générale du marché des fusions et acquisitions en France depuis 1990.
2. Etudes approfondies des transactions depuis 1990
3. Le rôle du capital investissement
4. L'évolution des banques et des cabinets d'avocats d'affaires

La source

Pour l'ensemble des chiffres qui figurent dans ce mémoire sauf mention contraire, nous avons travaillé avec **SDC Platinum** (sera noté **SDC ou Thomson SDC**), une émanation de *Thomson financials*[6]. Il s'agit d'une base de données financière pour l'ensemble des transactions réalisées dans le monde entier depuis 1962 (émissions d'actions, fusions et acquisitions, prêts syndiqués, fonds d'investissements, financement de projets…)

Notre mémoire concerne des transactions :

- Achevées (en opposition à uniquement annoncées)
- Dont l'acheteur et/ou la cible est/sont français
- Toutes tailles confondues
- Tous secteurs confondus
- Du 1er janvier 1990 au 31 décembre 2005

[6] Pour plus d'informations visitez le site internet : http://www.thomson.com/financial/financial.jsp

Table des matières

I. Etude générale du marché des fusions et acquisitions en France depuis 2000 **P 7**

A) Evolution en volume et en nombre de transactions P 7

B) Etude par pays et évolution des transactions sur le marché français depuis 2000 P 14

C) Segmentation sectorielle du marché du M&A français P 20

Synthèse Partie I P 24

II. Etudes approfondies des transactions en France depuis 1990 **P 25**

A) Les valorisations des transactions en France depuis 1990 P 25

B) Les primes octroyées depuis 1990 P 32

C) Etude des transactions inférieures à 1 Mrd $ depuis 2000: P 37

D) Etude de l'activité M&A des groupes du CAC40 depuis 2000: P 43

Synthèse Partie II P 46

III. La place du capital investissement dans le marché français du M&A **P 48**

A) Les faits P 48

B) Les raisons P 53

C) Les principaux acteurs P 60

Synthèse Partie III P 63

IV. Les acteurs du marché des fusions et acquisition en France **P 64**

A) 1990 – 2005 : La dynamique des classements des banques d'affaires P 68

B) 2000 – 2005 : Les classements des cabinets d'avocats d'affaires P 79

Synthèse Partie IV P 83

CONCLUSION **P 85**

BIBLIOGRAPHIE ET PERSONNES RENCONTREES **P 87**

ANNEXES **P 88**

I. Etude générale du marché des fusions et acquisitions en France depuis 2000, mise en perspective temporelle et géographique

L'année 2000 a sonné, au niveau mondial comme au niveau français, comme la fin du plus haut cycle dans l'histoire des fusions et acquisitions. L'engouement pour les valeurs technologiques, le niveau élevé de la bourse, l'émergence de géants dans les télécoms et médias ont joué en la faveur de cette euphorie. La chute ne fût que plus rude et il aura fallut attendre quelques années avant que le marché ne relève la tête. Ainsi un groupe comme Vivendi et son PDG Jean-Marie Messier auront été les symboles de ces 2 – 3 années durant lesquelles tout est allé trop vite, trop haut, trop fort… On connaît la suite et les conséquences pour le groupe et son PDG à titre personnel.

Nous allons dans cette partie tenter de mettre en perspective l'évolution du marché des fusions acquisitions en France depuis 2000 et la fin de la bulle boursière sous deux points de vues différents : l'évolution du volume et du nombre de transactions qui reflètent le poids du marché lors d'une année, ainsi que l'évolution sectorielle du marché car, comme nous allons le voir, le marché du M&A est cyclique, chaque cycle correspondant à un engouement sectoriel ou stratégique.

A) Evolution en volume et en nombre de transactions

1 – Le marché des fusions et acquisitions, un marché cyclique au niveau mondial et français

Lorsque l'on étudie le marché des fusions et acquisitions, les deux indicateurs les plus regardés et pris en compte par les professionnels et les bases de données sont le nombre de transactions réalisées lors d'une année, et le volume en valeur (ici nous auront des chiffres en milliards d'US$) des transactions réalisées. Il nous semble que les deux indicateurs sont intéressants et permettent d'étudier le marché sous deux angles différents. Le nombre de transactions sur un an permet de juger le dynamisme du marché et est un indicateur peut-être plus précis lorsqu'il s'agit de comparer une année par rapport à une autre car non influencé directement par le marché des devises (en effet, un dollar de transaction d'il y a 15 ans n'est que difficilement comparable à un dollar de transaction d'aujourd'hui). Néanmoins, l'analyse en volume en valeur est la plus communément utilisée car elle permet de rentre compte de l'importance des transactions, une opération de plusieurs milliards n'ayant alors pas le même impact qu'une opération de quelques centaines de milliers de dollars. C'est ce critère déterminant qui fait que l'on regarde en général le volume en valeur pour juger de l'importance d'une année et permet de juger le marché en terme de valeur moyenne par transaction et donc ses niveaux de valorisation.

Le marché des fusions et acquisitions est un marché relativement cyclique, chaque vague étant souvent la conséquence d'un engouement sectoriel aidé par une conjoncture économique favorable

(croissance, santé de la bourse), des stratégies industrielles nouvelles et des évolutions technologiques. Franck CEDDAHA, dans son ouvrage *Fusions et Acquisitions* met en valeur, en s'inspirant de Jansen (2003), les cinq premières grandes vagues de fusions et acquisitions au niveau mondial.

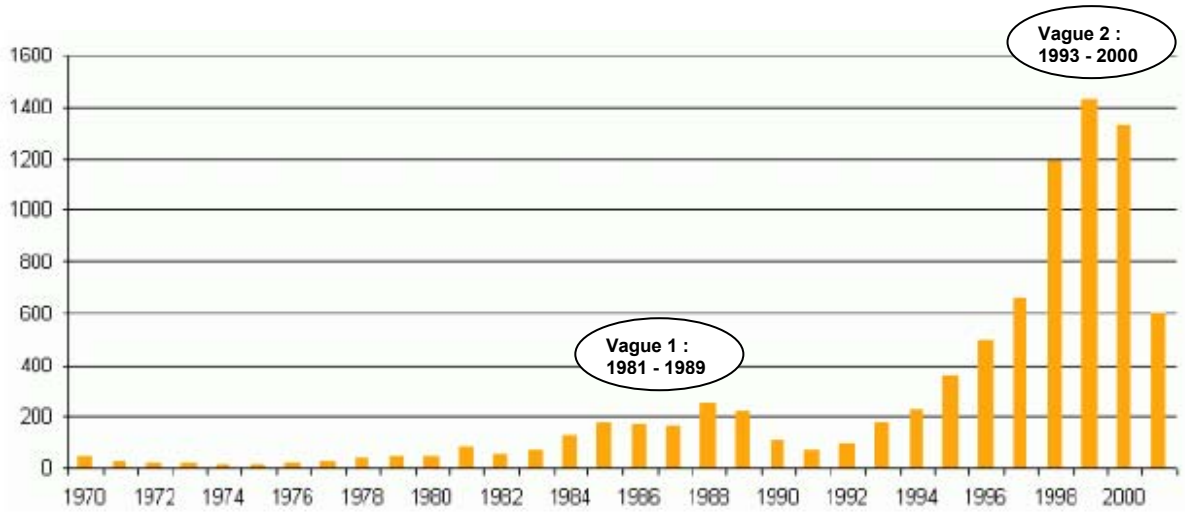
Tableau 1 : *Stratégies et challenges des 5 premières vagues de fusions acquisitions au niveau mondial*

Vague	Motifs stratégiques	Niveau d'intégration
1897 – 1904	*Stratégie :* réalisation de rentres monopolistiques par rapprochements horizontaux *Challenge :* gain de part de marché	■□□□□
1916 – 1929	*Stratégie :* intégration verticale en vue de contrôler l'ensemble de la chaîne de valeur *Challenge :* optimiser l'organisation des groupes	■■□□□
1965 – 1969	*Stratégie :* construction de conglomérats avec portefeuilles d'activités diversifiées et peu sensibles aux cycles	□□□□□
1981 – 1989	*Stratégie :* retour sur le *core-business* et opérations spéculatives *Challenge :* peu de challenge car peu de rapprochements horizontaux	■□□□□
1993 – 2000	*Stratégie :* création de valeur pour l'actionnaire et mondialisation *Challenge :* acquérir des compétences clefs et se développer à l'étranger	■■■■■

Source : d'après F.Ceddaha et Jansen (2003)

Le graphique suivant, tiré de la Lettre Vernimmen (par Pascal QUIRY et Yann LE FUR) d'octobre 2001 montre bien les deux dernières vagues de fusions acquisitions cité dans le tableau 1. En effet on distingue clairement une augmentation progressive du volume des opérations et une décroissance soudaine.

Graphique 1 : *Montant des fusions et acquisitions impliquant au moins une société américaine*



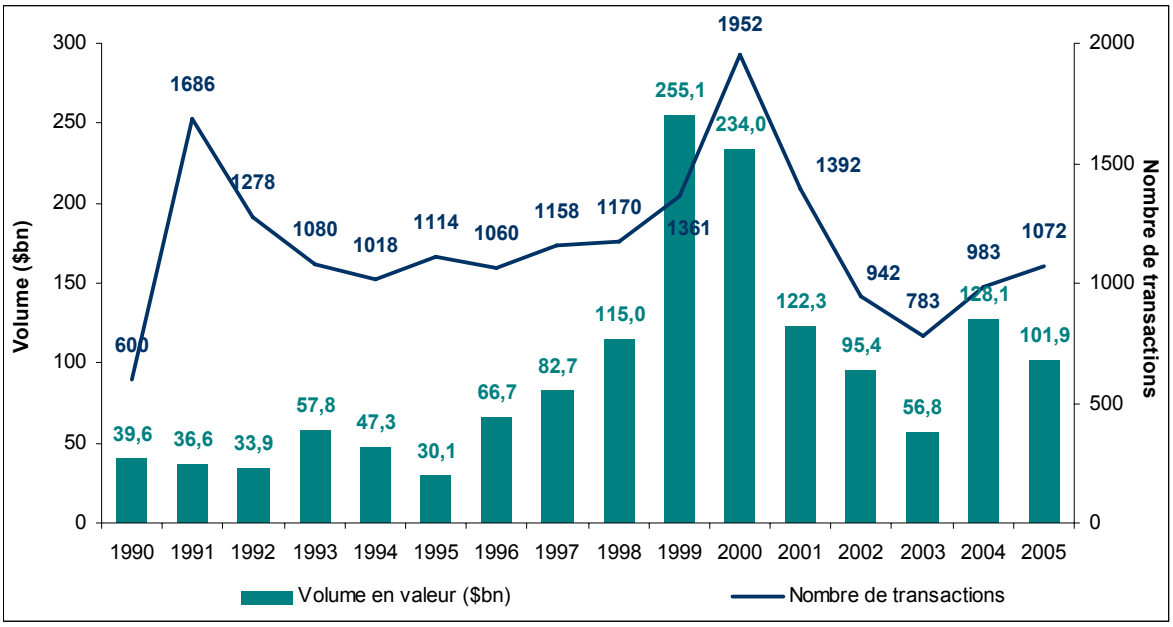
Source : La lettre Vernimmen, octobre 2001

La France n'est pas en reste sur le marché mondial des fusions acquisitions et à vu depuis le début des années 90 l'apparition d'opérations très importantes tels que Total Fina – Elf en 1999 (50 mds de

$), France Telecom – Orange (46 mds de $) et Vivendi – Seagram en 2000 (40 mds de $) ou encore Sanofi – Aventis en 2004 (60 mds de $). Néanmoins, le marché français a connu la même tendance que le marché dans son ensemble en subissant des cycles analogues. Comme nous l'a dit Pascal QUIRY, professeur au groupe HEC et spécialiste des fusions acquisitions chez BNP PARIBAS, le début des années 80 a été en France une période de formation de conglomérats et d'une intégration horizontale. La vague suivante, qui a véritablement pris son essor en France à partir de 1996, à été motivée par la bulle financière et par l'engouement pour les NTIC. Nous y reviendrons plus en détails par la suite. 2002 – 2003, bien qu'ayant eu un volume de transactions bien inférieur aux années d'euphorie, a été une période pendant laquelle les grandes groupes se sont recentrés sur leurs métiers et se sont désendettés. L'exemple de Vivendi Universal est certainement le plus symptomatique de cette transition. On a néanmoins pu assister pendant cette période à des rapprochements stratégiques marquants tels que l'OPA hostile du canadien Alcan sur Pechiney en 2003. De 2004 à aujourd'hui, il semble que le marché ait été dominé par d'importantes opérations avec une réelle logique industrielle. En effet, après une période de désendettement et d'accumulation de cash, les entreprises sont de nouveaux prêtes à investir pour développer leurs métiers, utilisant également la bourse, mais de manière plus rationnelle et raisonnée que lors de la bulle, comme moyen d'acquisition. Ainsi l'acquisition d'Aventis par Sanofi en 2004 est considérée comme réussite grâce à d'importantes synergies post-acquisition, et ce malgré un prix payé élevé et une longue bataille boursière.

Le graphique suivant montre l'évolution en valeur et en nombre de transactions du marché français du M&A. On y voit bien les vagues précédemment décrites. Bien que le nombre de transactions soit relativement stable sur la période (malgré une faible année 1990 et les années 1999 – 2000, le nombre moyen de transactions par an tourne autour de 1 000), le volume en valeur a été multiplié par 5,7 entre 1990 et 2000 !

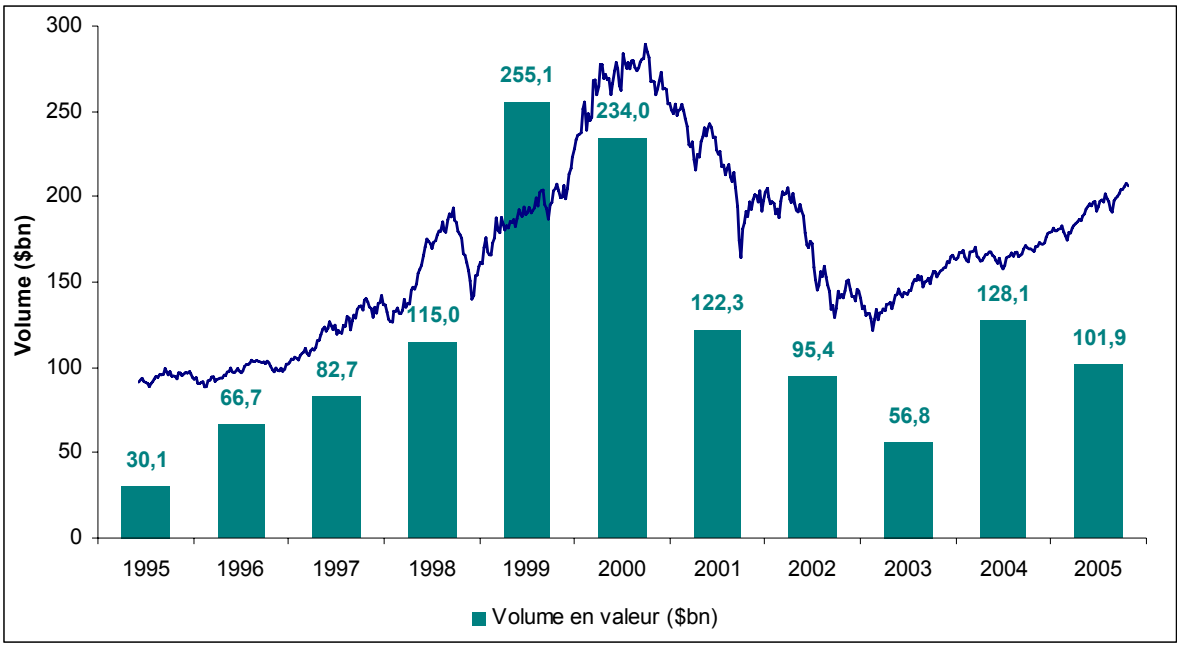
Graphique 2 : *Le marché français du M&A depuis 1990*



Source : Thomson SDC

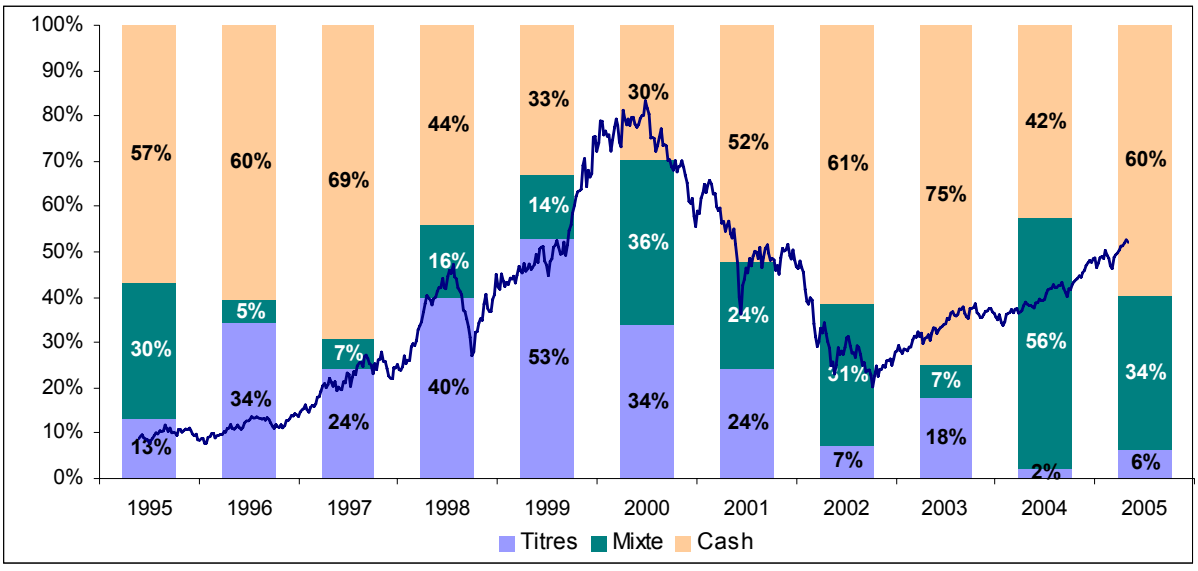
Dans le graphique 3, on peut aisément faire un parallèle entre le volume des transactions et, dans le cas de la France, l'évolution du CAC40. En effet, un cours de bourse élevé permet des acquisitions en titre à moindre coût pour l'acquéreur en procédant par échange comme dans le cas d'une OPE ou d'une offre mixe. Ceci permet de ne pas endetter l'entreprise en ne diluant que faiblement les actionnaires. Ainsi, comme on le voit sur le graphique 4, les périodes d'euphorie boursière augmentent la proportion d'acquisitions réalisées en titres.

Graphique 3 : *Parallèle entre l'évolution du CAC40 et le volume de transactions sur le marché français entre 1995 et 2005*



Source : Thomson SDC

Graphique 4 : *Evolution de la proportion d'acquisitions en titres et en cash et celle du CAC 40*



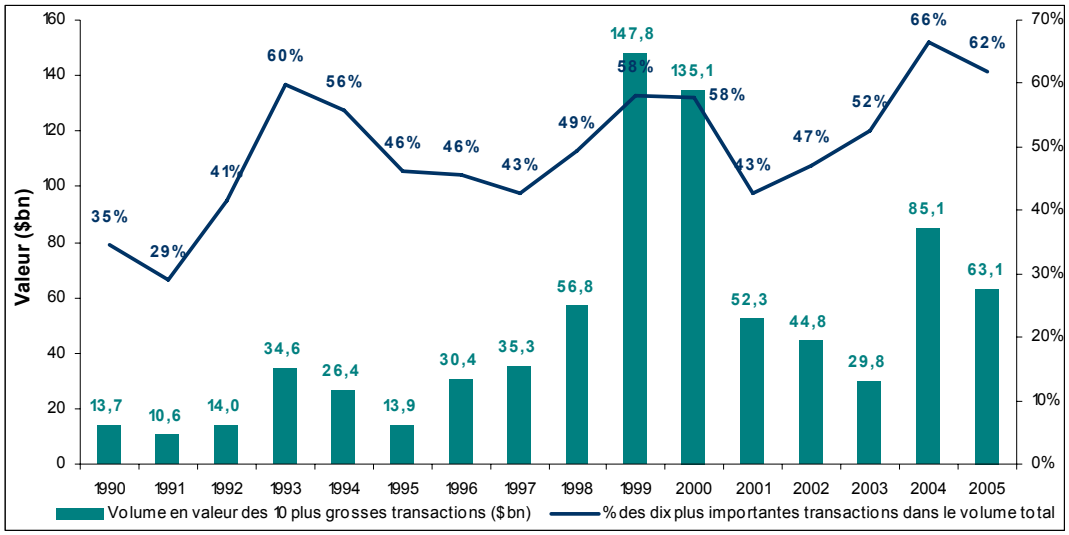
Source : Thomson SDC

Ainsi, on voit clairement que les années pendant lesquelles le CAC40 a atteint des sommets (1999 et 2000) sont celles pendant lesquelles la proportion d'offres en titre ou mixtes en cash et en titres sont les plus élevées. L'année 2004 présente une importante partie mixte en raison du poids de la transaction Sanofi – Aventis qui a représenté près de la moitié du volume en valeur sur l'année. On est aujourd'hui revenue à des logiques d'acquisition majoritairement cash, les grosses acquisitions elles mêmes étant désormais payées en cash puis suivies d'un endettement et d'une augmentation de capital (exemple de Vinci pour ASF et de France Telecom pour Auna en 2005). La montée en puissance des investisseurs financiers et du private equity (cf. partie III du présent mémoire) va également dans le sens d'un recours à la bourse plus restreint dans l'optique d'une acquisition, ces acteurs ayant pour logique de s'endetter massivement, profitant des taux bas actuels, et de faire jouer à plein l'effet de levier financier.

2 – Le poids des transactions les plus importantes dans le marché

En comparant en France le poids dans le marché général des 10 plus importantes transactions, on se rend compte que l'importance d'une année pour les fusions acquisitions est fortement dépendante de l'occurrence de méga-transactions (supérieures en générale à 15 Mds de $). A titre d'exemple l'année 2004 apparaît comme une année exceptionnelle pour la France après l'éclatement de la bulle internet avec 128 milliards de $ de transactions. Pourtant l'opération Sanofi – Aventis a compté, avec ses 60 milliards de $, pour près de 50% du volume total de l'année ! Ceci permet de relativiser la bonne performance générale du marché français qui, en cette année 2004 n'aura, en excluant Sanofi – Aventis, représenté « que » 68 milliards de $ de transactions, nettement moins que 2005 qui représente 86 milliards de $ en excluant la plus grosse opération de l'année (Allied – Pernod Ricard pour 14,5 milliards de $) alors qu'il semble que ce soit l'inverse. Le graphique 5 cherche à montrer le poids des dix plus grosses transactions d'une année sur le volume total réalisé. On se rend compte alors que ce poids oscille entre 30 et 60% et on calcule qu'en moyenne ces transactions représentent 50% du poids total d'une année.

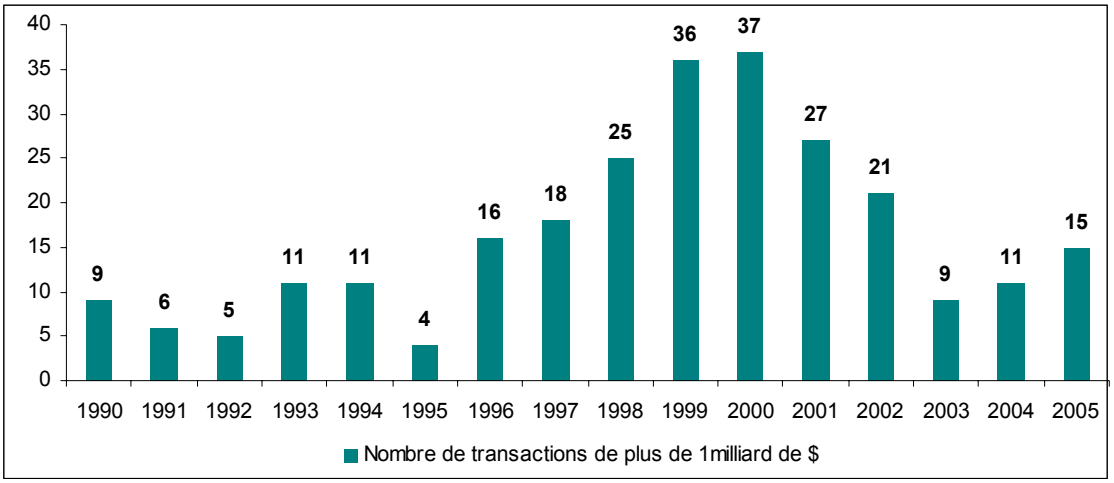
Graphique 5 : *Poids des dix plus importantes transactions dans le volume d'une année de M&A*



Source : Thomson SDC

Les années 1999 et 2000 auront, grâce aux méga-transactions qui y ont eu lieu, marqué une forte différence avec les années 2001 – 2003 pendant lesquelles aucune transaction, exceptée l'acquisition du Crédit Lyonnais par le Crédit Agricole en 2002 pour 16,3 milliards de $, n'aura dépassé les 10 milliards de $. En dehors de Sanofi – Aventis en 2004, aucune autre transaction ne dépasse non plus ce seuil. 2005 parait plus équilibrée avec 2 transactions au dessus des 10 milliards et semble marquer un retour plus franc aux opérations de grandes tailles, ASF – Vinci n'étant par exemple pas comptabilisé dans nos chiffres. Ainsi, le nombre de transactions dépassant le milliard de $ peut être un indicateur plus pertinent pour juger de la qualité d'une année pour le marché du M&A en général. On remarque alors que les années 1999 – 2000 on surtout été exceptionnelles de par la taille de leurs 4 ou 5 plus importantes transactions car, bien qu'elles surpassent les autres années en nombre de deals supérieurs à 1 milliard de $, le rapport n'est quand même pas de 1 à 3 entre 2000 et 2001 comme cela peut être le cas en volume. On remarque également que les années 2001 – 2002 – 2003 n'ont pas à rougir face aux années 2004 – 2005 car elles présentent un nombre de transactions supérieures à 1 milliard de $ plus important que ces années jugées bonnes par la communauté financière. Ceci n'est pas forcément à tort car ce sont généralement les banquiers conseils qui jugent de la qualité d'une année en fonction des revenues qu'ils ont générés sur l'année. Or, ces revenues sont, comme nous le verrons plus précisément dans la partie V du présent mémoire, souvent fonction de la valeur finale de la transaction. Ainsi une année comme 2004 a été jugée exceptionnelle car la seule opération Sanofi – Aventis a permis à l'ensemble de leurs banques conseils (BNP Paribas et Merrill Lynch pour Sanofi ; Goldman Sachs, Rothschild, Morgan Stanley pour Aventis) de gagner plus de « fees » que les années précédentes. Les années 1999 – 2000 ont donc été caractérisé par quelques transactions très importantes mais surtout par un nombre élevé de transactions significatives. C'est cette caractéristique qui manque avant tout aujourd'hui pour considérer que le marché Français s'est repris. L'année 2006 semble être sur la bonne voie, notamment après une année 2005 où l'on a pu voir les fonds d'investissement réaliser sans problèmes des transactions dépassant le demi, voir le milliard de $.

Graphique 6 : *Nombre de transactions par année supérieures à 1 milliard de $ depuis 1990 sur le marché français*

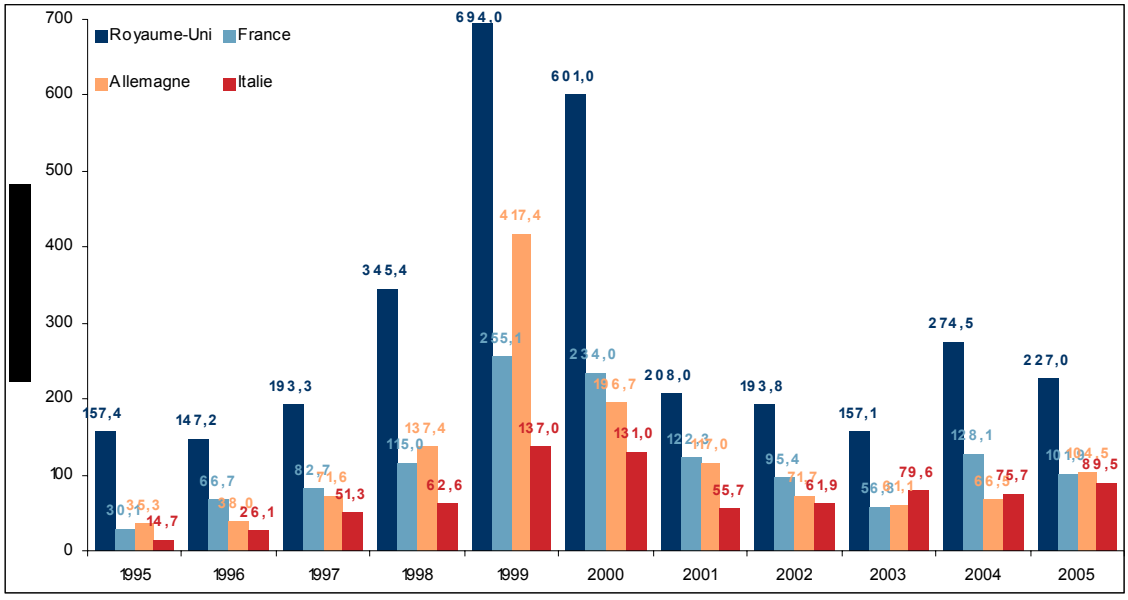


Source : Thomson SDC

3 – Comparaison en volume du marché français aux principaux marchés européens

Si l'on compare le marché français aux autres marchés européens, on voit que la France est, après le Royaume-Uni, le principal marché des fusions acquisitions en Europe au coude à coude selon les années avec l'Allemagne. Il n'est pas surprenant de voir que la France se situe derrière le Royaume-Uni, ce pays ayant une longue tradition libérale, toutes les entreprises étant potentiellement à vendre à n'importe qui tant que le prix est jugé suffisamment élevé (bien que très récemment les tensions avec des investisseurs russes n'aillent pas dans ce sens). Il est au premier abord plus surprenant de voir que l'Allemagne ne surpasse pas la France sur ce marché du fait de son économie plus puissante et de sa taille plus grande. Ceci s'explique par la structure capitalistique des grandes entreprises allemandes, souvent très proches des Länders et qui empêchent les opérations de grandes ampleurs dans la majorité des cas. Cette forme de protectionnisme n'a pas toujours été mise en œuvre, notamment lors de l'acquisition de Mannesmann par Vodafone en 1999 pour 202 milliards de $.
Il est tout de même remarquable de voir la taille du marché britannique par rapport aux autres pays européens, notamment lors de la bulle boursière lors de laquelle le volume de transactions a atteint 694 milliards de $ en 1999 et 601 milliards de $ en 2000 !

Graphique 7 : *Le marché du M&A dans les quatre principaux marchés européens*



Source : Thomson SDC

On constate ainsi que les principaux marchés européens ont eux aussi subi les mêmes cycles mondiaux avec une intense activité lors de la bulle boursière puis une chute en 2001 – 2003. Les années 2004 - 2005 sonnent comme un retour à l'activité avec de belles opérations (hors France) :

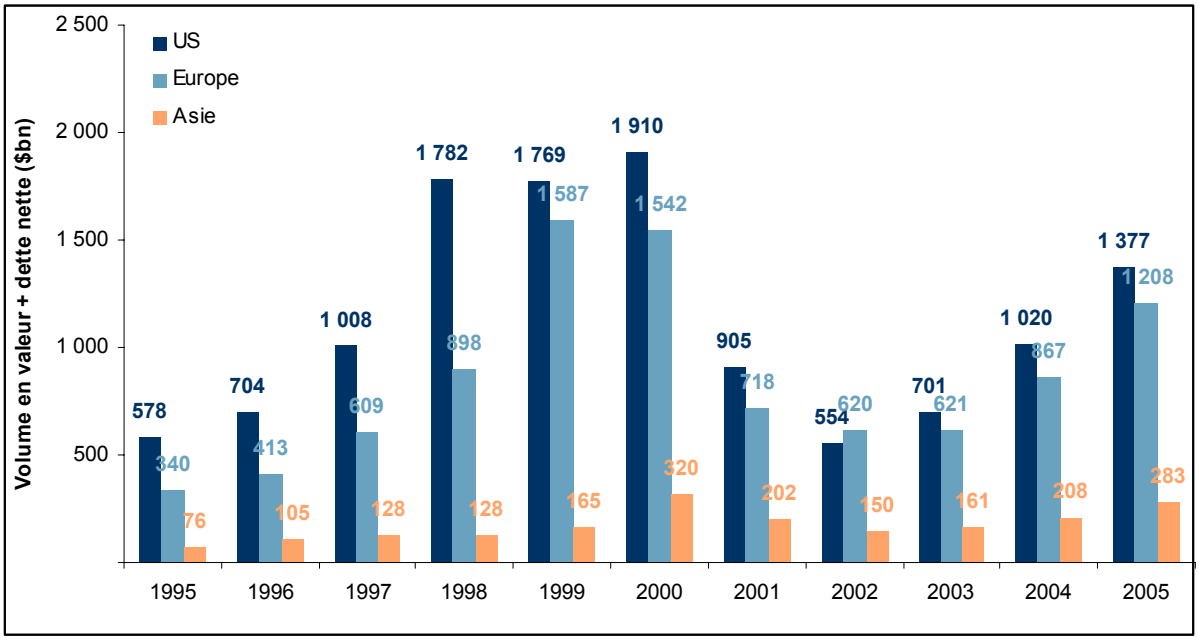
- L'acquisition de HypoVereinsbank (All.) par Unicredito (It.) en 2005 pour 18 Mds de $
- L'acquisition Allied Domecq (R-U.) par Pernod Ricard (Fr.) en 2005 pour 15 Mds de $
- L'acquisition de Wind (It.) par Weather Investments (Egy.) en 2005 pour 15 Mds de $

- La fusion Shell (R-U.) – Royal Dutch Petroleum (Hol.) en 2004 pour 75 Mds de $
- Le rachat des minoritaires de TIM (It.) par Telecom Italia (It.) en 2004 pour 29 Mds de $
- L'acquisition d'Abbey National (R-U.) par Banco Santander (Esp.) en 2004 pour 16 Mds de $

Il est important de noter que le dynamisme d'un marché est souvent dépendant du dynamisme des autres marchés européen, les opérations transfrontalières représentant aujourd'hui une part importante du volume en valeur, comme nous allons le voir dans la prochaine section de cette partie. Ainsi comme on constate dans la liste ci-dessus que les principales opérations sont des opérations transfrontalières excepté TIM – Telecom Italia, la libéralisation du marché européen ayant joué en la faveur d'échanges financiers plus importants entre les pays de l'union.

A titre de comparaison avec le marché européen dans son ensemble, le graphique 8 montre côte à côte les volumes de transactions des marchés US, européen et asiatique. On voit clairement que le marché US représente près de la moitié du marché mondial en valeur d'une année sur l'autre. Nous verrons bientôt le poids des transactions transatlantiques entre les Etats-Unis et la France.

Graphique 8 : *évolution du volume de transactions sur les marchés US, européen et asiatique*



Source : Thomson SDC

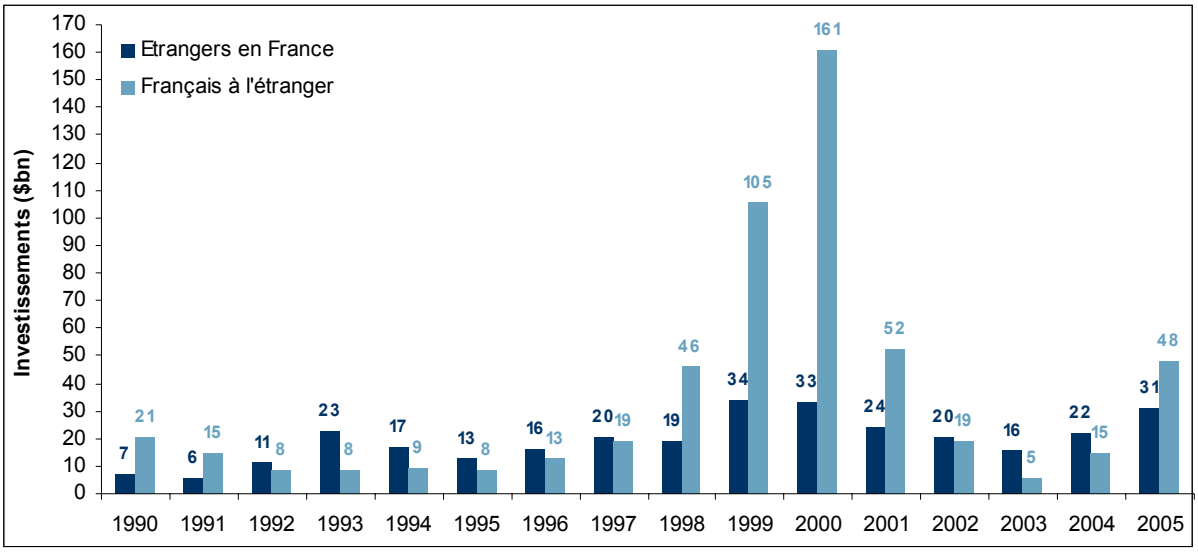
B) Etude par pays des transactions sur le marché français depuis 2000 et comparaison temporelle

Comme nous venons de le voir, le marché européen a été le lieu d'importantes transactions transfrontalières depuis quelques années. On a tous en tête quelques méga-transactions symboliques tels que Mannesmann – Vodafone en 1999 ou bien Vivendi – Seagram en 2000 en ce qui concerne le marché français. En effet, la libéralisation des échanges a favorisé ces dernières années

l'internationalisation des entreprises et donc des opérations de fusions acquisitions transfrontalières, les grands groupes pouvant par ce biais s'implanter rapidement sur de nouveaux marchés sans avoir à se lancer dans la création de nouvelles filiales et à gagner des parts de marché ou bien encore bénéficier de technologies et de compétences non présentes dans leur pays d'origine.

Le graphique 9 montre l'évolution depuis 1990 des investissements engagés dans des opérations de fusions acquisitions d'une part provenant d'entreprises françaises dans des entreprises étrangères, d'autre part provenant d'entreprises étrangères dans des sociétés françaises. Ce qui a changé significativement avec la bulle internet, c'est que les entreprises françaises ont plus investi à l'étranger que l'inverse, ce qui n'était pas le cas avant 1998 en général. Cette tendance semblait s'être essoufflée entre 2002 et 2004 comme le montre les chiffres du graphique 9 mais l'année 2005 semble avoir inversé cette tendance avec d'importantes acquisitions françaises à l'étranger tels que Pernod Ricard – Allied Domecq pour 15 milliards de $, Suez – Electrabel pour 14 milliards de $ et France Telecom – Auna pour près de 8 milliards de $. Après quelques années de désendettement et de recentrage sur leurs métiers et le marché français, on sent qu'aujourd'hui les grands groupes français sont près à investir de nouveau hors de leurs frontières et les récents exemples de BNP – BNL (It.) et Alcatel – Lucent (E-U.) sont là pour le montrer. Néanmoins les investissements étrangers en France sont en augmentation depuis 2003 et ont atteint en 2005 le niveau des années d'euphorie de 1999 et 2000, preuve que la France, malgré son image de pays fermé et peu favorable aux investissements étrangers (l'exemple de l'OPA avortée de Pepsi sur Danone en 2005 le montre bien…) reste une nation attractive pour les investisseurs étrangers et notamment européens comme nous allons le voir.

Graphique 9 : *Comparaison entre investissements français à l'étranger et investissements étrangers en France*



Source : Thomson SDC

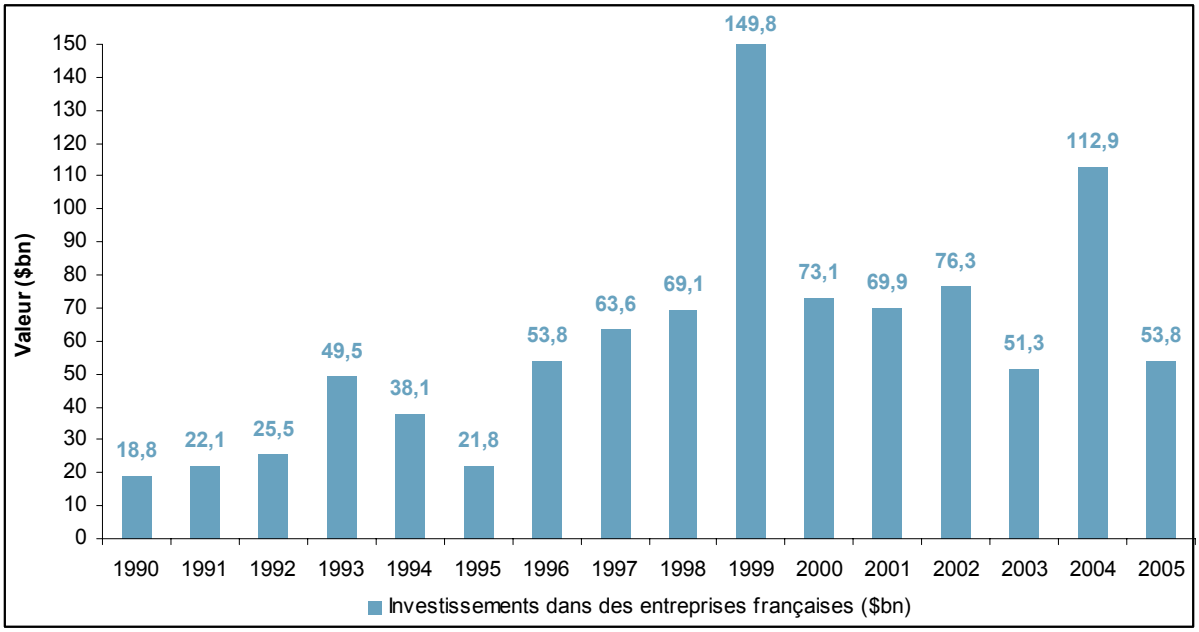
Nous avons fait le choix dans cette partie de nous concentrer sur les volumes de transactions en valeur car plus pertinents pour rendre compte de l'importance des investissements de France vers l'étranger ou de différents pays vers la France. En effet, il nous semble plus significatif de donner de l'importance par exemple à une grosse transaction entre la France et les Etats-Unis qu'à une micro

transaction Franco-Zimbabwéenne (par exemple l'acquisition en 2000 de Rainbow Tourism Group par Accor pour 6 millions de $).

1 – Investissements en France

Comme nous venons de le voir, les investissements étrangers en France ont augmenté ces dernières années pour rattraper les niveaux atteints en 1999 et 2000. Dans cette partie nous nous intéresserons non seulement aux investissements étrangers en France mais également aux investissements franco-français. En effet, bien que les investissements étrangers aient augmentés depuis 2001, ils restent généralement inférieurs aux investissements que font les entreprises françaises dans d'autres entreprises françaises. Le graphique 10 ci-dessous montre que le niveau des investissements dans des entreprises françaises est relativement bas en 2005 (53,8 mds de $) après une année exceptionnelle en 2004 grâce à l'opération Sanofi – Aventis. Que dire si ce n'est que cela démontre le manque d'intérêt actuel, et peut-être d'opportunités, pour des rachats de grandes entreprises françaises. Il est même étonnant de voir que les années 2000 – 2002, qui ont été de petites années pour le marché du M&A français, aient connu plus d'investissements en France que l'année 2005 ! Comme nous allons le voir les entreprises françaises ont, en 2005, préféré investir massivement hors de leurs frontières et s'ouvrir de nouveaux marchés plutôt que de continuer à acquérir des entreprises françaises.

Graphique 10 : *Investissements engagés dans des opérations de M&A dans des entreprises françaises depuis 1990*



Source : Thomson SDC

Le graphique 11 permet de voir la provenance des fonds investis dans des entreprises françaises dans des opérations de M&A. On voit ainsi clairement qu'en dehors des années 1995 et 2005 la France est le premier investisseur en France, ce qui n'est guère étonnant. En effet, les entreprises

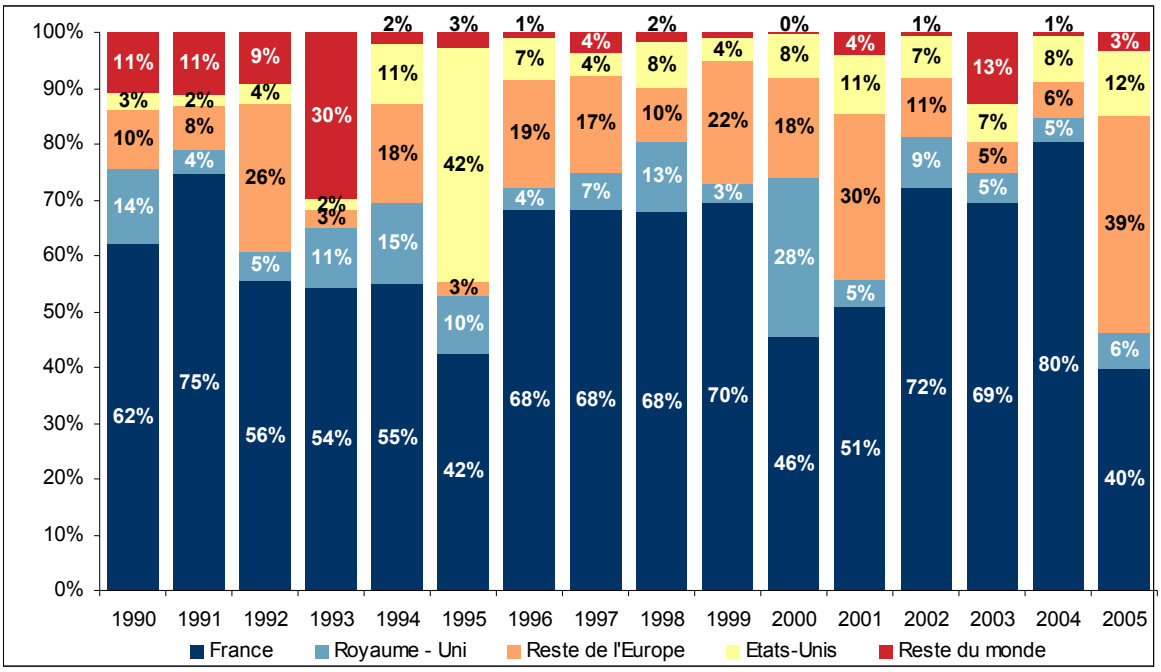
françaises peuvent, en investissant dans des entreprises concurrentes, gagner aisément des parts de marchés, les synergies sont plus directes et faciles à mettre en œuvre. Ainsi les deux plus grandes opérations de l'histoire du marché français sont des opérations franco-françaises : Totalfina – Elf en 1999 et Sanofi – Aventis en 2004 alors que l'on a du mal à trouver des opérations de grande ampleur impliquant un acheteur étranger et une cible française. On pourra néanmoins citer, depuis 2000 :

- Metrovacesa (Esp.) – Gecina en 2005 (9,5 mds de $)
- Alcan (Can.) – Pechiney en 2003 (5,3 mds de $)
- Kingfisher (R-U.) – Castorama en 2002 (4,5 mds de $)
- Bayer (All.) – Aventis CropScience en 2001 (6,7 mds de $)
- HSBC (R-U.) – CCF en 2000 (11,1 mds de $)

Si l'année 2005 présente le profil qui est le sien, c'est-à-dire celui d'une année où les investissements franco-français n'ont pas été majoritaires, c'est parce que la plupart des grandes opérations de l'année ont concerné des investissements français vers l'étranger, Allied Domecq étant une entreprise anglaise, Auna, espagnole et Electrabel, belge. Le reste du marché a donc été fortement impacté par l'acquisition de la foncière Gecina par sa consœur espagnole Metrovacesa ou bien encore l'acquisition de Fournier Pharma par le belge Solvay.

Il est intéressant de remarquer le poids relatif des investissements américains en France comparativement aux investissements provenant d'Europe. En effet, excepté 1995, les investissements américains ne dépassent jamais les 15%. Bien qu'il soit possible que notre base de données ne soit pas la plus pertinente pour les questions de nationalité, comme nous le constaterons bientôt, ceci démontre de facto le fait que les Etats-Unis ne sont pas des investisseurs massifs en France.

Graphique 11 : *Provenance des fonds investis dans des entreprises françaises depuis 1990*

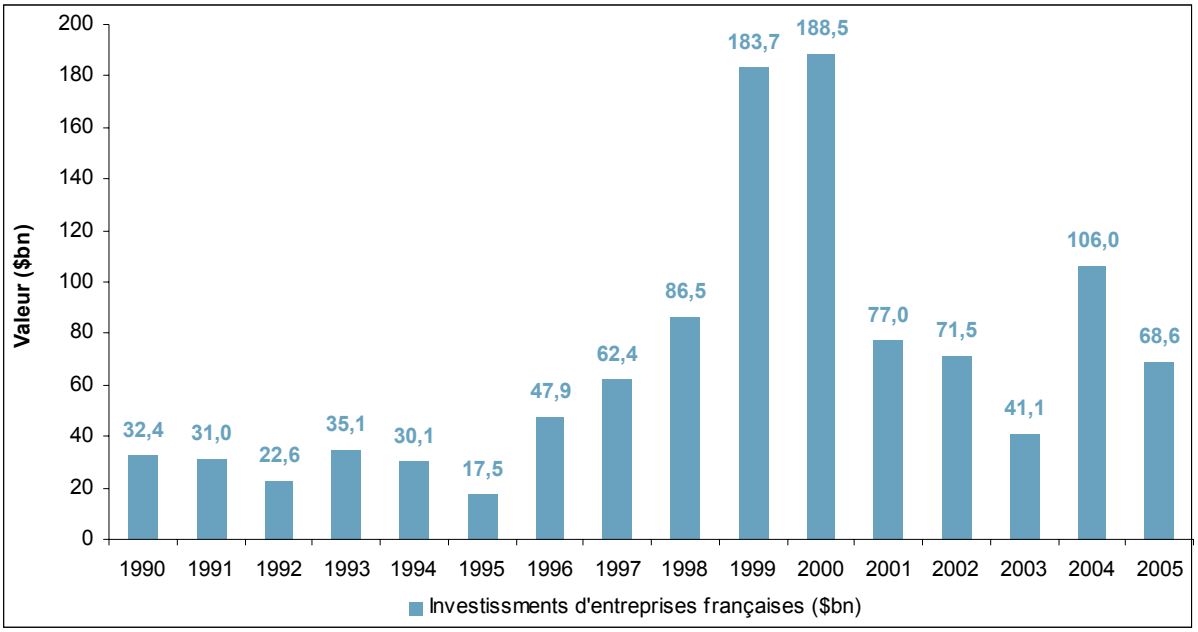


Source : Thomson SDC

2 – Investissements français en France et à l'étranger

Après des années 1999 – 2000 exceptionnelles en termes d'investissements par les entreprises françaises, nous avons vu que la tendance s'était essoufflée en ce qui concerne les investissements français à l'étranger pour se reprendre en 2005. En effet, les années de bulle boursière ont été marquées par de très importantes transactions engagées par des entreprises françaises. Vivendi en 2000 aura investi plus de 50 mds de $, de même que France Telecom ou Total. Ces investissements auront souvent été fait vers l'étranger (Vivendi – Seagram, FT – Orange…) mais pas uniquement comme nous l'avons vu précédemment.

Graphique 12 : *Investissements engagés dans des opérations de M&A par des entreprises françaises depuis 1990*

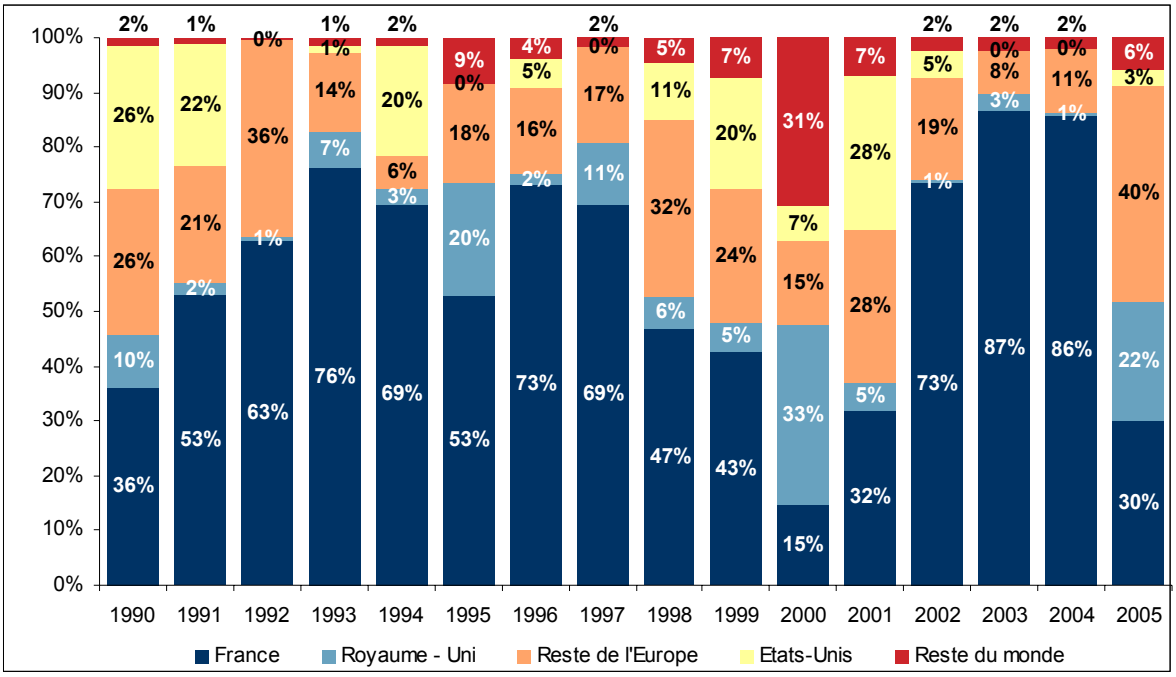


Source : Thomson SDC

Le graphique 13 nous permet en effet de nous rendre compte vers quelles destinations les entreprises françaises préfèrent employer leurs fonds. Il n'est pas surprenant de voir que c'est en général vers la France, puis vers l'Europe (et souvent vers le Royaume – Uni comme en 2005 et en 2000) que se destinent ces investissements. La proximité et les gains de parts de marché influent naturellement dans le sens des opérations franco – françaises tandis que l'Europe est aujourd'hui facile d'accès, tant physiquement qu'économiquement puisque nous nous trouvons de plus en plus au sein d'un grand marché unifié où la libre circulation des personnes et des capitaux règnent. Les entreprises françaises se lancent donc à l'assaut de leurs consœurs européennes comme se fût notamment le cas en 2005 où l'Europe (en y incluant le Royaume – Uni) a représenté 62% des investissements fait par des entreprises françaises, et de 2000 où se chiffre a atteint 48% (notamment du fait de l'acquisition de Orange par FT). Pendant ce temps, il semble que les Etats – Unis ne soient plus une priorité pour les entreprises françaises, contrairement au début et à la fin des années 90. La distance, les différences

managériales, le prix semblent être encore aujourd'hui un frein à ces opérations. Néanmoins la récente fusion Alcatel – Lucent pour 17 milliards de $ pourrait être le détonateur d'une reprise plus franche de ces échanges.

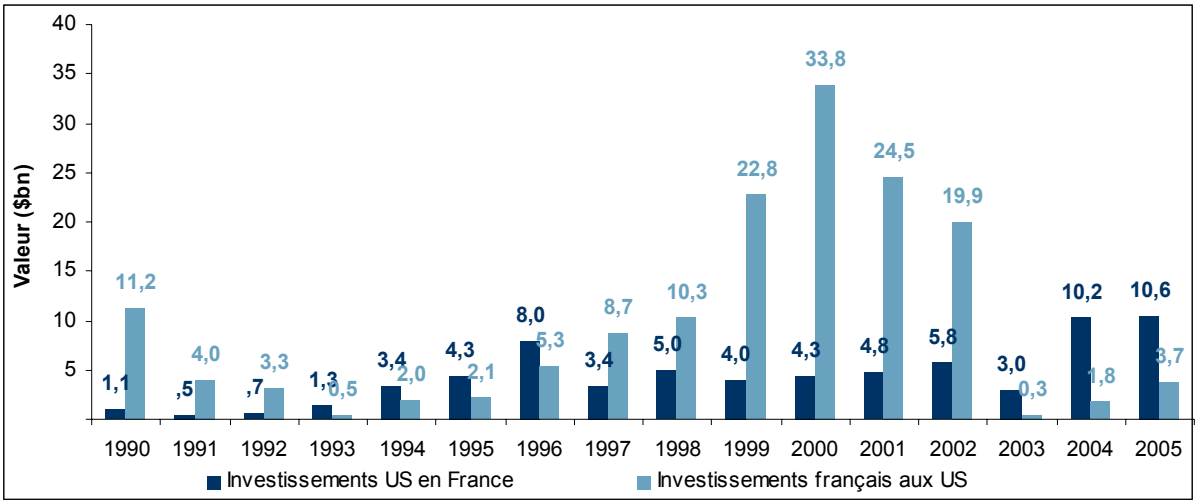
Graphique 13 : *Destination des fonds investis par des entreprises françaises depuis 1990*



Source : Thomson SDC

Les chiffres que nous avons obtenus grâce à la base de données Thomson SDC montrent en effet que les investissements français aux Etats-Unis ont été inexistants en 2003 – 2004 et très faibles en 2002 et 2005… Bien qu'il nous semble que cela soit significatif dans la démonstration du fait que les entreprises françaises n'investissent pas beaucoup outre – atlantique, nous avons décidé de récupérer d'autres données sur une autre base de Thomson Financials (merci à nos anciens collègues de stage !). Ainsi nous obtenons les chiffres suivants (graphique 14) pour les investissements croisés entre la France et les Etats – Unis. Ils confirment ce que nous venons de voir, c'est-à-dire que, d'une part les Etats-Unis n'ont jamais investis massivement en France, le maximum semblant ici atteint en 2005 avec 10,6 milliards de $, d'autre part les entreprises françaises ont cessé d'investir outre atlantique après la fin de la bulle boursière, les investissements de 2003 étant quasi nuls et n'ont que peu augmenté depuis.

Graphique 14 : *Investissements croisés entre la France et les Etats-Unis*[7]



Source : Thomson Financials

C) Segmentation sectorielle du marché du M&A français

Comme nous l'avons vu précédemment, il est couramment admis que le marché du M&A marche souvent par vague d'acquisitions sectorielles, motivées notamment par des bouleversements technologiques, des évolutions réglementaires ou bien encore des nouvelles stratégies misent en œuvre. Ainsi les années 1999 – 2000 ont marqué les esprits de par la forte proportion d'opérations dans les télécoms médias, notamment du fait, en France, de Vivendi et de France Telecom.

1 – Approche sectorielle du marché français en fonction du secteur de l'acquéreur

Etudier la répartition sectorielle des acquéreurs permet de mettre en lumière les secteurs qui ont eu le plus de poids à l'achat chaque année. C'est ce que montre le graphique 15. Dans l'esprit général, les années 1999 – 2001 ont été des années dominées par la fièvre acheteuse des grands groupes de médias et télécoms que nous avons précédemment cités : Vivendi et France Telecom. De la même manière, certains pensent que nous avons assisté à une vague d'acquisitions dans le secteur pharmaceutique et chimique, dans la dynamique de la méga-transaction Sanofi – Aventis. Les chiffres que nous avons obtenus nuancent ces lieux communs. En effet, si il y a bien eu une vague d'acquisitions du secteur Technologies Médias Télécoms, elle ne débute en France qu'en 2000, l'année 1999 ayant été largement dominée par Totalfina – Elf, Hoechst – Rhone Poulenc, BNP – Paribas ou bien encore Carrefour – Promodes… Ce n'est qu'en 2000 et 2001 que cette fièvre acheteuse ne s'est pleinement révélée avec acteurs tels que FT, Vivendi, Alcatel, Havas, représentant plus de 56% du marché en volume en 2000 et encore 23,5% en 2001 ! Bien que redescendu à un

[7] Les chiffres donnés représentent la dénomination « Ranking Value including Net Debt » de Thomson Financials

niveau plus bas depuis, le secteur représente toujours aujourd'hui 10% du marché en valeur, l'année 2005 ayant notamment marqué un certain retour de ce secteur avec FT - Auna en France mais également Telefonica – O2, Telefonica – Cesky Telecom pour l'Europe ou bien AT&T – Bell South et Verizon – MCI aux Etats-Unis. En ce qui concerne la vague Chimie et Pharmaceutique, dont nous a également parlé Pascal QUIRY, nous ne la retrouvons pas dans les chiffres excepté bien évidemment en 2004. Bien que certaines opérations aient eu lieu dans le secteur ces derniers temps (Fournier Pharma – Solvay en 2005, la récente introduction en bourse d'Ipsen), le volume en valeur de ce secteur n'a pas conservé un niveau permettant de faire penser à une vague comme la précédente.

Deux autres tendances sautent aux yeux lorsque l'on voit le graphique 15.

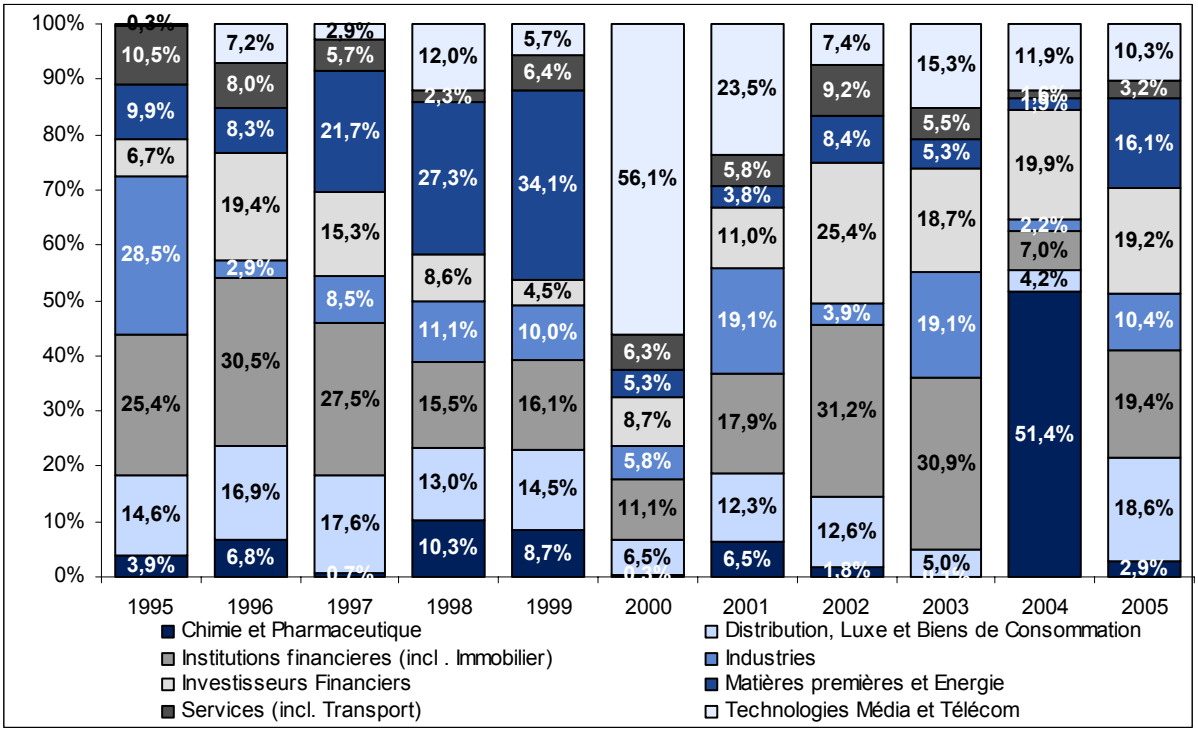
Tout d'abord, et comme nous allons le voir dans la partie III[8], les investisseurs financiers représentent une part stable et non négligeable du volume des acquisitions en France et surtout depuis 2002 avec l'acquisition de Legrand par KKR et Wendel pour plus de 5 milliards de $. Depuis, les investisseurs financiers compte pour près d'un cinquième du marché français, ce qui est considérable dans l'absolu. A titre de comparaison nous avons calculé qu'en Grande-Bretagne, premier marché du private equity en Europe, les investisseurs financiers représentent, depuis 2000, environ 30% du marché à l'achat. L'Allemagne se situe dans la même catégorie que la France, avec environ 20 – 25% du marché entre les mains de ces investisseurs.

Ensuite, le secteur des institutions financières (ici regroupé avec le secteur immobilier par souci de lisibilité) occupe une place importante en France, avec quelques transactions importantes ces dernières années telles que BNP – Paribas en 1999, HSBC – CCF en 2000, Crédit Agricole – Crédit Lyonnais en 2002 ou bien encore la restructuration des Caisses d'Epargne en 2003 et la récente acquisition de la BNL par BNP Paribas. Les récentes opérations en Europe (HypoVereinsbank – Unicredito, Abbey – Santander, …) ont mis le secteur en ébullition et il ne se passe pas un mois sans que des rumeurs annoncent le mariage imminent de la Société Générale avec Citigroup, Commerzbank ou bien encore BNP Paribas avec Deutsche Bank, ING ou Barclays…

Depuis 2000, le marché français n'a pas connu d'importantes transactions dans le secteur de l'énergie et des matières premières. Après la concentration Total, Totalfina, Totalfina Elf, le secteur, pourtant l'un des plus important si l'on somme les capitalisations boursières de ses principaux acteurs, n'était plus sous les feux de la rampe, en tout cas jusqu'en 2005. En effet, les ouvertures de capital successives de GDF, EDF, celle avortée d'Areva, et la vague d'offres en Europe début 2006 font de ce secteur la probable nouvelle vague sectorielle d'acquisitions. L'opération Gas Natural – Endesa, puis la rumeur Enel – Suez, le projet GDF – Suez, la contre offre Eon – Endesa laissent augurer des concentrations massives et la création d'un grand marché européen de l'énergie avec des champions continentaux, bien que les Etats semblent continuer de préférer la carte des champions nationaux.

[8] Le secteur « Investisseurs financiers » regroupe ici, non seulement les fonds d'investissements et de private equity mais également les prises de participations, souvent minoritaires, sans logique industrielles, ou bien par des groupes d'individus (typiquement, les actionnaires), ceci expliquant les légers écarts entre les chiffres de la partie I et de la partie III.

Graphique 15 : *Segmentation du marché français du M&A par secteur de l'acquéreur*

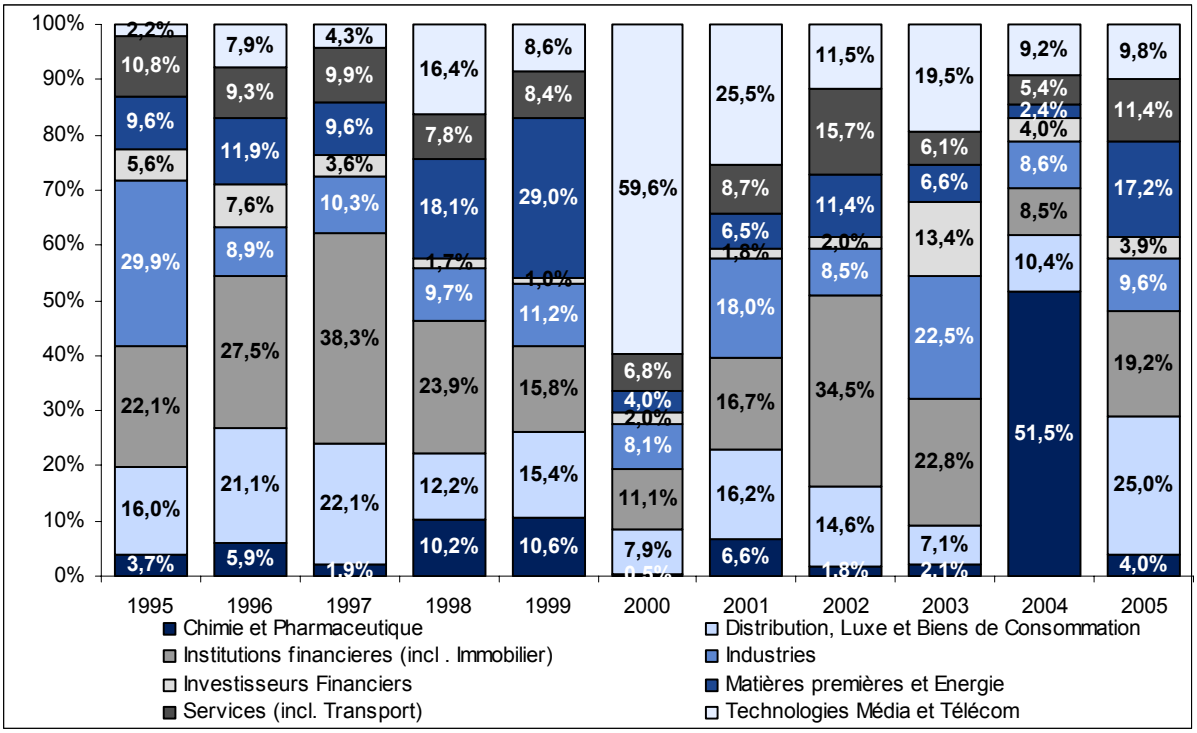


Source : Thomson SDC

2 – Approche sectorielle du marché français en fonction du secteur de la cible

Nous nous intéressons ici non pas aux secteurs qui ont investis mais à ceux qui ont reçu des investissements. On constate aisément que la tendance est analogue à celle que nous venons de voir. En effet, comme le montre les graphiques 17 et 18, la majeure partie des transactions sont intra-sectorielles, les investisseurs financiers investissant pour leur part d'une manière quasi équitable dans chaque secteur. Il est surtout évident lorsque l'on compare les graphiques 17 et 18 que les grosses opérations sont la plupart du temps intra-sectorielles. En effet, en moyenne sur la période 2000 – 2005, 74% du volume en valeur de transactions a été intra-sectoriel, tandis que la moyenne en nombre de transactions est de 56%. Cette différence est compensée par les opérations de grande envergure, rarement trans-sectorielles. Ainsi on ne compte aucune transaction qui ne soit pas intra sectorielle parmi les 20 plus importantes transactions françaises depuis 1990, la première arrivant en 23ème position : l'acquisition en 1997 de la Cie de Suez (secteur *Institutions Financières*) par la Lyonnaise des eaux (secteur *Matières premières et Energie*) pour 7,5 milliards de $. Nous avons également fait le choix de compter le groupe Vivendi comme groupe de médias et télécoms car c'est ce secteur qui est devenu son cœur de métier au moment de ses investissements massifs (Seagram, USA Networks, Canal plus), laissant petit à petit de côté ses autres pans d'activité tels que le bâtiment (SGE devenue Vinci) ou le traitement des eaux (Veolia).

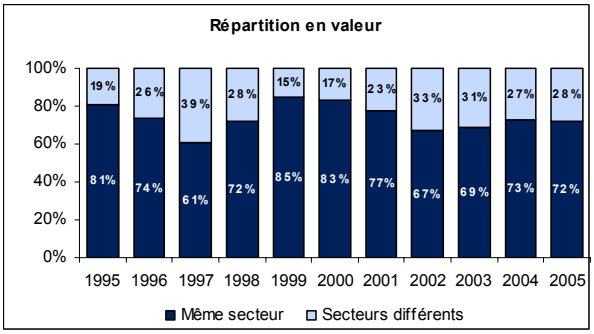
Graphique 16 : *Segmentation du marché français du M&A par secteur de la cible (répartition en volume)*

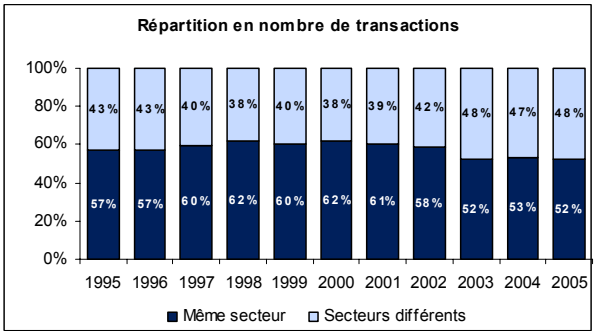


Source : Thomson SDC

On remarque bien sur le graphique 16 l'importance quasi constante du secteur *Institutions financières (incl. Immobilier)*. Il est également à noter que l'année 2005 aura été une année relativement équilibrée en terme de répartition sectorielle, aucun secteur n'ayant reçu plus de 25% des investissements totaux (le maximum allant pour le secteur *Distribution, Luxe et Biens de Consommation* suite aux opérations Pernod Ricard – Allied Domecq et Galeries Lafayette – BNP Paribas) ni compté pour plus de 20% du volume à l'achat.

Graphiques 17 et 18: *Répartition en nombre et en valeur des transactions intra sectorielles*





Source : Thomson SDC

Synthèse de la partie I :

Le marché français du M&A a connu depuis 2000 différentes phases distinctes. Les années 1999 – 2000 pendant lesquelles le niveau de transactions, tant en volume qu'en nombre, ont atteint des records. La période 2002 – 2004 a sonné comme une période de recentrage des grands groupes sur leurs métiers, ne réalisant que peu ou pas d'acquisitions de grande ampleur et en abandonnant certaines filiales, favorisant l'essor des fonds d'investissements sur la période. L'opération Sanofi – Aventis a, dans les chiffres et des dires des praticiens, relancé la dynamique du marché. Désormais les groupes français ont terminé leur période de désendettement et semblent à l'étroit sur leur marché domestique. L'année 2005 et le début de l'année 2006 ont été le lieu de plusieurs opérations importantes d'investissements français à l'étranger, comme FT – Auna, Pernod Ricard – Allied Domecq ou BNPP – BNL. Bien que la bourse soit revenue à un niveau respectable depuis quelques temps, les entreprises françaises font aujourd'hui preuve d'une plus grande prudence en ce qui concerne leurs types de financements d'acquisitions en ayant moins recours à l'échange de titres qu'en 1999 – 2000. Le prochain bouleversement du marché semble être l'intérêt croissant que portent les grandes entreprises étrangères aux entreprises du CAC 40 alors qu'il n'y a pas eu d'acquisition significative impliquant une cible française et un acheteur étranger depuis HSBC – CCF en 2000. Arcelor – Mittal, Danone – Pepsi ou bien encore GDF – Enel pourraient ouvrir cette voir prochainement.

II. Etudes approfondies des transactions en France depuis 1990

Dans cette 2ème partie, nous analyserons sous différents angles les transactions -les mieux documentées- de 1990 à 2005. L'objectif de cette partie est d'avoir une approche à dominante financière, c'est la partie la plus « quantitative » de notre mémoire.

Nous étudierons dans un 1er temps, les niveaux de valorisation des transactions de 1990 à 2005 en insistant sur la période 2000-2005: nous exposerons tout d'abord la méthodologie retenue et expliquerons les résultats obtenus ainsi que leurs implications. Nous accorderons aussi une place toute particulière aux secteurs les plus actifs. Dans la continuité de cette partie, nous nous attarderons ensuite sur les primes[9] octroyées depuis 2000, l'étude se fera entre autres en fonction des tailles des transactions, des secteurs concernés et de la nature des transactions. Dans un 3ème temps, nous regarderons plus en détail les transactions à moins d'1 milliard $ sur la période 2000 - 2005 : nous étudierons alors les valorisations induites, les primes et feront un aparté « qualitatif » en surlignant les secteurs et les banques conseils les plus actives dans ces transactions. Enfin, dans un 4ème temps, nous verrons le rôle moteur des grands groupes du CAC40 dans le marché des fusions et acquisitions français et à l'étranger. Nous exposerons une dynamique d'évolution et essayerons de trouver des pistes de réflexion.

A) Les valorisations des transactions en France depuis 1990

1 - Focus sur la période 2000 à 2005

Après avoir analysé l'évolution tendancielle du marché français du *M&A* dans son ensemble, nous allons nous intéresser à l'évolution des valorisations des transactions depuis 1990. Nous insisterons tout particulièrement sur la période 2000-2005. Nous chercherons à comprendre et à expliquer ces évolutions. Il existe plusieurs méthodes d'évaluation financière, trois sont le plus fréquemment utilisées :

- Les flux de trésorerie actualisés (*discounted cash flows*)
- Les multiples des comparables boursiers (*peers multiples*)
- Les multiples des transactions comparables (*transaction multiples*)

Nous avons retenu la méthode des transactions comparables pour analyser les valorisations.

Bref descriptif des méthodes d'évaluation

[9] Nous expliquerons ce terme plus loin

Les flux de trésorerie actualisés

Cette méthode part du business plan de l'activité. Elle consiste à évaluer la « cible » sur la base des prévisions financières de la société, actualisées au taux de rentabilité exigée par les investisseurs

Les grandes étapes ce cette méthode:

- Calcul des flux de trésorerie future à court terme (5ans)
- Estimation du taux de croissance flux de trésorerie future à long terme (flux à l'infini)
- Détermination du taux d'actualisation le WACC (Weighted Average Cost of Capital) ou CPMC (Coût Moyen Pondéré du Capital) est le taux de rentabilité exigée par l'ensemble des investisseurs (actionnaires ou créanciers). Ce taux permet d'actualiser les flux, c'est-à-dire calculer la valeur présente (ou actuelle) des flux futures.
- La valeur de l'activité est ensuite calculée :

$$\text{Valeur de l'activité} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{Flux de trésorerie de l'année i}}{(1+k)^i}$$ Où k désigne le WACC.

Les multiples des comparables boursiers et de transaction

Ces deux méthodes consistent à évaluer la « cible » sur la base des niveaux de valorisation (multiples) observés pour des sociétés comparables

Valeur de l'activité = Multiple x Solde Comptable

Les déterminants des multiples sont les taux d'intérêt, les perspectives de croissance et de rentabilité de l'entreprise compte tenu de son niveau de risque opérationnel et financier.

Les grandes étapes ce cette méthode:

- La détermination des sociétés comparables
- Le calcul des multiples. Ce chiffre peut se traduire par exemple par « cette entreprise vaut x fois son chiffre d'affaires ou son résultat d'exploitation ».

L'intérêt de la méthode des multiples est qu'elle permet de valoriser de façon « simple » et homogène (à condition de se mettre tout d'abord d'accord sur les règles) plusieurs entreprises ou secteurs soumis avec des activités fréquentes de fusions et acquisitions. L'autre avantage pratique c'est la facilité de compiler ces chiffres qui sont tous extraits de **SDC Platinum** (qui sera noté dorénavant **SDC**), une émanation de *Thomson financials*[10]. Il s'agit d'une base de données financière pour l'ensemble des transactions financières réalisées dans le monde entier depuis 1962.

Avant de présenter nos résultats, voici les paramètres que nous avons retenus pour le calcul des multiples de transactions :

- Période étudiée : 1990 à 2005

[10] Pour plus d'informations visitez le site internet : http://www.thomson.com/financial/financial.jsp

- Multiples retenus :
  - Valeur d'Entreprise / Chiffre d'affaire, noté EV/CA
  - Valeur d'Entreprise / Résultat d'exploitation (*EBIT*[11] en anglais), noté EV/EBIT
  - Valeur d'Entreprise / Excédent Brut d'Exploitation (*EBITDA*[12] en anglais), noté EV/EBITDA
  - Valeur des Capitaux Propres/ Résultats Nets, noté PER[13]
- Les données comptables (CA, Rex, EBE et RN) sont celles des douze derniers mois (LTM) précédents la clôture de la transaction.
- Les données financières (valeur de la transaction et de l'entreprise – si la transaction n'inclus pas 100% de la cible) sont celles du jour de l'annonce de la transaction.
- Echantillon retenu et compilé: pour chaque année, les moyennes et les médianes des multiples des 40 plus grosses transactions (valeur de la transaction et non la valeur de l'entreprise) dont nous disposons des informations financières et comptables pertinentes
- Par pertinents, nous entendons que les multiples obtenus ne dépassent pas les limites suivantes :

	limites
EV/CA	**10x**
EV/EBIT	**16x**
EV/EBITDA	**10x**
PER	**40x**

Selon notre opinion, des multiples qui dépassent ces limites posent des interrogations quant à leurs sous-jacents que sont les données comptables ou financières. Une erreur d'entrée de données dans la base par SDC n'est pas à écarter.

Tableau 1 : *Le tableau de multiples*

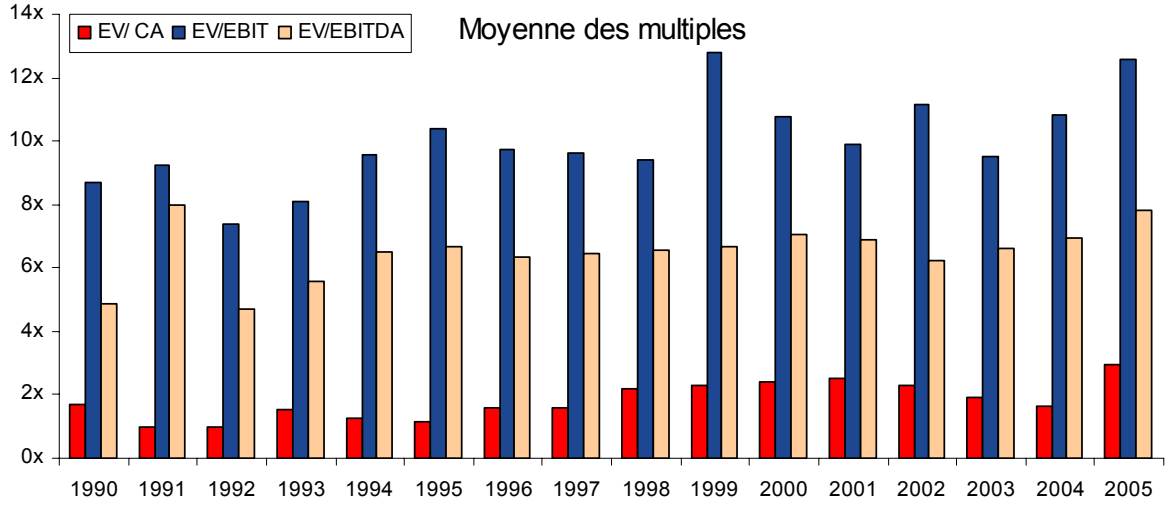
		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EV/ CA	**moyenne**	1,70x	0,97x	0,98x	1,56x	1,27x	1,17x	1,59x	1,61x	2,21x	2,27x	2,39x	2,52x	2,32x	1,90x	1,66x	2,94x
	médiane	0,89x	0,74x	0,49x	0,66x	0,53x	0,86x	0,89x	0,88x	1,50x	1,46x	1,51x	1,70x	1,15x	1,06x	0,94x	1,61x
EV EBIT	**moyenne**	8,7x	9,2x	7,4x	8,1x	9,6x	10,4x	9,7x	9,6x	9,4x	12,8x	10,7x	9,9x	11,1x	9,5x	10,8x	12,6x
	médiane	6,9x	10,4x	7,0x	8,3x	8,3x	10,2x	10,2x	9,2x	10,0x	12,6x	11,6x	9,3x	11,1x	9,0x	11,1x	12,7x
EV/EBITDA	**moyenne**	4,9x	8,0x	4,7x	5,6x	6,5x	6,7x	6,3x	6,5x	6,5x	6,7x	7,0x	6,9x	6,2x	6,6x	7,0x	7,8x
	médiane	5,3x	8,9x	4,2x	5,9x	6,5x	7,8x	7,0x	6,2x	7,3x	6,7x	7,4x	6,6x	5,9x	6,6x	7,1x	8,0x
PER	**moyenne**	7,6x	6,6x	6,1x	7,0x	7,1x	18,8x	21,8x	23,5x	20,6x	20,4x	18,6x	17,0x	19,5x	15,1x	21,8x	25,6x
	médiane	7,5x	6,8x	6,0x	7,1x	7,4x	17,3x	21,0x	20,3x	21,6x	20,5x	18,9x	16,4x	18,4x	13,4x	21,1x	24,9x

Source : Thomson SDC

Le choix des couleurs ne signifie pas qu'il existe 2 périodes distinctes, il s'agit de rappeler que nous allons étudions de façon détaillée la période 2000-2005. D'ailleurs, il est difficile de délimiter des périodes distinctes de 1990 à 2005. Le graphique qui suit nous illustre une partie du tableau.

[11] EBIT : Earnings Before Interests & Taxes
[12] EBITDA Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization
[13] PER : Price Earning Ratio

Graphique 1 :

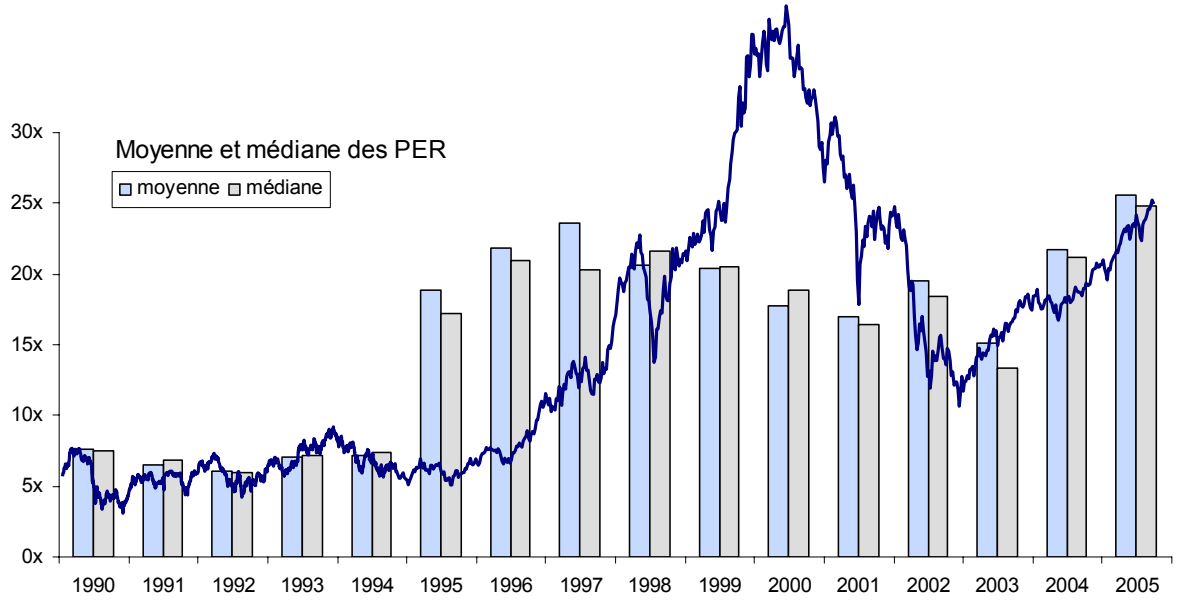


Source : Thomson SDC

On ne peut pas découper clairement et distinctement ces 16 dernières années. Dans l'ensemble, les multiples augmentent de façon tendancielle. Chaque multiple a ses spécificités :

- **Le multiple du CA** a tendance à augmenter graduellement. Une explication possible est sa sur-pondération dans la détermination des valorisations des années du boom technologique (fin des années 90). En effet, durant cette période d'euphorie, les nombreuses start-ups avaient l'ensemble du compte de résultat dans le rouge excepté leur chiffre d'affaire. De façon générale, le multiple de CA ne sert pas de référence lors des transactions, il s'agit d'une sorte de jauge supplémentaire pour évaluer une valorisation basée sur les multiples d'EBIT et d'EBITDA. Ainsi, les multiples de CA ont suivi la croissance du marché français du M&A.
- **Les multiples d'EBITDA et d'EBIT**. Il est intéressant de les comparer dans leurs évolutions respectives. Les deux multiples évoluent de façon cyclique tout comme le marché du M&A. On ne peut pas établir de corrélation directe entre la croissance du marché et celles des multiples, en revanche, force est de constater que lorsque le marché croit au moins l'un des multiples croit aussi. Ainsi on voit bien que durant l'euphorie de la fin des années 90, le multiple d'EBIT croit fortement aussi : sa moyenne passe de 1996 à 1999 de 9,7x à 12,8x soit une progression de 32%. De même, durant la phase de redémarrage des années 2004 et 2005 on voit un accroissement du multiple d'EBITDA. Quant à l'écart des multiples, il est en moyenne de 55% durant toute la période de 1990 à 2005. L'écart est le plus faible (près de 3%) en 1991, 2001 et 2003, trois années où le marché français est morose ou croit faiblement. De l'autre côté, l'écart est le plus important (multiple EBIT = 0,9 fois multiple EBITDA) en 1999, une très belle année pour le marché du M&A.

Graphique 2 :



Source : Thomson SDC

- **Quant au multiple du PER**, Il est fortement corrélé à l'évolution de la bourse. Lorsqu'on superpose l'évolution de ce multiple boursier avec celle du CAC 40 on voit bien que la moyenne des PER des transactions suit l'évolution de l'indice de la place de Paris –excepté entre 1999 et 2001. Le PER augmente considérablement durant la 2ème partie des années 90 et se replie avec la bourse de 2000 à 2003 et enfin, depuis 2004, il croit avec la reprise des transactions et la croissance du CAC 40.

2 - Les valorisations de 2000 à 2005

Dans cette partie, nous allons nous intéresser de près à l'évolution des multiples précédemment définis. Notre étude portera aussi sur l'évolution des multiples dans les secteurs les plus actifs sur le marché du M&A en France de 2000 à 2005[14] :

- Les technologies les médias et les télécoms
- Les industries en particulier l'industrie chimique et pharmaceutique
- La distribution, le luxe et les biens de consommation

[14] Nous étudierons les **secteurs cibles les plus actifs** puisque les valorisations concernent les cibles…

Tableau 2 *: Les technologies les médias et les télécoms*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EV/ CA	5,00x	3,54x	0,09x	3,33x	2,08x	0,42x
EV EBIT	nm	14,5x	5,6x	17,2x	22,0x	nm
EV/EBITDA	21,5x	11,7x	2,9x	na	16,4x	nm
PER	nm	22,8x	10,8x	14,6x	15,6x	na

Source : Thomson SDC

Ce secteur est l'emblème (et la cause ?) de l'euphorie de la bourse et du marché des fusions et acquisitions qui s'achève en 2000. D'ailleurs pour cette dernière année on enregistre des multiples très élevés toute année et tout secteur confondus. L'année bérézina qu'est 2001, marque une nette chute des multiples avec la réduction des transactions, la chute du CAC 40 de près de 2000 points, la disparition de nombreuses perspectives de croissance, l'augmentation des risque financiers. Cette chute est quelque peu atténuée par l'assouplissement des taux : le taux euro 1 an passe de 5,3% en Novembre 2000 à 3,2% en Novembre 2001. 2002 marque le creux de la vague avec les multiples à des niveaux historiquement bas (à noter que nous disposons que de très peu de chiffres : 3 transactions sur 80 répertoriées). 2003 est l'année du rachat de minoritaires d'Orange (12,5%) par France Télécom pour 7,1mrds$ avec un multiple de CA à 3,3x en ligne avec la moyenne. 2004 et 2005 marque le retour progressif des transactions importantes mais aux multiples très disparates compte tenu de la diversité des cibles.

Tableau 3 : *Les industries*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EV/ CA	0,84x	1,81x	1,66x	1,12x	1,22x	2,72x
EV EBIT	18,3x	14,9x	10,3x	9,7x	13,9x	18,5x
EV/EBITDA	7,7x	14,1x	9,3x	7,1x	6,4x	11,6x
PER	17,9x	15,3x	8,1x	12,9x	18,4x	29,2x

Source : Thomson SDC

Ce secteur inclus principalement l'industrie automobile et ses fournisseurs, l'industrie du bâtiment et des travaux publics et l'industrie aéronautique. Cette « diversité du portefeuille » assure de facto une stabilité des multiples de l'ensemble grâce à des industries cycliques et contre cycliques. On voit bien que les multiples de 2005 sont les plus élevés à l'image de l'amélioration des rentabilités et des perspectives de croissance pour la grande industrie française dans son ensemble et pour les composantes du CAC 40 en particulier.

Tableau 4 : *L'industrie de la chimie et de la pharmacie*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EV/ CA	1,23x	na	na	0,84x	3,09x	2,20x
EV EBIT	nm	na	na	25,7x	19,4x	23,6x
EV/EBITDA	17,1x	na	na	14,9x	8,9x	19,2x
PER	nm	na	na	35,3x	25,9x	29,7x

Source : Thomson SDC

Chaque année ce secteur connaît en moyenne près de 50 transactions de tailles moyennes. L'année de l'industrie de la Chimie et de la Pharmacie est certainement 2004 avec la méga-fusion Sanofi-Aventis. Les multiples de la transaction sont relativement élevés pour le secteur (xEBIT à 19x et xEBITDA à 12x) mais ils reflètent surtout la motivation de Sanofi Synthélabo et de son charismatique PDG J-F. Dehecq. Les années 2004 et 2005 sont aussi celles de la concentration dans les génériques (de la taille de PME) et la diversification des portefeuilles médicamenteux d'une industrie en grande difficulté face au « challenge générique ». C'est aussi l'entrée sur le marché de nouveaux pure players tels que Solvay (rachat de Fournier).

Tableau 5 : *La distribution, le luxe et les biens de consommation*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EV/ CA	1,08x	1,97x	1,30x	0,79x	1,14x	1,31x
EV EBIT	16,0x	14,5x	19,1x	17,4x	14,1x	17,2x
EV/EBITDA	17,2x	10,6x	16,3x	13,1x	14,9x	11,4x
PER	16,6x	18,9x	18,1x	17,2x	20,3x	22,7x

Source : Thomson SDC

Ce secteur est l'un des plus actifs du marché du M&A français avec en moyenne près de 200 transactions en France (sans compter les entreprises françaises qui acquièrent à l'étranger). Ce secteur de l'économie pourtant quelque peu corrélé avec les cycliques économiques a été le moins affecté par les dures années que sont 2001 et 2002. C'est d'ailleurs un des rares à avoir connu une croissance quasi-continue de ses multiples en 6 ans. Ces multiples ont été tirés par des grandes transactions venant d'acteurs différents chaque année : En 2000, Vivendi-Seagram (xEBITDA à 32x) en 2001 Altadis-Seita (xEBIT à 5,9x et xEBITDA à 6,6x) en 2002 Origny-Beghin Say (xEBIT 18x, xEBITDA à 15x), en 2005 le rachat des Galeries Lafayette par BNP Paribas (xEBIT 12x, xEBITDA de 8x).

B) Les primes octroyées depuis 1990

Commençons tout d'abord par définir les termes de ce sujet. Qu'est-ce qu'une « prime » ? Et qu'entendons-nous par « prime » ? Nous l'avons vu dans la sous partie précédente, chaque entreprise a sa valeur d'entreprise. Si par exemple, celle-ci est cotée, alors sa valeur est déterminée à l'instant t par la valeur de ses capitaux propres (nombres d'actions x valeur de l'action à l'instant t) et de son niveau d'endettement[15], [16] . Rappelons aussi, que la valorisation d'une entreprise à l'instant t est l'anticipation des agents économiques du Marché à cet instant.

Au moment, où la l'opération de fusion ou d'acquisition est annoncée, nous calculons la prime induite entre le prix proposé (il s'agit de la valeur induite offre pour l'achat de chaque action de la cible) et la valeur avant l'annonce de la transaction. Deux points importants -qui sont liés d'ailleurs- sont à souligner. Tout d'abord, la date de calcul de notre prime est bien la date d'annonce de la transaction. Nous insistons sur ce point car lors des opérations on peut entendre de nombreux arguments -qui sont souvent parfaitement fondés- sur les primes calculées sur des cours historiques et l'on dit alors que le « cours de la cible *était déjà soutenu* par une rumeur d'OPA ». Ce qui nous amène à notre deuxième point : Si notre date pour retenir le calcul de la prime est parfaitement claire, nous sommes plus larges sur les cours historiques. En effet, par soucis de lisibilité nous retenons trois dates antérieures : 1 jour avant l'annonce de la transaction, 1 semaine et 4 semaines. Car en effet, les primes dépendent des valeurs d'entreprises retenues. En conservant ces trois possibilités nous pouvons déduire une *juste valeur* de la fameuse prime octroyée lors des transactions. Juste valeur, car la prime n'est après tout qu'un calcul qui cache des valeurs d'entreprises et donc des anticipations -changeantes- des agents du Marché à différents instants. Enfin, mentionnons que le contraire d'une prime est une décote: le prix offert est en dessous de la valorisation.

Nous comprenons ainsi tout l'enjeu politique du calcul d'une prime, surtout lors des transactions hostiles. La prime est à la fois le gage de profit pour des actionnaires de la cible qui restent les ultimes décideurs et c'est aussi parfois la source de frustration majeure des dirigeants, surtout ceux de la cible, qui trouvent leur entreprise sous-évaluée. Tous les enjeux financiers peuvent être concentrés dans ces primes…

4 axes de lectures pour cette sous partie :

- La comparaison des primes au cours des années
- La comparaison des primes en fonction de la taille de la transaction
- La comparaison des primes en fonction du secteur de la cible
- La comparaison des primes en fonction de la nationalité de la cible et de l'acquéreur

[15] Plus précisément, on parle de la valeur de la dette, tout comme on parle de la valeur des actions. La dette d'Eurotunnel ne vaut pas celle de BNP Paribas.
[16] Pour plus d'information sur le calcul d'une valeur d'entreprise veuillez vous référez au paragraphe de la sous partie précédente intitulé « **bref descriptif des méthodes d'évaluation** »

Récapitulatif

- Période couverte : 1990 à 2005
- Dates pour le calcul des primes :

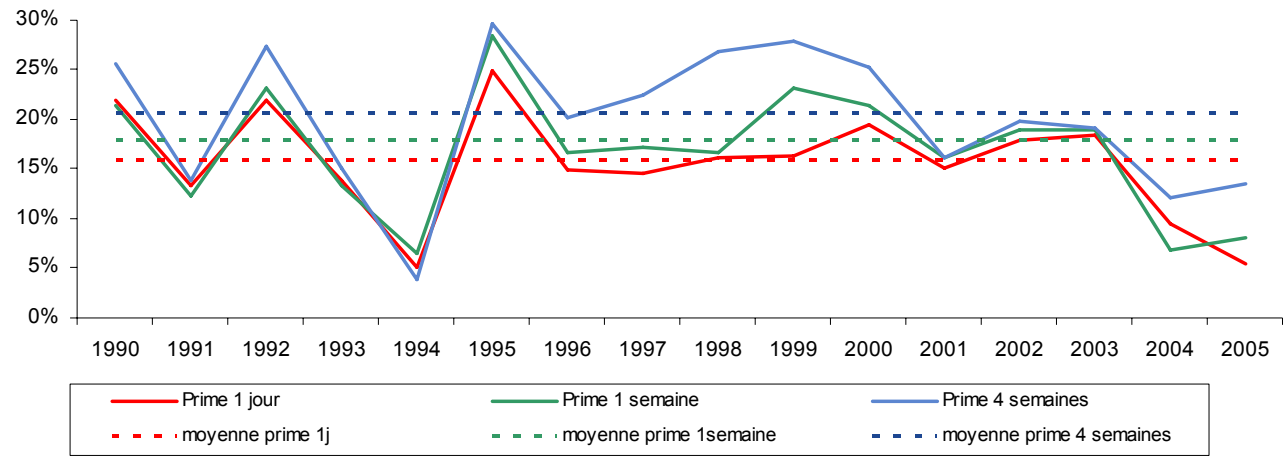
1 jour avant l'annonce de la transaction

1 semaine avant l'annonce de la transaction

4 semaines avant l'annonce de la transaction

- Mode de calcul des valorisations : méthodologie SDC.
- Echantillon des transactions retenues : toute transaction qui donne une prime pour au moins l'une des dates mentionnées ci-dessus.
- Type d'opérations : Au moins l'une des deux parties (vendeur ou acheteur) est française.
- Prime limitée à 150%. Nous pensons qu'une prime au-delà est possible mais non représentative.
- Pas de limite de décote, parce qu'il existe même de nombreuses entreprises en faillite qui ont été racheté pour 1 franc ou 1 euro symbolique…
- L'échantillon : Compte tenu des conditions précédentes, nous obtenons un échantillon d'environ 1000 transactions (957 plus précisément).
- Rappelons enfin que notre source est SDC

1 - L'évolution temporelle des primes de 1990 à 2005



Source : Thomson SDC

1ère remarque : l'évolution des primes est très fluctuante, dans l'ensemble on voit une régression sur la période. L'idée intéressante est de voir que lorsque le marché M&A est florissant les primes ont tendances à augmenter du fait de l'appétit et de la concurrence entre les acheteurs (ex: 2ème partie des années 90). Mais cette tendance peut être atténuée par l'évolution parallèle du marché actions: en général, nous l'avons vu dans la 1ère partie de notre mémoire, les bonnes santés des marchés actions et du M&A sont souvent concomitantes. Ainsi, plus le prix des actions augmente vite au cours du temps plus les primes sur ses mêmes actions diminuent mathématiquement. Tout l'intérêt des

fusions dans les périodes d'euphorie boursière est donc d'avoir des primes suffisamment alléchantes compte tenu de la tendance du marché actions. De l'autre coté du spectre, lorsque le marché actions déprime ou est atone, les primes diminuent parce que le prix des actions ne progresse pas (donc pas d'anticipations positives nouvelles sur l'entreprise selon le marché) et parce que souvent au même moment le marché du M&A est lui-même en difficulté donc la concurrence et l'appétit des acheteurs sont moins importants.

2ème remarque : les primes de 4 semaines sous les plus élevées suivies de celles d'une semaine et d'un jour. Ceci est dû au fait que le plus souvent les cours boursiers sont à la hausse ce qui se répercute mathématiquement sur les primes. 2 cas particuliers à ce sujet: 1er cas: dans la période 1996 – 2000, on voit très bien un élargissement du *spread* entre les primes (mêmes explications que dans la 1ère remarque). 2ème cas: dans la période 2001 - 2003, la contraction du *spread* entre les primes est synonyme de marchés actions et M&A atones.

Tableau 6 : *Comparaison des primes selon la taille des transactions :*

Moyenne des primes des transactions de 1990 à 2005	Prime 1 jour avant annonce transaction	Prime 1 semaine avant annonce transaction	Prime 4 semaines avant annonce transaction
TOP 10	17%	22%	22%
TOP 20	19%	23%	25%
TOP 100	19%	21%	23%
TOP 500	17%	18%	22%
TOP 1000	16%	17%	21%

Source : Thomson SDC

Top 10 des transactions concerne celles dont la valeur de la transaction varie entre 11- 60 Mrds$
Top 20: transaction varie entre 6 et 60 Mrds$
Top 100 : transaction varie entre 990 millions et 60 Mrds$
Top 500 : transaction varie entre 50 m$ - 60 Mrds$
Top 1000 : transaction varie entre quelques dizaines de m$ et 60Mrds$.

Il ne semble pas qu'il de corrélation immédiate entre la taille de la transaction et la valeur des primes. Le top 10 se rapproche de la moyenne avec une prime à un jour de 17% quant aux primes des top 20 et top 100 elles sont plus élevées. Quant aux écarts entre les primes à travers le temps il est intéressant de mentionner que ce dernier augmente avec la taille des transactions dans le top 100 : plus la transaction est grande, plus l'écart entre la prime 1 jour avant l'annonce et 4 semaines avant l'annonce est importante (32% pour le top 20 contre 20% pour le top 100). Une explication: si écartons la corrélation -non évidente- entre la performance boursière d'un titre et la taille de l'entreprise sous-jacente, on peut dire que secret est souvent bien gardé autour des transactions de grande taille et donc les effets de surprise peuvent être plus importants. Cette argument n'est plus valable quant on s'intéresse aux top 500 et 1000 mais nous reviendrons sur ce cas lors de l'étude détaillée des transactions à moins d'1 Mrd $.

2 - Comparaison des primes selon le secteur de la cible :

Moyenne des primes des transactions de 90 à 05 selon le secteur de la cible	Prime 1 jour avant annonce transaction	Prime 1 semaine avant annonce transaction	Prime 4 semaines avant annonce transaction
Matières premières et Energie	22%	24%	27%
Industries	20%	23%	26%
Institutions Financières	18%	19%	25%
Chimie et Pharmaceutique	17%	19%	15%
Transport	16%	17%	18%
Services	15%	18%	26%
Technologies Média et Télécom	13%	14%	13%
Investisseurs Financiers	13%	14%	17%
Distribution, Luxe et Biens de Consommation	13%	15%	18%
Immobilier	10%	7%	12%

Source : Thomson SDC

Le champion des primes est le secteur des **matières premières et énergie**, tiré par des transactions hostiles comme celle de Total sur Elf Aquitaine. L'industrie de la chimie et des pharmaceutiques se trouve dans la moyenne et au bas du tableau on trouve les transactions **immobilières**. Les plus gros écarts entre les primes à 1 jour et à 4 semaines sont dans les services, les institutions financières et la distribution ; luxe et bien de consommation (resp. 72% 40% et 40%) les plus faibles sont dans la chimie/pharmacie et les **TMT** (resp. -11% et -3%) peut être qu'il s'agit pour la dernière de séquelles de l'explosion de la bulle internet.

3 - Comparaison des primes selon la région de la cible et de l'acquéreur[17]:

Pays Acquéreur	Prime 1 jour avant annonce transaction	Prime 1 semaine avant annonce transaction	Prime 4 semaines avant annonce transaction
France	**16%**	**17%**	**21%**
Europe	18%	20%	24%
Etats-Unis	19%	19%	26%
Reste du monde	0,4%	3%	10%
Total	**16%**	**17%**	**21%**

Pays Cible	Prime 1 jour avant annonce transaction	Prime 1 semaine avant annonce transaction	Prime 4 semaines avant annonce transaction
France	**14%**	**15%**	**19%**
Europe	24%	28%	32%
Etats-Unis	19%	19%	25%
Reste du monde	32%	35%	37%
Total	**16%**	**17%**	**21%**

Source : Thomson SDC

La première partie du tableau présente une idée intéressante : les acquéreurs étrangers paient plus cher les cibles françaises que les acquéreurs compatriotes. L'Europe consiste majoritairement

[17] Pour le détail complet par nationalité rendez-vous dans les annexes du mémoire

d'acquisition des pays de la Zone Euro. On remarque qu'il n'y pas d'effet « euro » qui permet de payer la cible moins cher si l'on compare par rapport aux primes payées par les entreprises américaines. Le fait d'inclure le Royaume-Uni dans le groupe Europe ne fausse pas l'argument, ces acquéreurs payent moins cher que l'Euro Zone en moyenne (9% sur 1j, 10% sur 1semaine et 13% sur 4 semaines). Donc l'effet « sterling » fonctionne plutôt bien. Comparons à présent les chiffres de la France et des Etats-Unis. Il est très intéressant de remarquer que les primes que payent les entreprises américaines en France et vice-versa sont les mêmes ! (19%, 19% et ~25%)

L'autre tableau nous montre que les primes d'acquisition des sociétés françaises (par des sociétés françaises ou étrangères) sont moins élevées que celles de leurs consoeurs européennes ou américaines achetées exclusivement par des sociétés françaises. En regardant à présent les deux tableaux, on remarque que les sociétés françaises offrent de plus grandes primes lors de leurs acquisitions à l'international (en Europe par ex 24%, 28% et 32%) que leurs consoeurs qui achètent des sociétés françaises (les européennes par ex 18%, 20% et 24%). Une explication entre autres, consiste à remarquer que les entreprises françaises ont acheté de nombreuses entreprises en Europe de l'Est (Pologne, République Tchèque, Hongrie et Slovénie notamment) qu'ils ont payé avec des primes sensiblement plus élevées.

Pour conclure sur cette partie nous faisons remarquer à notre cher lecteur que nous aurions aimé comparer les primes payées selon le type de l'opération mais nous ne disposions pas suffisamment d'informations concernant ces dernières. Apres avoir fait des brèves recherches, nous avons trouvé 5 opérations hostiles dans le TOP 20. Ces résultats préliminaires montrent bien la prime d'hostilité payée par les acquéreurs :

Moyenne des primes des transactions de 1990 à 2005 si opération hostile (top 20)	Prime 1 jour avant annonce transaction	Prime 1 semaine avant annonce transaction	Prime 4 semaines avant annonce transaction
Hostile	36%	45%	46%
Delta % TOP 20	18%	22%	21%

Source : Thomson SDC

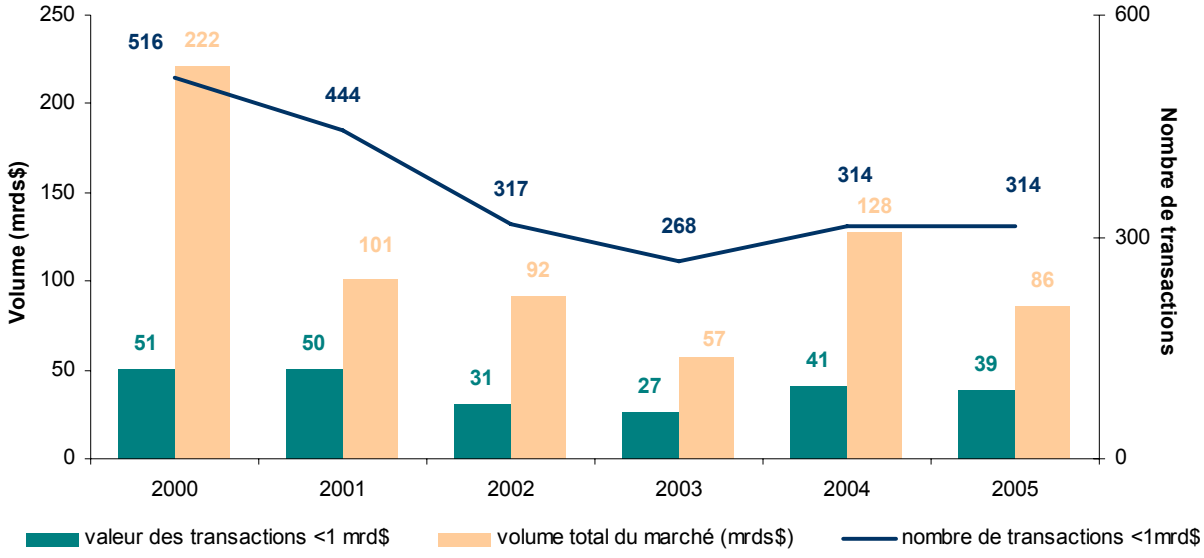
C) Etude des transactions inférieures à 1 Mrd $ depuis 2000:

Cette partie ne se veut pas un mémoire dans le mémoire mais un survol rapide des transactions en France de 2000 à 2005 dont la valeur (et pas la valeur d'entreprise) est inférieure à 1mrd$. La première question est de savoir leur nombre et leurs poids dans le marché des fusions et acquisitions en France. Depuis 1990, SDC dénombre 5369 transactions totalisant près de 523mrds$ soit resp. 29% et 37% du nombre et de la valeur des transactions sur la période 1990-2005. La transaction moyenne sur la période s'établit à 100m$. Sur la période 2000-2005, SDC dénombre 2183 transactions totalisant près de 241mrds$ avec une transaction moyenne à 111m$.

L'objectif de ce chapitre est d'étudier ces transactions depuis 2000 selon 4 axes principaux :

- L'évolution et tendance en nombre et en volume
- La typologie sectorielle et géographique
- Les valorisations induites et les primes octroyées
- La présence des banques conseils

1 - L'évolution du nombre et du volume des transactions :



Source : Thomson SDC

Depuis 2000, le marché des fusions et acquisitions en France s'est fortement contracté comme nous l'avons montré dans la première partie de notre mémoire. Concernant les transactions à moins d'1mrd$, la décroissance a été plus faible. Si nous raisonnons en croissances moyennes annualisées[18], le marché du M&A en France a décrut de 17%/an en valeur depuis 2000 alors que les transactions à moins d'1mrd$ n'ont décrut que de 5%/an. Ainsi, mécaniquement, la part en volume des transactions à moins d'1mrd$ a augmenté dans le marché total de la France alors que la part en nombre est restée relativement stable. Cette situation est résumée dans le tableau qui suit.

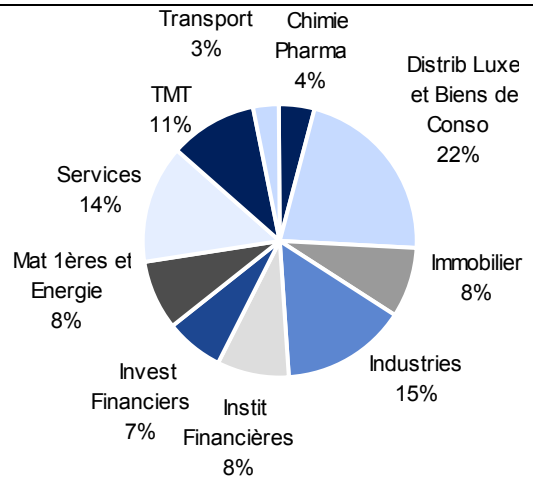
[18] CAGR : Compounded Annual Gross Rate

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
part des transactions < 1mrd$ en volume	23%	50%	34%	47%	32%	45%
part des transactions < 1mrd$ en nombre	27%	32%	34%	34%	32%	29%

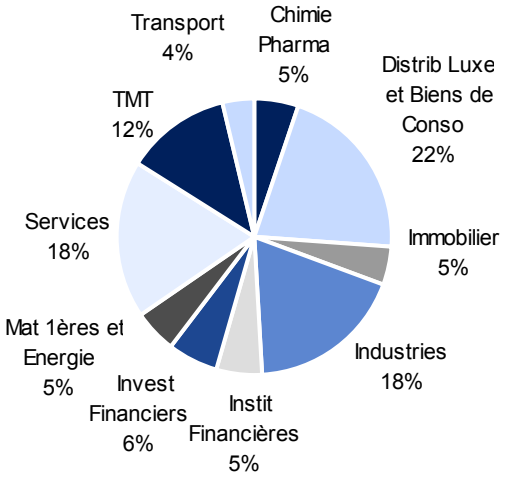
Source : Thomson SDC

2 - Répartition sectorielle des transactions[19] :

Répartition sectorielle des cibles en volume



Répartition sectorielle des cibles en nombre

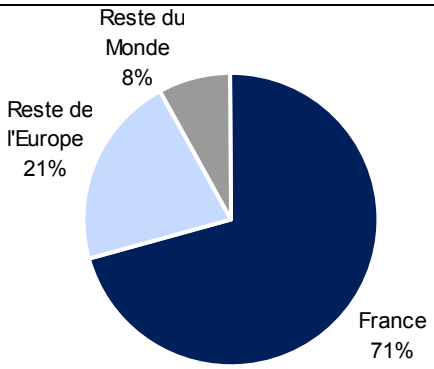


Source : SDC

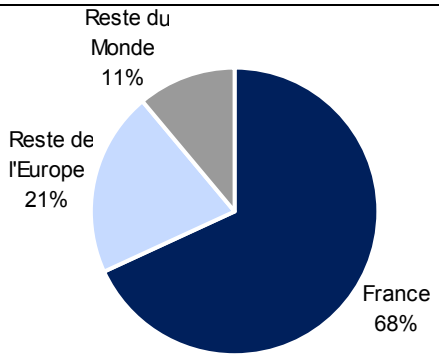
Que se soit en volume ou en nombre, depuis 2000, le secteur de la distribution du luxe des biens de consommation remporte le palmarès du secteur le plus actifs pour ces transactions. Dans les 2 cas aussi, l'industrie et les services suivent de très près. Les secteurs de la Chimie et pharmacie ainsi que celui des transports sont les moins présents. Pour la taille des transactions, avec 200m$ de moyenne, c'est le secteur de l'immobilier qui arrive en tête, et avec 83m$ de moyenne se sont les services qui terminent derniers. Les secteurs de la distribution, du luxe et des biens de consommation sont dans la moyenne (rappel : 111m$) avec 116m$ de transaction moyenne depuis 2000[20].

3 - Répartition géographique des transactions :

Répartition géographique des cibles en vol.



Répartition géographique des acquéreurs en vol.



Source : SDC

[19] Pour les données détaillées consultez l'annexe
[20] Le tableau détaillé se trouve en annexe

Que ce soit pour la cible ou l'acquéreur, c'est sans grande surprise que nous trouvons que la France est le pays d'origine qui revient le plus souvent. L'Europe est très présente sur ce marché tant à l'achat qu'à la vente de ses entreprises. Cette présence est d'ailleurs plus significative qu'à l'échelle du marché total des fusions et acquisitions en France. Le groupe « reste du monde » représente pour sa grande majorité des entreprises américaines. A titre d'exemple, 9% des acquéreurs lors des transactions à moins d'1mrd$ sont américains. Les entreprises américaines sont très actives, tant à l'achat qu'à la vente, elles sont 2ème derrière les françaises (68% de pdm[21] acquéreur) et devant les anglaises (7% de pdm).

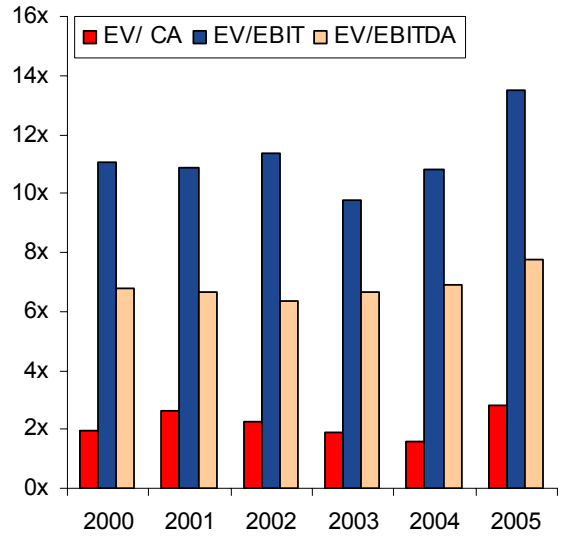
4 - Les valorisations des transactions à moins d'1 Mrd$:

Intéressons nous à présent aux valorisations depuis 2000. Nous allons étudier les moyennes des multiples qui ressortent de ces transactions et puis nous les comparerons à celles du marché. La question est de savoir si l'achat ou la vente une entreprise à moins d'un 1mrd$ est mieux ou moins bien valorisée que le marché. Y a t il une décote ou une prime selon la taille de la transaction ?
Voici donc deux tableaux et deux graphiques pour nous aider dans notre démarche

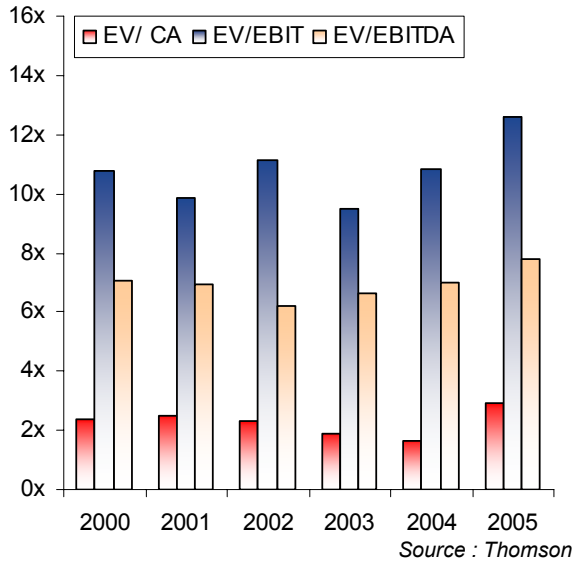
		transactions à moins d'1 Mrd$						marché français					
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EV/CA	**moyenne**	1,96x	2,60x	2,29x	1,86x	1,56x	2,78x	2,39x	2,52x	2,32x	1,90x	1,66x	2,94x
	médiane	0,66x	1,54x	1,07x	1,02x	0,87x	1,58x	1,51x	1,70x	1,15x	1,06x	0,94x	1,61x
EV/EBIT	**moyenne**	11,0x	10,8x	11,4x	9,8x	10,8x	13,5x	10,7x	9,9x	11,1x	9,5x	10,8x	12,6x
	médiane	10,5x	9,3x	11,5x	9,3x	11,1x	14,6x	11,6x	9,3x	11,1x	9,0x	11,1x	12,7x
EV/EBITDA	**moyenne**	6,8x	6,7x	6,3x	6,6x	6,9x	7,8x	7,0x	6,9x	6,2x	6,6x	7,0x	7,8x
	médiane	7,4x	6,6x	5,9x	6,6x	7,0x	8,1x	7,4x	6,6x	5,9x	6,6x	7,1x	8,0x
PER	**moyenne**	18,1x	17,9x	19,0x	15,1x	20,0x	24,2x	18,6x	17,0x	19,5x	15,1x	21,8x	25,6x
	médiane	18,9x	16,5x	18,3x	13,2x	19,5x	24,7x	18,9x	16,4x	18,4x	13,4x	21,1x	24,9x

Source: SDC

Moyenne des multiples des transactions <1Mrd$



Moyenne du marché français



Source : Thomson SDC

[21] Part de marché

La comparaison avec le marché se fait sur deux temps. La 1ère constatation est que l'évolution de tous les multiples est quasiment identique : Les multiples des transactions à moins d'1mrd$ évoluent selon la tendance dictée par le marché français des fusions et acquisitions : stagnation ou déclin selon le multiple entre 2000 et 2002 et croissance importante entre 2003 et 2005. A présent nous comparons les valeurs toutes années confondues entre les transactions que nous étudions et le marché.

		prime (+) ou décote (-) par rapport au marché					
		2000	2001	2002	2003	2004	2005
EV/CA	**moyenne**	-18%	3%	-2%	-2%	-6%	-5%
	médiane	-56%	-9%	-7%	-4%	-7%	-2%
EV/EBIT	**moyenne**	3%	10%	2%	3%	0%	7%
	médiane	-9%	0%	3%	3%	0%	15%
EV/EBITDA	**moyenne**	-3%	-4%	2%	0%	-1%	0%
	médiane	0%	0%	0%	0%	-1%	0%
PER	**moyenne**	-3%	6%	-2%	0%	-8%	-5%
	médiane	0%	0%	-1%	-1%	-8%	-1%

Source: SDC

A de rares exceptions près, nous constatons **qu'il existe une décote pour les transactions à moins d'1mrd$ pour les multiples de CA EBITDA et PER**, elle varie en fonction des années et des multiples. A une exception près, le phénomène est inverse pour les multiples d'EBIT. Ce paradoxe est semble-t-il du à deux raisons : la 1ère est que si nous regardons nos échantillons de transactions de plus près nous constatons que la plupart des cibles ont peu de dépréciation et d'amortissement d'actifs ce qui fait que leur EBIT est plus faible et donc leur EV/EBIT est plus important. Nous ne pouvons pas généraliser à l'ensemble des transactions mais nous pouvons qualifier de « non significatif » le 10% de prime en moyenne en 2001 par exemple. La 2ème raison qui explique les 2% ou 3% d'écarts fréquents, ce sont de nombreuses acquisitions ou prises de participations réalisées en Europe de l'Est notamment dans des PME de services et d'industrie: Ces transactions se sont faites sur la base de multiples d'EBIT très élevés… Les moyennes générales des multiples d'EBITDA n'ont pas été affectées car les multiples de ces transactions étaient au dessus de nos limites (rappel x10) et donc étaient jugés non significatifs.

5 - Les primes octroyées

Nous étendons notre champ d'étude à la période 1990 à 2005 pour comparer les primes des transactions à moins d'1mrd$ avec les transactions de plus grandes tailles.

Moyenne des primes des transactions de 1990 à 2005	Prime 1 jour avant annonce transaction	Prime 1 semaine avant annonce transaction	Prime 4 semaines avant annonce transaction
TOP 10	17%	22%	22%
TOP 20	19%	23%	25%
TOP 100	19%	21%	23%
TOP 500	17%	18%	22%
TOP 1000	16%	17%	21%
Transactions à moins d'un Mrds$	15%	17%	20%

Source : Thomson SDC

La constatation est rapide et sans appel : nous retrouvons l'idée d'une décote relative aux prix du marché car **les transactions à moins d'1mrd$ ont des primes plus faibles** que toutes les autres échantillons de transactions et pour toutes les périodes. Deux explications essentielles:

- L'appétit et l'objectif des actionnaires vendeurs ne sont pas les mêmes pour ces transactions.
- Les transactions à moins d'1mrd$ incluent plus souvent des prises de participations plus faibles que les transactions de plus grande taille (37% de participation moyenne vs 67%). Ceci s'explique par la définition même desdites transactions : le milliard $ désigne la valeur de la transaction et non pas la valeur d'entreprise de la cible. Ainsi, par construction, ces transactions incluent des prises de participations minoritaires dans des grands groupes. Ainsi, les primes se trouvent affectées car elles ne se voient pas toujours attribuées une sur**prime de contrôle** que paye en plus un acquéreur aux actionnaires de la cible pour prendre le contrôle de cette dernière.

6 - Les banques conseils :

Nous rappelons à notre lecteur que la dernière partie de ce mémoire porte entièrement sur les leagues tables. Par soucis de concision nous l'invitons à s'y rendre pour lire les définitions des termes essentiels que nous ne répèterons pas ici. Le tableau qui suit reprend le classement des banques conseils sur les transactions à moins d'1mrd$ sur la période 2000 - 2005.

Rang	Banque Conseil	Valeur d'entreprise de la cible ($ Mil)	Part de Marché
1	**Rothschild**	**24 937**	**10%**
2	**Lazard**	**19 508**	**8%**
3	**BNP Paribas**	**19 034**	**8%**
4	*JPMorgan*	*12 042*	*5%*
5	*Morgan Stanley*	*11 647*	*5%*
6	*Société Générale*	*9 309*	*4%*
7	*Goldman Sachs*	*8 427*	*3%*
8	*UBS*	*8 131*	*3%*
9	*CSFB*	*7 864*	*3%*
10	*HSBC - CCF*	*7 681*	*3%*
11	Calyon - CA - Clinvest	6 545	3%
12	Merrill Lynch	6 372	3%
13	Lehman Brothers	5 659	2%
14	Deutsche Bank	5 124	2%
15	Credit Lyonnais	4 438	2%
16	ABN AMRO	4 293	2%
17	KPMG	3 723	2%
18	Citigroup	3 317	1%
19	PWC	2 913	1%
20	Deloitte & Touche	1 418	1%
	Total avec conseil	172 383	71%
	Total sans conseil	68 896	29%
	Total	**241 279**	**100%**

Le sommet du classement est dominé par trois banques françaises. Le trio de tête distance sensiblement leur plus proche concurrent et 1ère banque anglo-saxonne du classement. Dans ce tableau figurent des noms que nous ne reverrons pas plus loin dans la partie des *leagues tables*, les compagnies d'audit notamment (KPMG et PWC) défendent ici de belles franchises qui constituent leur cœur de métier de conseil en fusions et acquisitions. Autre remarque importante, toutes les banques ne sont pas dans ce classement pour les mêmes raisons. Nous ne disposons pas de l'ensemble des nombres de transactions par banque conseil mais nous pouvons affirmer que de façon générale : D'une part, les banques françaises sont de loin dominantes dans les transactions incluant des PME françaises notamment pour des raisons culturelles évidentes -culture nationale et d'entreprise pour le conseil et les acquéreurs/vendeurs. D'autre part, les banques étrangères notamment anglo-saxonnes sont beaucoup plus présentes dans les petites prises de participations de grands groupes et ceci pour des raisons de stratégie de développement et d'attribution des ressources limitées de banques notamment américaines.

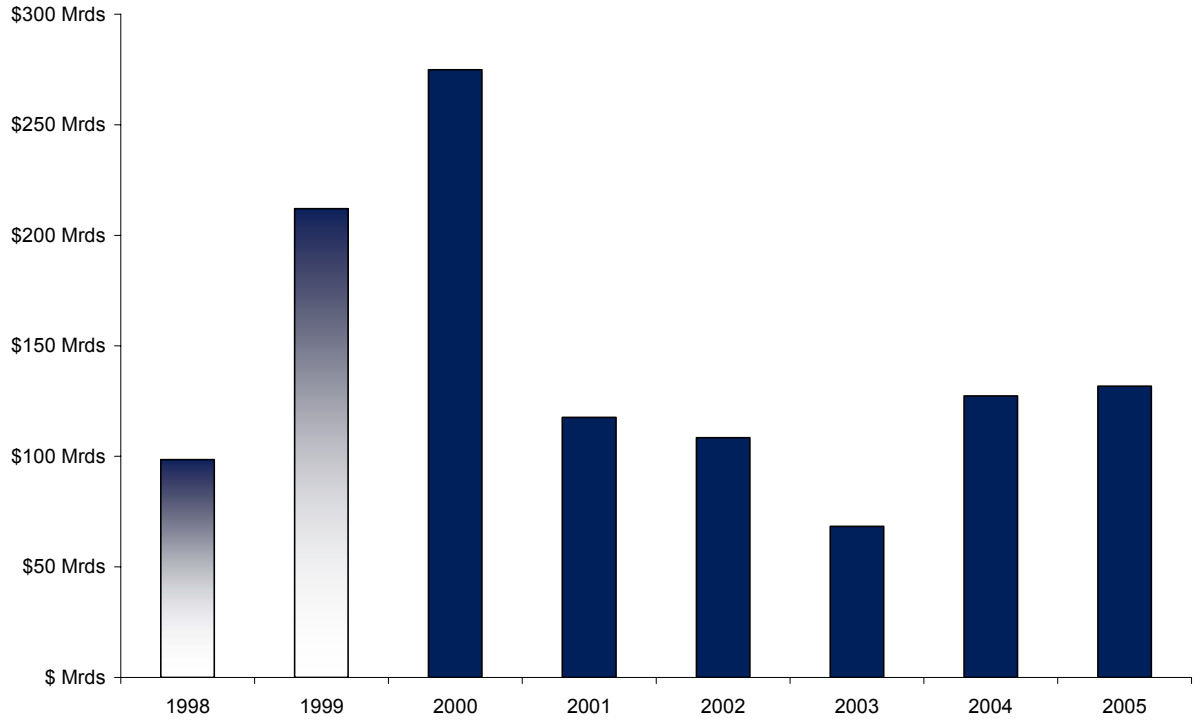
Quant aux parts de marchés elles sont faibles et surtout si on les compare aux parts de marché à l'échelle nationale. Enfin, dernière remarque, les transactions que nous étudions ici sont largement conseillées, avec une part de marché de 71%, les banques conseils atteignent un bon score[22] dans un secteur qui est par définition plus difficile à prospecter et à pénétrer. Soulignons tout de même, que ce dernier chiffre est sans doute surévalué puisque SDC ne parvient pas à répertorier l'ensemble des transactions qui se font sans banque conseil surtout pour les transactions de cette taille.

[22] Mais bien en dessous de la moyenne toutes transactions confondues sur la même période : 95%

D) Etude de l'activité M&A des groupes du CAC40 depuis 2000:

L'objectif de cette partie est d'étudier l'évolution de l'activité M&A des grands groupes du CAC40. Nous dresserons un classement des entreprises en fonction de leur appétit M&A. Nous essayerons enfin de comprendre et de trouver les clés de cette évolution à travers l'analyse rapide des bilans des entreprises du CAC40. Une remarque préliminaire concernant les données qui figurent dans cette partie : Les chiffres de l'activité M&A ont pour source Thomson One Banker qui comptabilise l'ensemble des acquisitions, des cessions et rachat des minoritaires des filiales des groupes. Y sont donc inclues aussi des possibles transactions extra françaises c'est à dire lorsque ni la cible, ni l'acquéreur ne sont français. A ce titre, les données obtenues ne sont pas comparables avec les données que nous donne SDC pour l'ensemble du marché français.

1 - L'évolution de l'activité M&A du CAC40 depuis 2000



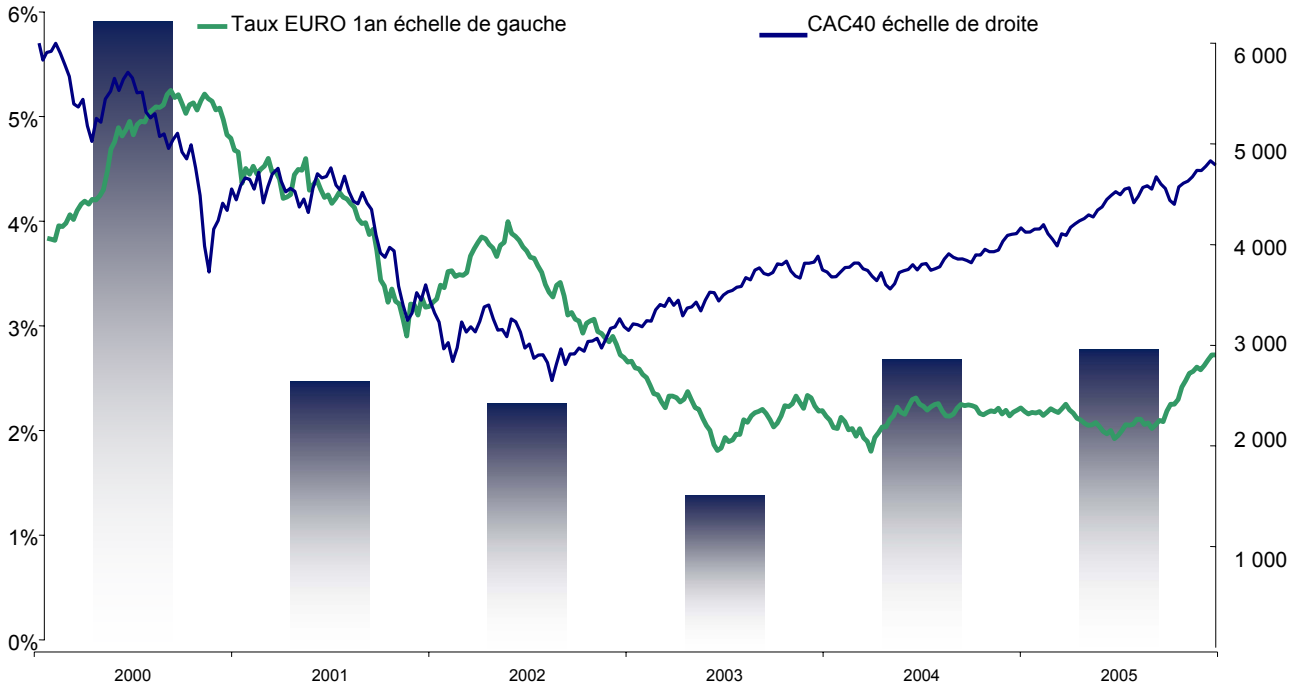
Source : Thomson One Banker

Dans ce graphe, nous montrons l'évolution de l'appétit des grands groupes du CAC40. Nous voyons clairement que 2000 et 1999 sont des années exceptionnelles et à l'inverse, en 2003, les groupes ont été plus prudents. Les écarts ont très impressionnants et laissent imaginer l'appétit sans fin des groupes jusqu'à 2000: les transactions de 2000 sont 4 fois plus importantes en valeur que celles de 2003. Autre chiffre : le marché considère comme une très belle année pour le marché du M&A en France, alors que les groupes ont été 2 fois moins actifs qu'en 2000... Globalement l'évolution de l'activité du CAC40 est semblable à celle du marché français. L'explication est simple, les acquisitions du CAC40 comptent pour une grande partie des acquisitions du marché français. Elles sont aussi un

baromètre du climat des affaires et de l'appétit du marché en général. En bref, les acquisitions du CAC40 peuvent devenir un moteur comme un frein à la croissance du marché français des fusions et acquisitions.

2 - Les fondements de l'appétit des groupes du CAC40

Il y a tout d'abord le loyer de l'argent et les cours de bourse des principaux concernés. C'est le nerf de la guerre puisqu'il s'agit des deux moyens de paiement possibles.

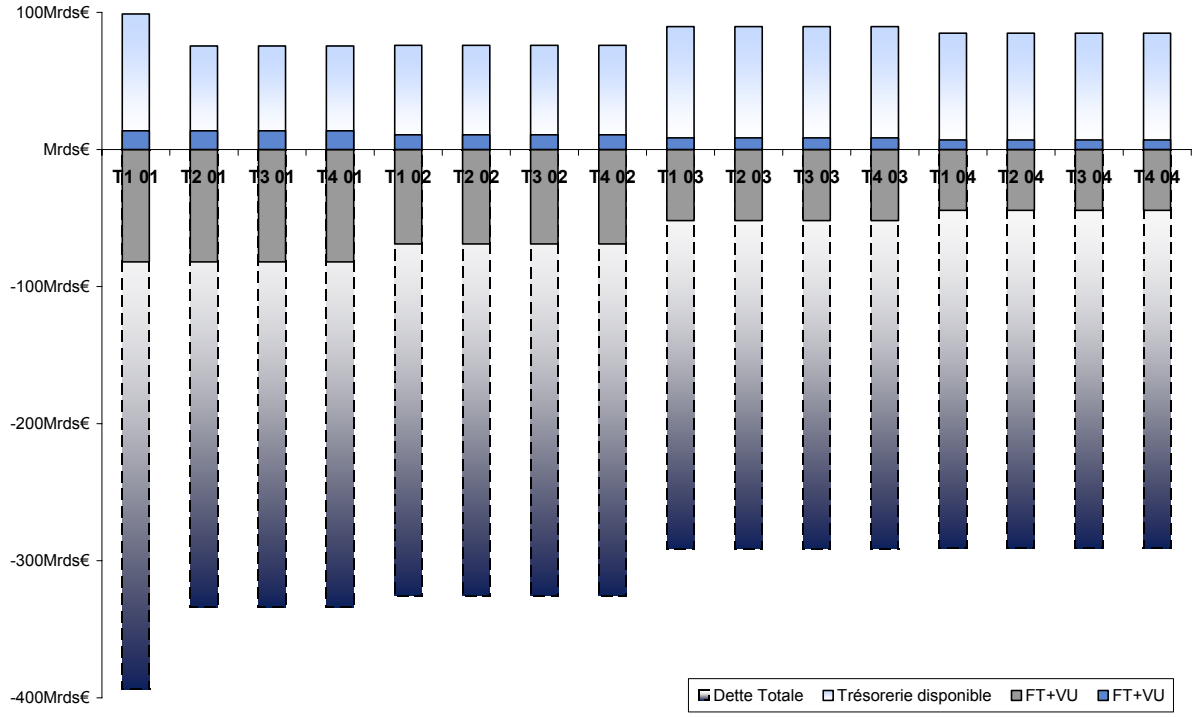


Source : Datastream

La période 2000-2005 s'est caractérisée par une sensible réduction des taux parallèlement à l'explosion de la bulle internet et la réduction du taux de croissance de l'économie française. Cette réduction du coût de l'argent n'a pas permis de freiner la très forte décroissance des fusions et acquisitions des groupes du CAC40. Durant cette période, Les composants du CAC40 n'échappent pas à la règle qui prévaut sur les marchés action et M&A: Une forte réduction de leur capitalisation boursière et des perspectives de croissance qui s'amenuisent, le tout avec des situations d'endettement très importantes (France Télécom ou Vivendi Universal). Cette situation a poussé à la plus grande prudence. Les priorités ont été pendant les années qui suivent à la réduction des dettes. En revanche, la période 2004-2005 qui a vu la reprise du marché des fusions et acquisitions profite largement des taux d'intérêts Euro relativement bas. Nous avons d'ailleurs vu dans la 1ère partie du mémoire que la composante cash des transactions s'est appréciée notamment avec les groupes du CAC40. Le niveau de l'indice a cru aussi durant cette dernière période de reprise. L'amélioration des cours de bourse a encouragé les directions à entreprendre des croissances externes.

3 - L'approche bilancielle :

Le graphique qui suit illustre l'évolution des trésoreries et des dettes totales des entreprises du CAC40 chaque trimestre de 2001 à 2004[23]. Nous avons exclu de l'indice les institutions financières car elles ne peuvent pas disposer aussi aisément de leurs liquidités et leurs dettes.



Source : Datastream

Nous avons voulu volontairement mettre en avant la part de France Télécom (FT) et Vivendi Universal (VU) puisqu'ils représentent à ceux seuls entre 15% et 25% de la dette totale du groupe. Nous voyons bien que dans l'ensemble les entreprises du CAC40 sont parvenues à réduire sensiblement leurs dettes tout en conservant un niveau de liquidités conséquent. On comprend mieux à présent l'appétit des grands groupes car ils ont les moyens de leurs ambitions de croissance externe : liquidités, taux relativement bas et actions qui se portent bien.

4 - Le classement

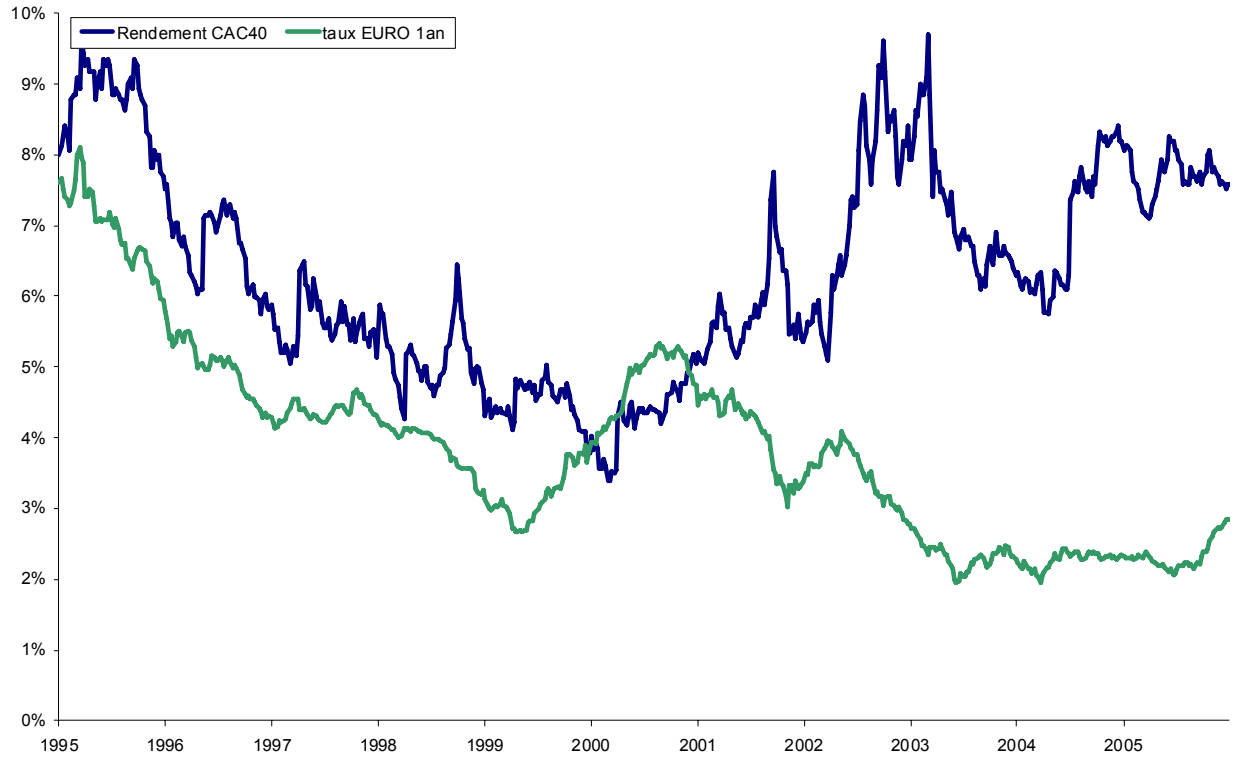
Rg	Mrds$	2000	2001	2002	2003	2004	2005	total 00-05	moyenne 00-05
1	VIVENDI UNIVERSAL	73	18	17	19	3	2	**132**	**22**
2	FRANCE TELECOM	75	15	6	10	13	9	**129**	**22**
3	SANOFI-AVENTIS	0	0	0	0	67	0	**67**	**11**
4	AXA	41	0	1	3	4	8	58	10
5	EDF	6	13	9	1	1	17	47	8
6	BNP PARIBAS	6	8	9	2	3	7	36	6
7	CREDIT AGRICOLE	2	3	21	2	3	2	34	6
8	PERNOD-RICARD	8	1	0	0	0	21	31	5
9	SUEZ	3	2	1	6	1	15	29	5
10	VINCI	2	1	1	0	0	20	24	4

Source : Thomson One Banker

[23] De nombreux chiffres manquaient pour l'année 2005

Les chiffres parlent d'eux-mêmes, avec une avance considérable sur leurs poursuivant ce sont Vivendi Universal (Seagram et Canal + en 2000) et France Télécom (Orange 2000) qui ont été les plus actifs. Ils ont profité largement de la bulle internet : En 2000, en un an chacun a été aussi actif que leur poursuivant Sanofi-Aventis ne l'a été en 6 ans… Ce dernier se trouve à la 3ème marche grâce à sa fusion entre égaux. Axa n'est pas loin avec entre autres les rachats en 2000 des intérêts minoritaires de filiales. Le classement complet se trouve en annexe de ce mémoire.

5 - Perspectives : le CAC40 et les taux d'intérêts :



Source : Datastream

Quelles perspectives alors pour demain ? Lorsqu'on compare les courbes des taux d'intérêt à un an et du rendement combiné du CAC40, l'écart s'est sensiblement creusé depuis 2002 ouvrant la voix à des nombreuses hypothèses sur l'avenir des taux et du couple coût/rendement des actions… Une chose est sûre, à moins que la différence ne se résorbe rapidement par une remontée subite des taux ou une crise financière, les entreprises du CAC40 pourront profiter encore longtemps de cette situation…

Synthèse partie II :

Dans cette partie nous avons revu les valorisations des transactions et les primes octroyées depuis 1990 à 2005 dans le marché français. Nous avons fait ensuite deux apartés sur les transactions à moins d'1mrd$ et l'activité des groupes du CAC40 depuis 2000.

Après avoir étudié les valorisations et les primes depuis 1990, nous avons vu que dans l'ensemble certains multiples ont progressé (xCA, PER) d'autres ont cru ou décru au rythme de la croissance/décroissance du marché (xEBIT, x EBITDA). Autre constat : chaque secteur a une évolution de multiples qui lui est propre, certains sont stables (industrie) d'autres varient fortement (TMT). L'étude des primes nous a montré tout d'abord que ces dernières sont fortement dépendantes des évolutions des marchés actions et du M&A. L'analyse par la taille des transactions ne nous a pas permis de trouver une corrélation évidente. L'analyse par secteur nous a montré que l'appétit et les moyennes varient sensiblement, Matières Premières et Energie sont les 1ers et l'immobilier clôt le classement. Enfin en comparant les primes selon la nationalité de l'acquéreur et de la cible nous avons vu notamment que les cibles françaises sont payées avec des primes plus faibles lorsqu'elles sont achetées par des entreprises compatriotes que par des étrangers.

Les transactions à 1mrd$ ont connu une évolution moins brusque que le marché français depuis 2000, leur part en valeur dans l'ensemble a sensiblement progressé. Ces transactions sont d'avantages franco-françaises par rapport à la moyenne nationale. En revanche, les primes et les multiples de valorisations sont plus faibles[24], cette fois l'effet de taille semble joué. Quant aux banques conseils, on a constaté que les transactions de cette taille restent la chasse gardée des banques françaises notamment Rothschild, BNP Paribas et Lazard, mais les banques anglo-saxonnes sont aussi présentes en conseillant des grands groupes dans des prises de participations.

L'activité M&A des groupes du CAC40 est parallèle à celle du marché nationale. De par leur poids elles sont d'une certaine façon le moteur ou le frein du marché. Les groupes n'ont donc pas échappé à l'explosion de la bulle internet. Ils ont ensuite réduit leur endettement. Depuis quelques années, ils profitent largement d'un crédit accessible, grâce à des taux Euro bas, et des cours boursiers à la hausse, donc des monnaies d'échange qui se sont fortement appréciées.

[24] Excepté pour le multiple d'EBIT

III. La place du capital investissement (*private equity*) dans le marché français des fusions et acquisitions

« Une chose est sûre, concurrence des acteurs industriels ou pas, les fonds d'investissement sont devenus des acteurs incontournables et s'intéressent à des opérations de plus en plus grosses » ; **La Tribune, 6 janvier 2006**

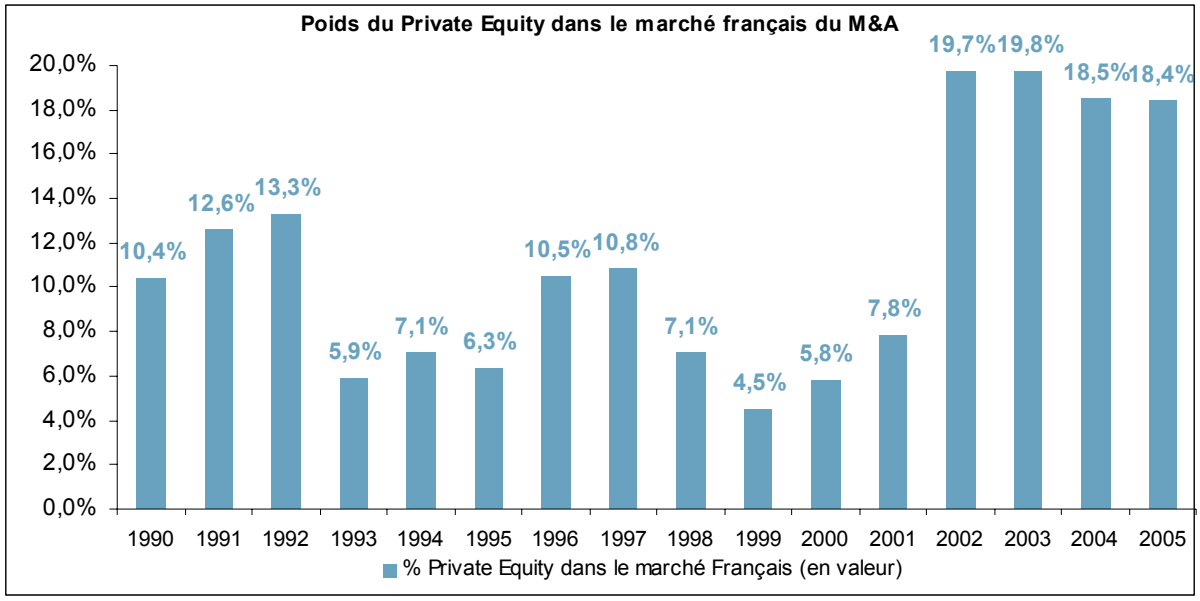
« Les fonds de private equity sont toujours très présents. Sans doute les opérations de LBO supportent-elles aujourd'hui des effets de levier plus élevés, avec plus d'agressivité de certains acteurs sur les multiples de dette » ; **La Tribune, 4 janvier 2006**

« Avec le retour des entreprises sur le marché des fusions acquisitions, la part relative des fonds de capital investissement dans les transactions de l'année 2005 s'est trouvée amoindrie en France. Rares sont ceux que l'on retrouve dans les grosses transactions, pourtant nombreuses. Pourtant, ailleurs en Europe, ils sont partis à l'assaut de cibles dépassant les 10 milliards d'euros (…) Les actifs en vente étant déjà connus des banques prêteuses et des fonds candidats, ils changent très vite de mains, dans des délais record, à coups d'offres préemptives. Les taux d'intérêt bas favorisant l'effet de levier, les fonds acceptent en outre de payer des multiples toujours plus élevés» ; **Les Echos, 3 janvier 2006**

A) Les faits

En 2005, selon l'AFIC (*Association Française des Investisseurs en Capital*) le private equity a représenté en France 2072 opérations d'investissement pour une valeur s'élevant à 8,07 Mds d'€. D'après Thomson Financials l'activité des fonds d'investissements représente environ 31,4% du nombre total de transactions et 20 % du volume en valeur pour 2005. A titre de comparaison il est surtout intéressant de voir qu'en 2000, en pleine bulle boursière, le private equity représentait 5,8 % du volume du marché en valeur pour un nombre de transactions équivalent et surtout 5,3 Mds d'€ d'investissement d'après l'AFIC! Le graphique suivant illustre bien la montée en puissance de ce type d'investisseurs sur le marché français depuis quelques années et l'importance qu'ils ont pris en quelques années. Aujourd'hui, les fonds d'investissements apparaissent parmi les premiers acteurs sectoriels dans le marché et ce de manière durable.

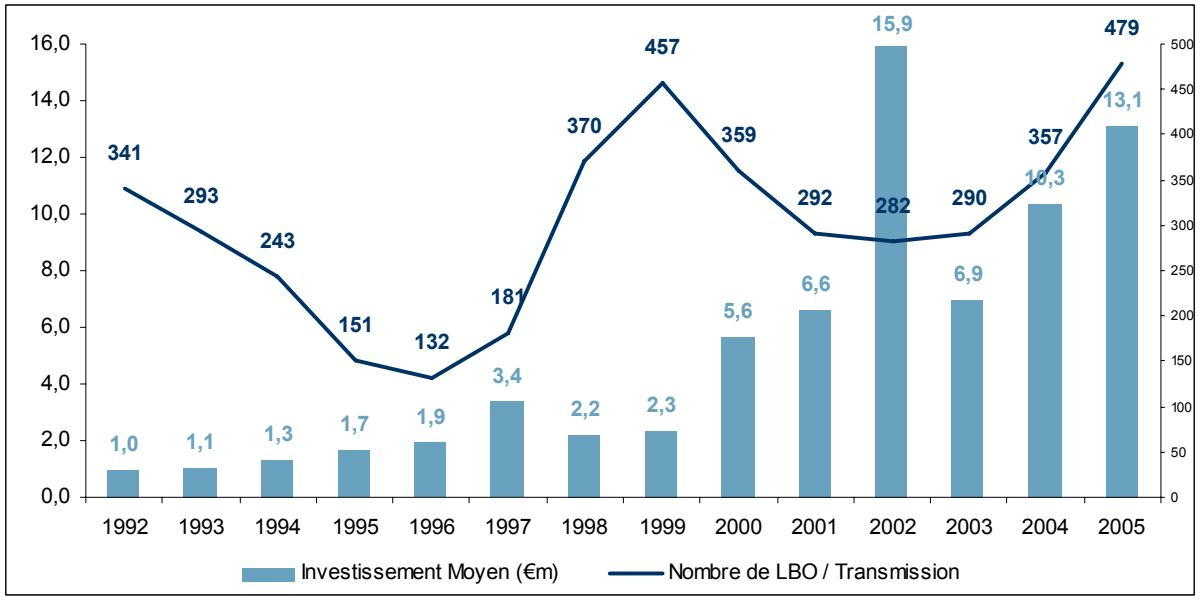
Graphique 1 : *Evolution de l'importance du private equity dans le marché français des fusions acquisitions depuis 1990*



Source : Thomson SDC

Comme on a pu le voir précédemment, les vagues d'acquisitions sectorielles fonctionnent par vagues (télécoms et médias pendant la bulle, chimie et pharmacie ensuite…). Les investisseurs financiers sont, eux, présents en permanence et sur l'ensemble des secteurs des actifs disponibles. Le fait le plus remarquable aujourd'hui est de voir la taille atteinte par certaines opérations de LBO. Ainsi, en 2005, on a pu voir en France 10 opérations de LBO dépasser 500 millions de $, contre 9 en 2000 et 3 en 1995. Ci-dessous est énuméré le nombre d'opérations de LBO / Transmission en France répertoriées par l'AFIC et l'évolution de leur taille moyenne

Graphique 2 : *Evolution du nombre d'opérations de LBO et de leur taille moyenne en France*



Source : AFIC

On voit bien ici l'augmentation notable et constante de la taille moyenne (exception faite de l'année 2002) et du nombre de ce type d'opérations et la poursuite probable de ce mouvement.

Cette tendance n'est pas propre à la France et s'extrapole aisément au niveau mondial et européen. Le Royaume-Uni est certainement le pays le plus sujet à ce type d'opérations en Europe, avec 833 transactions par des investisseurs financiers en 2005 représentant 66 milliards de $ et 28 % du volume total du marché.

Tableau 1 :

Top Dix des plus importantes opérations de private equity sur des sociétés françaises

Année	Nom de l'entreprise	Nom de l'acquéreur	Valeur de la transaction ($ millions)
2002	Legrand	Wendel Investissement, KKR	5 059,7
2004	Rexel	Clayton Dubillier & Rice, Eurazeo, Merrill Lynch PE	3 501,0
2004	Eutelsat	Eurazeo, Cinven, Goldman Sachs PIA, TPG, Spectrum	2 877,8
2002	Tele Diffusion de France	CDC Equity Capital, Chaterhouse	1 890,5
2004	Picard Surgeles	BC Partners Ltd	1 659,7
2002	Elis Group	PAI partners	1 510,4
2003	Materis	LBO France	1 502,1
2002	Vivendi Publish-Bis Publishing	Cinven, Carlyle, Apax	1 409,3
2004	SAUR	PAI partners	1 352,7
2005	Taittinger	Starwood Capital Group	1 303,7

Source : Thomson SDC

Le volume des transactions atteint aujourd'hui fait dire à certains acteurs du marché que nous sommes, dans le secteur, dans un contexte de bulle spéculative, une tendance de mode qui risque de se retourner brusquement, potentiellement du fait de l'échec de quelques LBOs de grande taille, de l'augmentation des taux d'intérêts ou de la baisse de la performance moyenne des fonds.

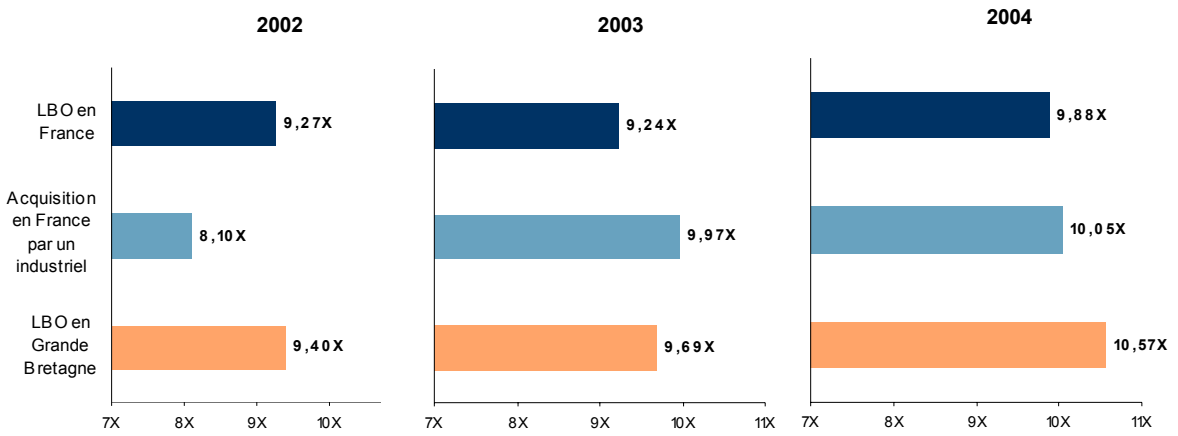
Si l'évolution du poids du private equity en France est un paramètre à étudier et ce qu'il reflète l'importance croissante des fonds d'investissements dans le marché, l'évolution des prix et des structures financières des sociétés mises en LBO est également à regarder de près, notamment du fait de l'impact de ces paramètres sur le marché en général.

Comme nous l'avons vu précédemment, il semble que le niveau des prix de transactions ait progressé depuis quelques années. Après la bulle, on a bien évidemment assisté à une baisse des prix, la chute boursière et la nécessité des entreprises de céder des actifs pour se désendetter ayant joué en ce sens. Néanmoins, 2004 et 2005 semblent avoir marqué le redémarrage à la hausse des niveaux de valorisations. Pour Gilbert Saada, membre du directoire d'Eurazeo, il semble que l'on parlait il y a encore peu de temps de 6 à 7 fois l'EBITDA de la cible pour la valoriser. Aujourd'hui, on parle couramment de 8 – 10 x l'EBITDA pour certain gros LBO, notamment secondaire ou tertiaire. A titre d'exemple, les LBO de Fransbonhomme et Terreal en 2005 et Rexel en 2004 ont été conclus pour 10, 10 et 9 fois leurs EBITDA respectifs ! Cette hausse des prix apparaît surtout dans le cas des LBO

secondaire ou tertiaire de grande taille car il s'agit généralement d'actifs bien connus des investisseurs, ayant prouvé leur capacité à surmonter sans encombre ce type de montage. Ces caractéristiques étant la clé dans la décision d'investissements des fonds, ceci augmente la compétition entre eux et donc le prix final.

En 2005, le cabinet PriceWaterhouseCoopers (plus loin « PWC ») a, dans son étude « *L'évolution récente du prix des LBO en France* », démontré que 96% des gérants de fonds d'investissements français ont le sentiment que le prix des LBO en France a augmenté. Empiriquement, ceci s'illustre par les multiples d'EBIT suivants.

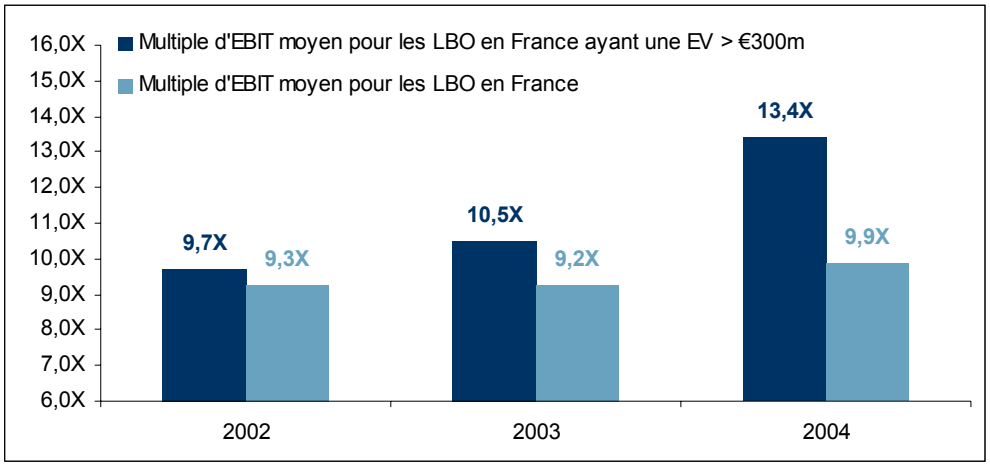
Graphique 3 : *Etude comparative des multiples d'acquisition (EBIT) en France et en Grande Bretagne*



Source : PWC

D'après ces chiffres, la hausse des multiples de transactions n'est pas nette en ce qui concerne les LBO en France et concerne plus nettement les acquéreurs industriels et les LBO anglais. Peut-on en déduire que le sentiment général de hausse des prix est plus un ressenti qu'un fait ? Lors de notre entretien avec François Poupée, d'AtriA Capital Partenaires, fonds ayant comme cible des sociétés dites midcaps ayant une valeur d'entreprise comprise entre 50 et 150 Millions d'€, il nous a dit n'avoir ressenti que faiblement cette hausse et que, malgré une compétition de plus en plus exacerbée entre les fonds et les industriels les transactions n'avaient pas vu leurs prix augmenter fortement. Néanmoins, cette même étude de PWC montre que cette hausse est plus palpable lorsqu'il s'agit d'opérations plus importantes, supérieures à 300 millions d'€.

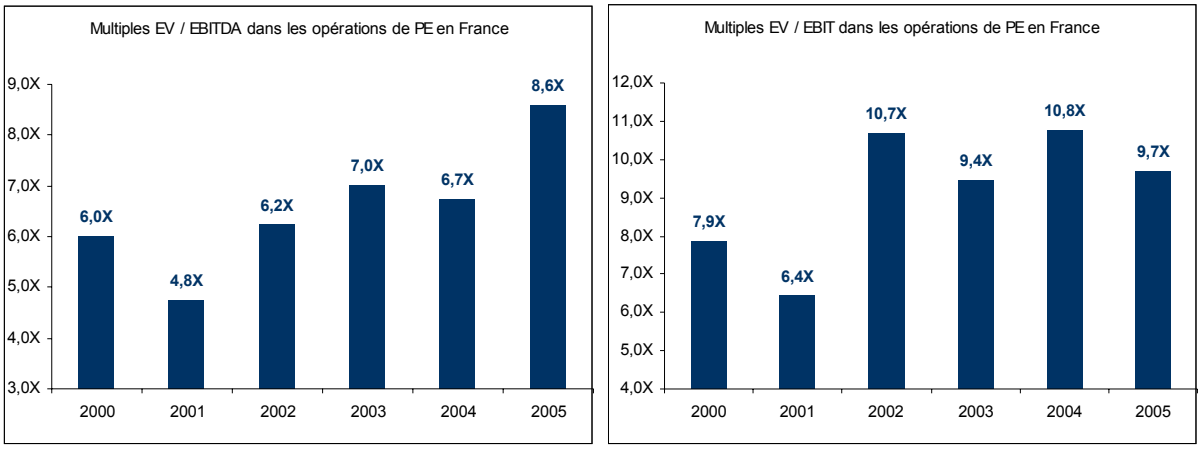
Graphique 4 : *Evolution des multiples d'entrée (EBIT) dans les opérations de LBO en France, selon la taille de la cible*



Source : PWC

Ainsi, les multiples de valorisation se sont presque envolés entre 2002 et 2004 pour les opérations de grande taille et ce sont ces niveaux de valorisation qui donne l'impression d'une augmentation significative des prix. Les deux graphiques suivants, obtenus via la base de données Thomson SDC, montrant l'évolution des multiples d'EBITDA et d'EBIT payés dans les opérations de capital investissement, démontrent la même tendance haussière des niveaux de valorisation des opérations de capital investissement.

Graphiques 5 et 6 : *Evolution des multiples d'entrée (EBIT et EBITDA) dans les opérations de LBO en France*



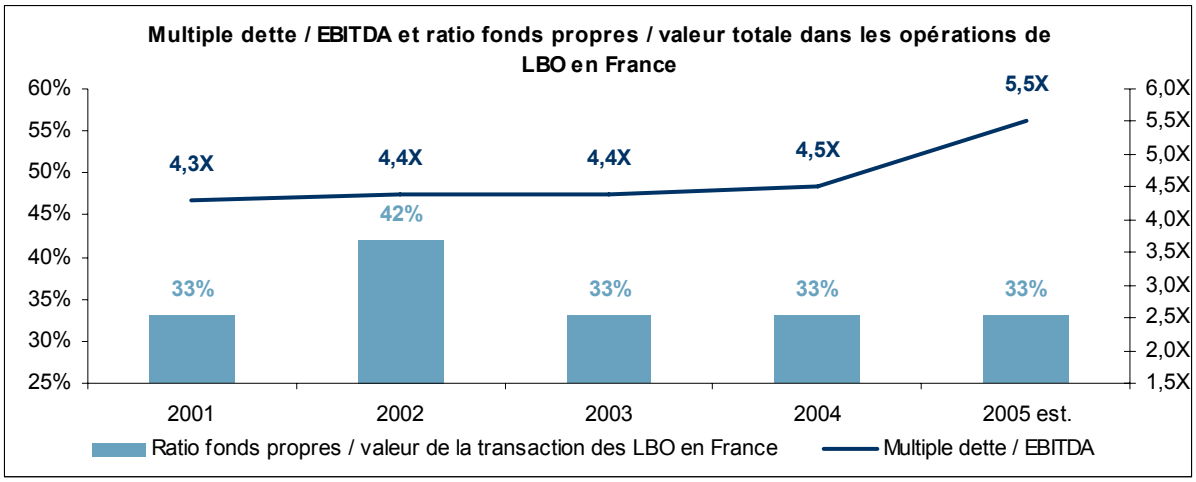
Source : Thomson SDC[25]

Cette évolution à la hausse des prix semble d'autant plus difficile à justifier qu'elle tient souvent, d'après les diverses personnes que nous avons eu l'occasion de rencontrer, à l'augmentation des effets de leviers introduits dans les montages. Ainsi, d'après Gilbert SAADA, alors qu'il y a encore deux ans on parlait de leviers atteignant 4,5 fois l'EBITDA, aujourd'hui les niveaux atteignent 5,5 voir 6,5 – 7 fois l'EBITDA, notamment lors de LBO secondaires ou tertiaire (Picard surgelés en 2004, Frans'bonhomme en 2005). L'étude réalisée par PWC montre que la stabilité des niveaux de leverage

[25] Multiples moyens calculés en excluant les transactions ayant des multiples d'EBITDA supérieurs à 10 et / ou des multiples d'EBIT supérieurs à 16

entre 2001 et 2004 est avérée. Pour 2005, ces données n'apparaissent pas dans les différentes bases que nous avons pu consulter, d'où les chiffres 2005 estimés suite aux entretiens que nous avons pu avoir et les lectures que nous avons pu faire.

Graphique 7 :



Source : PWC, et estimations pour 2005

Comme nous allons le voir, il n'existe pas une mais de multiples raisons expliquant cette progression du private equity et des opérations de LBO. Aujourd'hui, on parle aisément de surchauffe ou bien même de « bulle ». Devons nous nous attendre à une décélération de cette croissance ou bien faut-il se préparer à un dégonflement de cette « bulle » ?

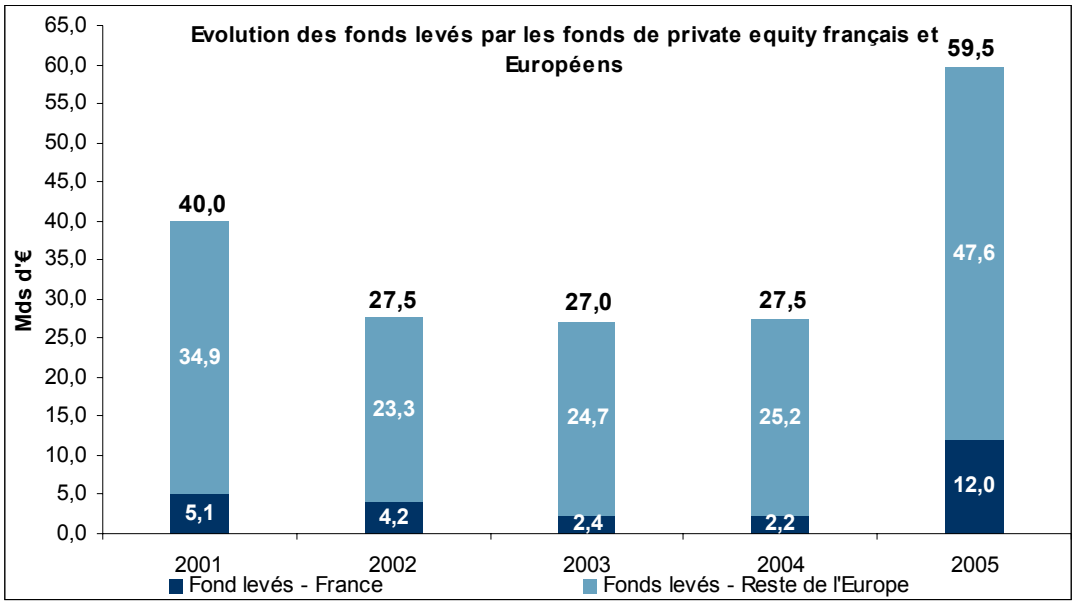
B) Les raisons

1- Des liquidités abondantes dans un contexte de taux bas….

Pour expliquer l'actuelle position de force du private equity et des opérations de LBO dans le marché français, il convient tout d'abord d'en expliquer l'origine.

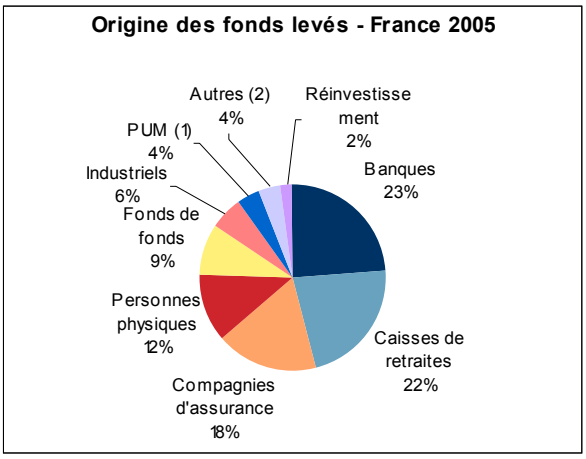
Pendant les années 80 – 90 les investisseurs pouvaient attendre des retours relativement importants en plaçant leur argent dans des obligations d'Etat, des SICAV monétaires ou bien encore en bourse. L'abaissement des taux d'intérêts ainsi que la fin de la bulle boursière en 2000 ont remis à plat cette logique et poussé les gérants de fonds à chercher de nouvelles opportunités d'investissement. Le private equity, en proposant des retours sur investissement d'environ 20 – 25%, a alors profité à plein de ce contexte en attirant de nombreuses liquidités en provenance de banques , de fonds de pensions ou encore de compagnies d'assurances. Les deux graphiques suivant illustre cette augmentation des fonds levés en France et en Europe aussi que la segmentation de la provenance de ces fonds en 2005.

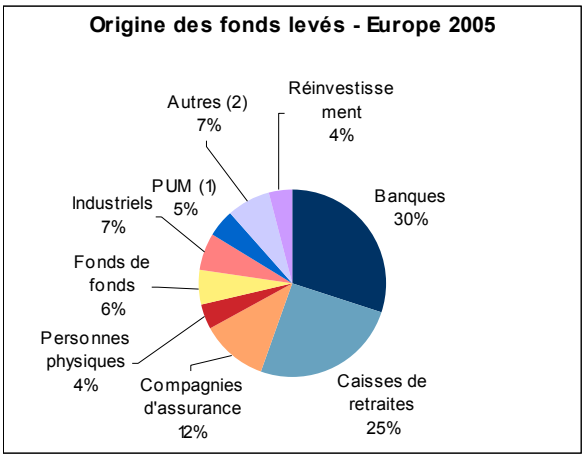
Graphique 8 :



Source : AFIC, EVCA

Graphiques 9 et 10 : *Origines des fonds levés par les fonds d'investissement en France et en Europe en 2005*





Source : AFIC, EVCA

(1) PUM inclut les entités relevant du secteur public, les universités et les marchés de capitaux
(2) Autres inclut les montants provenant des sociétés mères de certains fonds captifs et dont la source n'est pas disponible

D'après Private Equity Intelligence, les fonds de private equity ont au niveau mondial levé 261 milliards de dollars auprès des investisseurs, dépassant les records atteints en 2000 (248 milliards de dollars). Les fonds spécialisés dans les LBO ont, à eux seuls, levé 134 milliards de dollars au travers de 139 fonds. Cette abondance de capitaux s'est traduite par la création de « méga-fonds » de plus de 10 milliards de dollars, tels que ceux de Goldman Sachs, Blackstone, Texas Pacific group, KKR… Ces énormes fonds présentent donc une importante force de frappe sur le marché, pouvant dès lors absorber des entreprises de plus en plus importantes, d'autant plus s'ils agissent en consortiums. Ainsi, le distributeur d'équipements électriques Rexel a été acheté par un consortium composé de Clayton Dubillier & Rice, Eurazeo et Merrill Lynch PE pour 3,5 milliards de $, Wind (téléphonie mobile en Italie) a été acheté pour 15 milliards de $ par Weather Investment et TDC (téléphonie mobile au Danemark) a été repris pour 11 milliards de $ par Apax, Blackstone, Providence, KKR et Permira.

Ainsi on peut aisément imaginer demain des entreprises du CAC40 qui seraient les cibles de fonds d'investissements. Des rumeurs autour de Vivendi, Accor, Thomson ou encore Saint-Gobain ont circulé et circulent encore aujourd'hui. Techniquement, cela apparaît faisable et des exemples comme TDC, Wind ou encore Nabisco sont là pour le montrer. C'est l'avis de François POUPEE pour qui aujourd'hui les gros fonds ont la force de frappe pour réaliser de telles opérations. Quant a Gilbert SAADA, il nous a exprimé son scepticisme au sujet des opérations de grande ampleur. En effet, au niveau financier ces opérations nécessitent des apports en capital conséquents si l'ont souhaite conserver un leverage soutenable pour la holding. De plus, au niveau organisationnel et transactionnel, le fonctionnement des consortiums est très complexe dès lors qu'il y a plus de 3 ou 4 fonds dans le consortium, la moindre réunion devenant alors quasiment impossible en raison du nombre d'intervenants : les directeurs de participations de chaque fonds devant être accompagné de leurs avocats conseils, auditeurs ; à cela s'ajoute le management de la société, etc.

Cette abondance de liquidités disponible pour les opérations de LBO s'exprime également dans l'augmentation des prix et des niveaux de leverage des montages. Ainsi la moindre opération de LBO suscite une importante compétition entre les banques prêteuses, regorgeant de liquidités à investir, se traduisant par des niveaux de dette de plus en plus élevés, surtout pour des opérations de grandes ampleurs concernant des actifs souvent déjà en LBO et sur lesquels les risques encourus sont faibles. A présent, Les banques proposent donc un financement de plus en plus inconditionnel pour des sociétés qu'elles ne connaissent pas nécessairement. De même, la structure des montages de dette évolue, notamment en suivant la demande des investisseurs institutionnels qui se retrouve bien souvent avec la grande partie de la dette des opérations LBO, syndiquée par les banques arrangeuses qui ne conservent *in fine* qu'une petite partie de cette dette, surtout la tranche A de la dette senior. Ainsi, alors que la tranche A représentait il y a encore deux à trois ans de 60 à 70% de la dette senior, aujourd'hui il est courant de la voir ne représenter que 33%. De fait, d'après le magazine *Option Finance* du 23 janvier 2005, la demande des banques pour la tranche A, amortissable, est restée relativement stable alors que celle des investisseurs institutionnels a fortement augmenté. Les fonds spécialisés en dette LBO, les CLO (Collateralized Loan Obligation) ont acheté 40% de cette dette en 2005 contre moins de 5% en 2000 ! Néanmoins, malgré leur grand appétit, quelques opérations de syndication de dette LBO en 2005 auraient eu du mal à trouver preneur du fait de conditions agressives proposées par les banques arrangeuses. Ceci est le reflet de cette « bulle » actuelle autour des LBO et de son possible éclatement ou alentissement : aujourd'hui des actifs parfois peu ou mal connus par les banques. Aujourd'hui, il semblerait que la vigilance s'installe et que les banques fassent de plus en plus attention dans le traitement de leurs dossiers, imposant de plus en plus de *covenants* ou en multipliant le nombre de ratios consolidés que la société holding de reprise devra respecter. Ceci va à l'encontre de la tendance de ces dernières années qui était de demander de moins en moins de garanties aux sociétés, les fonds apparaissant comme de bons gestionnaires (souvent meilleurs que les industriels, contrairement aux idées reçues). L'absence de faillite de gros LBO a joué dans leur sens.

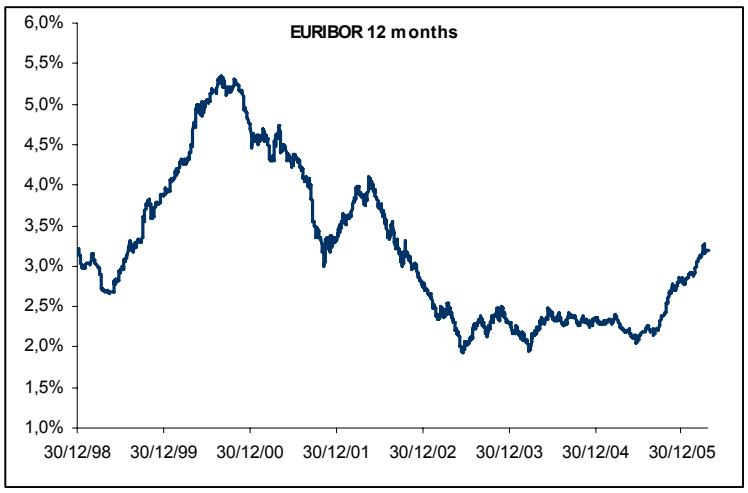
Tableau 2 : *Structure type d'une dette senior dans une opération de LBO*

Nature	Part	Coût
Tranche A	40%	Euribor + 225 bps
Tranche B	30%	Euribor + 275 bps
Tranche C	30%	Euribor + 375 bps
Total	**100%**	

Source : Fusions et Acquisitions, par F. Ceddaha

La période actuelle d'abondance de liquidités s'est accompagnée conjointement d'un abaissement des taux d'intérêts, favorable aux opérations de LBO étant donnée leur structure. Ainsi, le graphique suivant montre l'évolution de l'EURIBOR 1 an depuis 1998. Cette époque semble toucher à sa fin avec la remontée récente des taux directeurs, notamment ceux de la banque centrale européenne. Doit-on considérer la fin de la période de taux bas comme un possible coup d'arrêt aux opérations de LBO ? A priori non, car les taux vont certainement rester à des niveaux raisonnables. Il faudra donc s'attendre à un léger tassement des TRI.

Graphique 11 : *Evolution du taux EURIBOR 12-mois depuis 1998*



Source : www.euribor.org

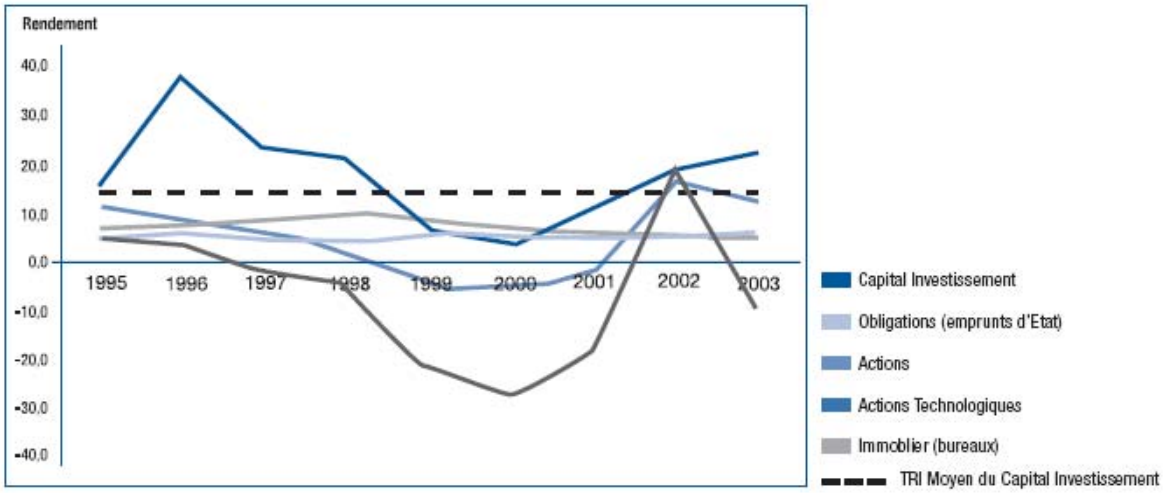
Ainsi ces deux facteurs ont participé significativement à l'augmentation du volume de transactions: Le LBO est « à la mode » apparaissant comme un mode de gouvernance fiable pour les banques prêteuses. Les prix ont augmenté le leverage potentiel et donc le prix proposé par les fonds à TRI constant.

2 – Un mode de gouvernance qui a fait ses preuves et des TRI élevés pour les fonds

Si le private equity a pu attirer autant de liquidités ces dernières années, c'est avant tout grâce à ses excellentes performances pour les investisseurs. Ainsi, d'après le rapport de performance 2004 du capital investissement réalisé par l'AFIC (le rapport 2005 n'étant pas encore disponible aujourd'hui), le capital investissement à surperformé les autres classes d'actifs financiers sur la période 1995 – 2003, se plaçant même très fortement au dessus entre 1996 et 1998. Il faut néanmoins noter que le private

equity est un investissement relativement illiquide, ce qui mérite une certaine prime d'illiquidité pour les investisseurs.

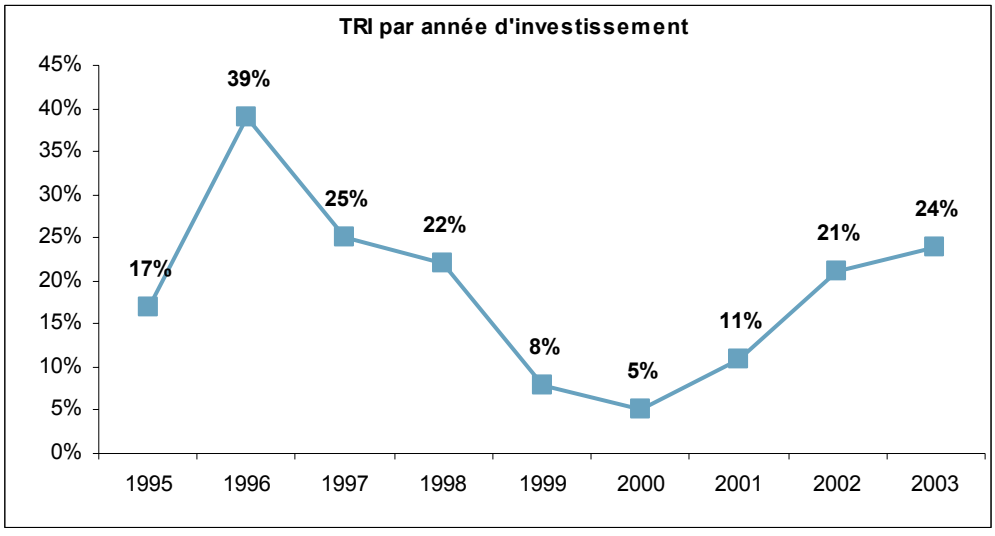
Graphique 13 : *Rendements moyens par année des différentes classes d'investissements*



Source : Ernst & Young - AFIC - CDC IXIS Capital Markets

Ainsi, comme on le voit mieux sur le graphique suivant, les investissements réalisés en 2003 ont déjà fin 2004 obtenu un rendement moyen de 24% pour les investisseurs. On remarque néanmoins que le private equity a aussi été affecté par la bulle, présentant de très forts rendements pour les investissements de la première heure de la bulle (de 96 à 98, ces investissement ayant généralement pu être liquidés avant la fin de la bulle et même en y participant d'une certaine manière) et des TRI en forte baisse pour les investissements réalisés en 1999 – 2001, années sinistrées. Notons également que cette baisse a été moins forte pour le private equity que pour les actions et que son rendement a toujours été positif.

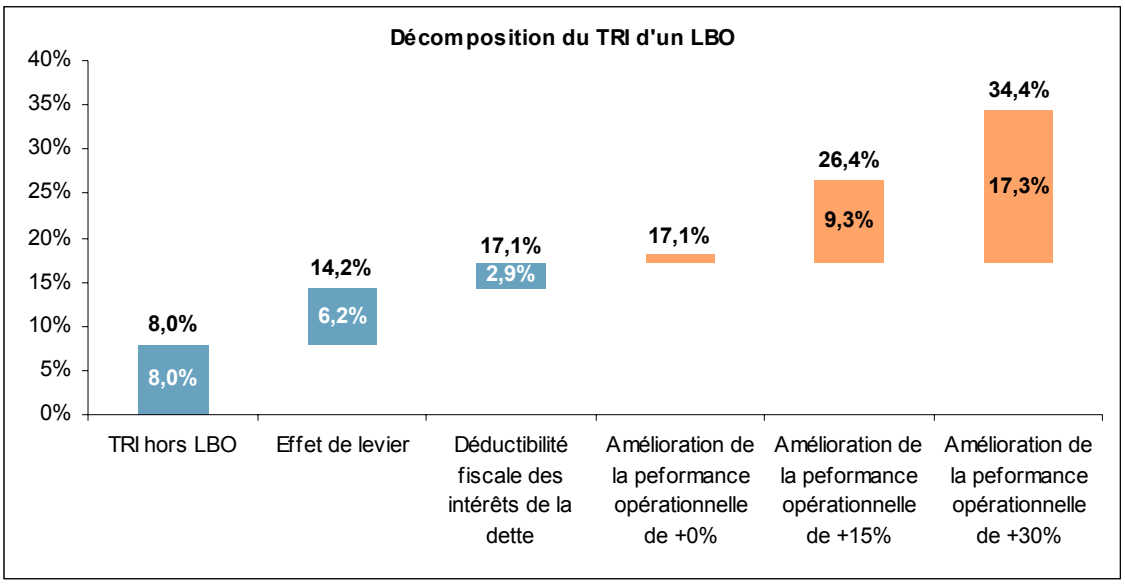
Graphique 14 : *TRI moyen par année d'investissement dans les opérations françaises*



Source : AFIC

Le fondement et le principal « driver » de tels TRI n'est pas uniquement le résultat de l'effet de levier mais surtout la démonstration que la méthode de gouvernance instaurée par les fonds est efficace et profitable à la fois pour eux et leurs investisseurs mais également pour le management de la société mise en LBO. Le graphique suivant montre la décomposition du TRI d'un LBO type après 4 ans. On voit ici que le levier financier augmente de 6,2% le TRI de la société hors LBO, sans créer de valeur, mais qu'une simple amélioration de 15% de la performance opérationnelle l'améliore de 9 ,3%. Cette amélioration monte à +17,3% si cette performance opérationnelle s'améliore de 30% ! Ainsi le rouage essentiel est le management et sa capacité à optimiser la gestion de l'entreprise. Les dirigeants sont fortement incité à aller en ce sens car ils ont eux-mêmes investi une part non négligeable de leur patrimoine et espère multiplier leur mise dans le cas ou le LBO se passe bien.

Graphique 15 :



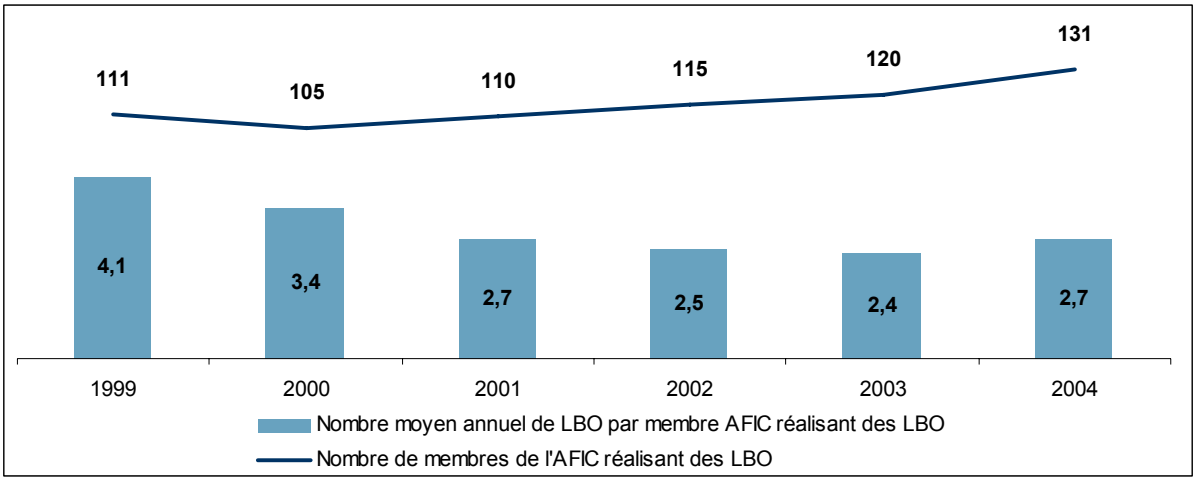
Source : La lettre Vernimmen n°44, par P. Quiry et Y. Le Fur

Ainsi, le poids de la dette à rembourser agit comme une contrainte à respecter et donc incite les dirigeants à tenir le business plan définit lors de l'opération. Le potentiel de plu – value exponentielle agit pour sa part comme la carotte pour améliorer les performances de l'entreprise. De cette manière les intérêts des actionnaires (le fonds d'investissement) et du management sont parfaitement alignés.

3 – Une compétition de plus en plus grande entre les fonds et avec les acteurs industriels

Ces dernières années ont vu le nombre de transactions et leurs prix s'élever significativement. C'est également le fait d'une compétition accrue entre les différents acteurs du marché, que ce soit les fonds d'investissements, de plus en plus nombreux, ou les industriels mais à un degré moindre. Ainsi, d'après François POUPEE il n'est pas rare aujourd'hui de voir plus d'une dizaine de fonds en compétition pour un actif en vente. L'effet immédiat de cette compétition est une hausse des prix et donc des multiples d'entrée comme nous l'avons démontré précédemment.

Graphique 16 : *Evolution conjointe du nombre de membres de l'AFIC réalisant des LBO et nombre moyen de LBOs réalisés par membre chaque année*



Source : PWC

Comme les banques se sont montrées très généreuses ces dernières année, prêtant aux fonds beaucoup d'argent sans se soucier, au dire de certains, des fondamentaux de l'entreprise à acheter, les fonds ont pu augmenter leurs mises et augmenter les niveaux de valorisations. Ce phénomène est d'autant plus fort dans le cas de LBO secondaires ou tertiaires, les banques et les fonds connaissant bien les dossiers et n'hésitant pas à injecter beaucoup de dette, l'actif ayant prouvé auparavant sa capacité à supporter un montage LBO et à être rentable pour les ses actionnaires. Le levier est là aussi l'amélioration constante des performances de l'entreprise lors de ses LBO successifs. Cela passe souvent par un changement de management, le précédent étant souvent éprouvé (et riche !!!) au sortir d'un LBO réussi. A titre d'exemple on peut citer Frans Bonhomme, le recordman français en la matière qui a bouclé son 4ème LBO successif en l'espace de 11 ans.

Tableau 3 : *Historique de la société Fransbonhomme, société française ayant connu le plus grand nombre de mises en LBO*

		Prix (en €M)
1935	Création de la société par Mr Frans Bonhomme	
1989	Rachat par Sofical (groupe Bolloré)	
1994	1er LBO par Fonds Partenaires et Apax	
2000	2ème LBO par PAI, Cinven et Astorg	**380**
2003	3ème LBO par Apax, accompagné de Goldman Sachs, Barclays PE, Crédit Lyonnais PE, Quilvest et des fonds de pension de General Electric	**520**
2005	4ème LBO par Cinven	**900**

Source : Option Finance n°867, 23 janvier 2006

Dans ce contexte, on remarque donc une accélération des processus de vente, notamment entre fonds où les offres préemptives sont de plus en plus communes. Cette accélération a deux facettes :

d'un côté les entreprises sont cédées après peu de temps en portefeuille (Terreal, Frans Bonhomme, Materis… sont restées en portefeuille environ deux ans avant d'être cédés) ; de l'autre, les opérations se concluent rapidement du fait des exigences du vendeur : la vente du groupe Taittinger à Starwood a été bouclée en deux semaines d'enchères, celle de Frans Bonhomme en 2005 en moins d'une semaine sur la base d'une offre préemptive. En dehors de ces cas exceptionnels, il semble que la durée moyenne d'une transaction soit aujourd'hui de l'ordre de huit semaines, certains acheteurs faisant l'impasse sur certains contrôles (audit approfondi…) en se fondant sur les VDD (Vendor Due Diligence) réalisé par le vendeur lui-même et sur les documents mis à disposition en data room. La compétition entre les fonds et l'absence d'exemple significatifs de LBO qui vont mal jouent en ce sens, les fonds et les banques ne demandant que peu de garanties pour investir sur un dossier.

En ce qui concerne la compétition entre les fonds et les industriels, elle est plus ponctuelle et il est généralement difficile de prédire qui va avoir l'avantage dans le cadre d'une négociation. Ainsi, on a vu des affaires remportées par des fonds à la barbe d'industriels pourtant motivés (par exemple Terreal lors de sa cession par Saint-Gobain, cédé à Eurazeo alors que le leader autrichien du marché était intéressé) comme l'inverse (Amena, acheté par France Telecom en 2005 contre plusieurs consortiums de fonds d'investissement). On dit généralement que les acheteurs dits « stratégiques » que sont les industriels sont plus à même de proposer un prix élevé au cédant car ils n'ont pas d'objectifs de rentabilité à tenir et bénéficient de synergies et d'intérêts stratégiques. Néanmoins ce n'est pas si simple car d'autres facteurs entre en ligne de compte dans un processus de cession. Nous avons essayé de résumer dans le petit tableau suivant les points forts de chaque type de repreneur que nous avons collectés, notamment auprès de Gilbert SAADA

Tableau 4 :

Acheteur industriel	Fonds de private equity
▪ Synergies ▪ Intérêt stratégique ▪ Financement sur le marché ▪ Accès à la dette corporate, peu chère (LIBOR + 15 – 100 bps contre 225bps pour de la tranche A de dette LBO)	▪ Effet de levier ▪ N'est pas un concurrent de l'entreprise vendeuse ▪ Bienveillance des banques car connaissent la capacité des fonds à suivre un business plan et à tenir des objectifs serrés ▪ Bienveillance des managers, préférant être patrons d'une société sous LBO, et faire potentiellement une plus-value conséquente à la sortie, plutôt que d'être cadre supérieur dans un grand groupe…

C) Les principaux acteurs

Aujourd'hui, l'AFIC compte 217 membres actifs, ce qui démontre l'importance des métiers du capital investissement dans le paysage financier français. Néanmoins, toutes ces structures n'ont pas les mêmes caractéristiques en termes de taille ou de type d'investissement. Ainsi certains fonds vont se

focaliser sur certains secteurs (ex : Demeter Partners, centré sur les éco-industries et les éco-énergies) ou sur certaine taille de cibles (Ex : AtriA Capital Partenaires, spécialisé sur les small et mid caps).

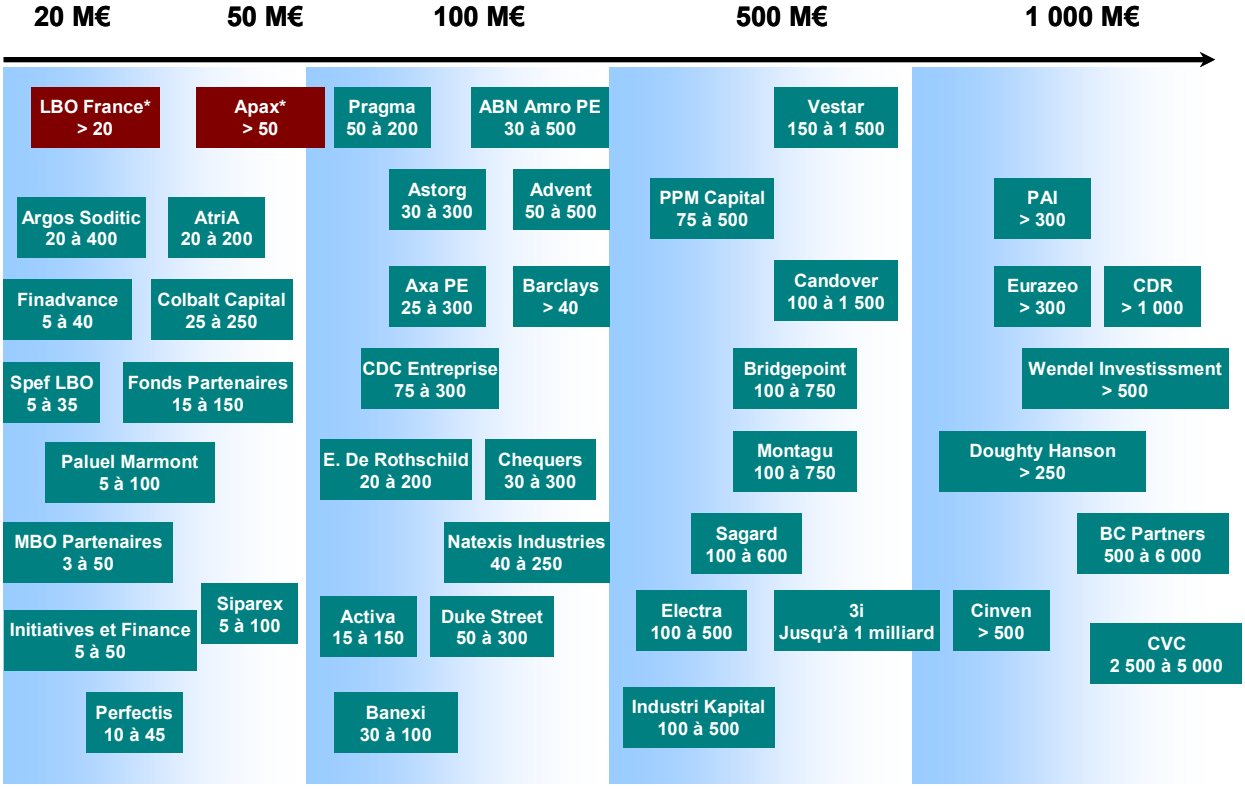
On peut ainsi établir une typologie des différents fonds d'investissement ayant une activité en France. Néanmoins, l'approche la plus pertinente nous semble être de la taille des sociétés cible et des opérations. En effet, la couleur sectorielle est surtout présente dans le cas de fonds de petite taille tandis que les fonds de taille significative (capables de monter des opérations supérieurs à 20 M€) sont souvent pluri – sectoriels, ayant des participations dans des sociétés de secteurs divers. Ainsi, bien que des fonds tels que PAI ou Apax soient réputés pour être friands respectivement des sociétés de agro-alimentaires ou de la distribution respectivement, dans les faits ils prennent des participations dans des secteurs variés.

Ainsi on peut essayer de classer les fonds d'investissements actifs en France en trois grandes catégories :

- Les gros fonds, souvent à vocation paneuropéenne, d'une taille de plus de 5Mds de $, souvent d'origine anglaise ou américaine : BC Partners, CVC, Cinven, Permira, TPG, Blackstone, Candover, PAI, Eurazeo, Wendel… Leurs cibles ont généralement une valeur d'entreprise supérieure à 500 millions d'€ et ils n'hésitent pas à former des consortiums bien acquérir des cibles plus importantes (Legrand ou Eutelsat en France, Wind et TDC en Europe sont de bons exemples)
- Les fonds de taille moyenne, souvent plus locaux, ayant sous gestion aux alentours de 2Mds de $: LBO France, Apax France, 3i, Bridgepoint, Axa PE… Ces fonds visent généralement des sociétés ayant une valeur d'entreprise comprise entre 200 et 500 millions d'€. Néanmoins, il arrive qu'ils s'intéressent à des dossiers plus importants, notamment Apax et LBO France depuis quelques années (Materis, Terreal)
- Les fonds spécialisés sur les small et midcaps, ayant sous gestion de quelques dizaines et plusieurs centaines de millions d'€ sous gestion (rarement plus d'un milliard) et qui s'intéressent aux entreprises ayant une valeur d'entreprise inférieure à 200 millions d'€. En France, les fonds les plus actifs sur ce segment sont AtriA, ABN Amro PE, CDC Entreprises, Siparex…

Le tableau 4 montre le positionnement de certains fonds de private equity en terme de valeur d'entreprise des sociétés qu'ils ciblent. Il est intéressant de noter que des fonds comme LBO France et Apax ont un rayon d'action plus large que les autres en s'intéressant à des dossiers de tailles variées. Le tableau 5 quant à lui permet de voir concrètement les spécialités des fonds lors de l'année 2005. On voit ainsi qu'excepté quelques fonds tels que LBO France en 2005 ou Apax en général, les fonds restent actifs sur leur segment de prédilection. Le cas Carlyle, présent dans le top 3 pour les investissements inférieurs à 50 millions d'€ est néanmoins surprenant.

Tableau 4 : *Segmentation des fonds en fonction des valeurs d'entreprises des sociétés qu'ils visent*



* Les fonds de LBO France et d'Apax interviennent sur toutes les tailles de LBO jusqu'à 1 milliard d'euros ou plus

Source : Option Finance n°857 du 14 novembre 2005

Tableau 5 : *classements 2005 France des fonds par taille d'investissement (en capitaux investis)*

Top 10 investisseurs dans des EV < 50M€

	Nom	Nombre	Valeur M€
1	BNP Paribas Dév.	12	195
2	21 Centrale Partners	4	82
3	Carlyle Group	2	62
4	AtriA CP	3	62
5	Butler CP	1	50
6	Argos Soditic	2	49
7	LBO France Gestion	3	43
8	Cie de Gestion des Participations	2	41
9	Synergie Finance	2	41
10	Montagu Private Equity	1	40

Top 10 investisseurs dans des EV entre 50 et 500M€

	Nom	Nombre	Valeur M€
1	Barclays PE France	4	890
2	AXA PE	5	819
3	Apax Partners	4	731
4	Electra Partners Eur.	2	700
5	Sagard	3	575
6	LBO France Gestion	2	533
7	Bridgepoint Capital	1	500
8	Butler Capital Partners	2	500
9	Charterhouse Capital	1	500
10	CVC Capital Partners	1	450

Top 10 investisseurs dans des EV>500M€

	Nom	Nombre	Valeur M€
1	PAI	7	5 810
2	Clayton Dubilier & Rice	2	2 447
3	Eurazeo	2	2 447
4	Merrill Lynch PE	2	2 447
5	Bain Capital	2	2 434
6	Wendel Investissement	1	2 000
7	Starwood Capital Group	2	1 938
8	LBO France Gestion	2	1 520
9	Cinven	1	900
10	Investcorp	1	600

Source : Le Magazine des Affaire, Janvier – Février 2006, bureau Van Dijk

Pour Gilbert SAADA, une segmentation différente peut être faite en fonction du niveau d' « interventionnisme » des fonds dans la gestion de leurs sociétés en portefeuille. Ainsi, un fond comme Clayton Dubillier & Rice a la réputation de suivre de très près et de prendre une part active à toutes les décisions de ses sociétés tandis que Wendel, par exemple, aura plutôt tendance à laisser plus de latitude au management.

Synthèse partie III :

Ces dernières années, les investisseurs financiers en général et le private equity en particulier ont pris une nouvelle dimension, les liquidités abondantes et la baisse des taux d'intérêts aidant en ce sens. La taille n'est plus un obstacle comme l'ont démontré des exemples récents ce qui pousse certains à affirmer que la plupart des entreprises du CAC 40 sont potentiellement « menacées » et ce, grâce au levier financier et à la formation de consortiums. Les fonds sont désormais des acteurs incontournables en France et en Europe sur la plupart des dossiers de vente et peuvent compter sur les nombreux avantages qu'ils offrent aux vendeurs par rapport aux industriels.

Pourtant, les niveaux de valorisation et de dette atteints laissent craindre aujourd'hui à la présence d'une bulle qui pourrait, dans quelques années, se dégonfler en causant pertes et fracas, notamment du fait de la baisse des rendements suite à la faillite de gros LBO ou à la baisse des taux d'intérêts. Comme nous l'avons vu la concurrence est de plus en plus rude entre les fonds, poussant à une baisse logique des niveaux de rendements dans les années à venir (prix élevés à l'entrée, dossiers de moindres qualités…). Il nous semble que la forte présence des fonds sur le marché français est une bonne chose, permettant notamment aux grands groupes de se recentrer sur leurs métiers sans céder des actifs à d'éventuels concurrents. C'est également une méthode de gouvernance qui a fait ses preuves et que certains grands groupes songent à mettre en place dans leurs filiales. Néanmoins, les niveaux de prix et de dette atteints notamment sur certains LBO secondaire ou tertiaire nous semblent a priori excessifs. Mais il semble que le marché aille vers une rationalisation de ce type d'opération. Nous pensons donc que, dans les prochaines années le private equity va continuer d'être un intervenant important du marché, mais pas le seul, les industriels semblant être de retour en force. Comme nous l'a dit Gilbert SAADA, on va probablement assister à des opérations plus diversifiées de la part des fonds, tels que les Private Investments in Public Company (PIPEs) qui ont fait leur apparitions ces dernières années avec Colony et Eurazeo au capital d'Accor, Silver Lake au capital de Thomson ou bien encore récemment Blackstone au capital de Deutsche Telekom. Ainsi, le private equity va devenir, comme nous l'a dit Pascal QUIRY, une nouvelle forme d'investissement, tout simplement.

IV. Les acteurs du marché des fusions et acquisition en France

Jusqu'à présent nous avons parlé du marché des fusions et acquisitions en France sous l'angle des acquéreurs et des cibles. Mais nous ne nous sommes pas intéressés aux autres acteurs du marché. Qui sont-ils ?

Dans un grand nombre de cas, il n'y a pas d'autres acteurs que les acheteurs et les cibles. En effet, il arrive que la transaction, qu'elle soit à l'échelle des PME/TPE ou d'une filiale d'un groupe, se déroule sans que les marchés financiers ou le « monde extérieur » ne le sache. De ces transactions « confidentielles » nous disposons d'assez peu d'information. En revanche, pour un bon nombre de transactions, les acquéreurs, les vendeurs et les cibles font appel à des *entreprises conseil* que sont les **banques d'affaires**, les **cabinets d'avocats d'affaires**, les **cabinets d'audit** et les **cabinets de conseil en stratégie**.

Sur les 5427 transactions recensées par **SDC**[26] entre 2000 et 2005, 3677 transactions se sont déroulées sans entreprise conseil mais ces mêmes transactions ne représentent que 6% de la valeur totale des transactions sur la période. Donc 1750 transactions « conseillées » ont représenté 94% de la valeur. Si on étend l'étude à la période 1990-2005[27], sur les 19106 transactions recensées, 14596 (10% du marché en valeur) se sont déroulées sans conseil. Cette partie du mémoire porte donc sur les 4510 autres transactions qui ont représenté 90% du marché en valeur.

Dans cette partie, nous étudierons deux des acteurs majeurs du marché du M&A que sont les banques d'affaires et les cabinets d'avocats d'affaires. L'approche principale sera l'étude détaillée des classements ou *leagues tables* de ces acteurs – voir ci-dessous pour les sources retenues. Nous compléterons cette source d'informations par les témoignages de différents acteurs du marché français (banquiers d'affaires, avocats d'affaires, dirigeants de fonds de private equity[28]).
La principale période étudiée reste 2000-2005 ; l'étude a été élargie à 1990 – 2005 pour une meilleure vue d'ensemble. L'étude des banques et des cabinets d'avocats d'affaires se déroule autour de 5 axes majeurs:

- L'évolution des classements au fil des années avec une analyse tendancielle
- Les conséquences de l'émergence et du déclin de banques d'affaire.
- L'internationalisation des intervenants et des transactions
- La typologie des intervenants, peut-on y déceler des spécialisations implicites/explicites ?
- Les mouvements de concentration et leurs effets à court et long terme

De façon transversale, nous profiterons de cette partie pour des apartés (encadrés) sur des acteurs emblématiques du marché : **Lazard, Goldman Sachs, BNP Paribas** et la **Société Générale.**

[26] Voir partie **sources** dans ce chapitre
[27] Toujours selon **SDC**
[28] Voir annexe pour plus de détail

Définitions :

Les banques conseils

Les banques d'affaires (ex : Lazard), les boutiques M&A (ex : Bucéphale Finance) ou les départements *corporate finance* -CF- des banques (ex BNP Paribas CF) et des cabinets d'audit (ex KPMG CF) conseillent l'acheteur ou vendeur ou la cible lors d'une transaction. Leur rôle est de trouver la meilleure valorisation de l'objet de la transaction (cf. partie II sur les valorisations). De fait, ils participent activement au processus de négociation et de vente/d'achat.

Les cabinets d'avocats d'affaires

Ex: Skadden Arps, Bredin Prat & Associés

Leur rôle est essentiel dans la rédaction des contrats qui déterminent une transaction, de ce fait ils participent activement au processus de négociation. Les clauses des contrats deviennent très vite l'objet même de la négociation : Ex : les garanties du passif apportées par le vendeur, le contrat de vente…

Les cabinets d'audit

Ex: KPMG, PriceWaterhouseCoopers, Deloitte & Touche

Leur rôle est fondamental dans la détermination de la valeur de l'objet de la transaction : ils mettent à plat l'ensemble de l'activité en auditant toutes les données disponibles lors d'une *due diligence*. Ces audits très spécialisés sont extrêmement suivis par les vendeurs et les acheteurs puisqu'ils peuvent donner aux uns comme aux autres des arguments multiples pour la négociation. Ex: des litiges ou des clauses de protection de l'environnement non respectées…

Les cabinets de stratégie

Ex: Mc Kinsey, Boston Consulting Group

Ils conseillent les acheteurs et les vendeurs en amont du processus d'achat/de vente sur la valeur stratégique de l'objet de la transaction : stratégique pour l'acheteur et non stratégique pour le vendeur. Apres une transaction, ils aident l'acheteur à réaliser les synergies escomptées.

Les *league tables*

Ce terme désigne les classements des acteurs décrits ci-dessus dans un marché, un secteur ou une période donné. Il s'agit d'un **outil marketing et de communication** fondamental dans la prospection de mandats pour de nouvelles transactions. Ces classements sont fondamentaux pour les banques

d’affaires où prime l’*Intuitu Societatis* et la réputation mais beaucoup moins pour les cabinets d’avocats où l’on valorise plutôt un fort *Intuitu Personae* et les carnets d’adresse.

Les sources

Pour les banques d'affaires, nous avons retenu 2 sources pour l'étude des classements

SDC Platinum (sera noté **SDC**), une émanation de *Thomson financials*[29]. Il s'agit d'une base de données financière pour l'ensemble des transactions financières réalisées dans le monde entier depuis 1962.

Avantages	Inconvénients
• Une BDD complète puisqu'elle traite de l'ensemble des transactions: émissions d'actions, fusions et acquisitions, prêts syndiqués, fonds d'investissements, financement de projets… • Les croisements (M&A – Classements, M&A – fonds d'investissements…) sont plus faciles et présentent une cohérence d'ensemble • Permet d'extraire toute sorte de classements sur la période qu'on souhaite (trimestre, année, décennie…)	• Les classements sont pro-forma les fusions et effets de concentration des intervenants. Ex : BNP Paribas est le fruit de la fusion entre BNP et Paribas en 2000. SDC présente dans les classements BNP Paribas comme une entité unique depuis 1990. L'approche est intéressante mais partiellement erronée puisque BNP (Banexi à l'époque) et Paribas n'avaient aucun liens avant 2000. Nous y reviendrons

Le *Magazine des Fusions et Acquisitions* (sera noté **F&A**), un périodique -mensuel- français qui publie en janvier ou février un classement des banques d'affaires pour le marché des fusions et acquisitions en France. La méthode est assez simple puisqu'elle consiste à demander aux banques d'affaire de noter l'ensemble de leurs transactions. On imagine évidemment les dérives possibles mais il semble que l'auteur de ce classement opère des retraitements qui donnent à l'ensemble une certaine cohérence. Le magazine est disponible à la bibliothèque d'HEC depuis 1989.

Avantages	Inconvénients
• Un classement cohérent qui reflète le classement des acteurs chaque année sans procéder à aucun retraitement rétrospectif comme avec SDC (voir inconvénients SDC)	• Le biais de la méthodologie • Peu de flexibilité…

Pour les cabinets d'avocats, nous avons retenu le classement proposé par SDC.

[29] Pour plus d'informations visitez le site internet : http://www.thomson.com/financial/financial.jsp

A) 1990 – 2005 : La dynamique des classements des banques d'affaires

Comme nous l'avons vu dans les parties précédentes, la période 1990-2005 se divise en trois périodes distinctes que sont 1990-1995, 1996-2000 et 2001-2005. Les classements banquiers conseils confirment quasiment cette répartition.

1 - 1990 – 1995 : un bastion franco-français

Rang	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1	**Lazard**	**Lazard**	**Lazard**	**Lazard**	**Lazard**	**Lazard**
2	**BNP**	**Credit Lyonnais**	**BNP**	**Rothschild**	**Morgan Stanley**	**Rothschild**
3	**Credit Lyonnais**	**Goldman Sachs**	**Credit Lyonnais**	**BNP**	**BNP**	**Société Générale**
4	*Paribas*	*Salomon Brothers*	*Goldman Sachs*	*Crédit Lyonnais*	*Paribas*	*Goldman Sachs*
5	*Goldman Sachs*	*BNP*	*Société Générale*	*Morgan Grenfell*	*Goldman Sachs*	*BNP*
6	*JPMorgan*	*Warburg*	*Barings Brothers*	*Paribas*	*Crédit Lyonnais*	*CSFB*
7	*CSFB*	*Paribas*	*Paribas*	*Société Générale*	*Warburg*	*Warburg*
8	*Salomon Brothers*	*Lehman Brothers*	*LCF E. de Rothschild*	*Morgan Stanley*	*Société Générale*	*JPMorgan*
9	*Lehman Brothers*	*JPMorgan*	*Rothschild*	*Goldman Sachs*	*JPMorgan*	*Lehman Brothers*
10	*CCF*	*LCF E. de Rothschild*	*CCF*	*JPMorgan*	*CCF*	*Paribas*

Sources: F&A

Durant ces années, le marché du M&A français reste dominé par des banques françaises - par françaises nous entendons des établissements dont le siège social (ex : BNP) ou la culture d'entreprise (seul Rothschild et Lazard) est français. Excepté en 1991 et en 1994, le trio de tête a toujours été 100% français et le classement dominé par Lazard (cf. encadré). Les franchises les plus puissantes sont aussi BNP, Rothschild, Crédit Lyonnais, Paribas et dans une moindre mesure Société Générale.

Les banques françaises sont au haut du classement mais aussi très présentes sur les grandes transactions. Sur les 43 deals à plus d'un milliard $ de 1990 à 1994, on retrouve les banques précédemment citées sur 37 d'entre elles, également réparties entre les cibles et les acquéreurs. Seule faiblesse des banques françaises est leur quasi-inexistence à l'international puisque sur les 43 transactions à plus d'un milliard $, 15 concernent une cible étrangère et sur quasiment aucune on retrouve une banque française conseil de la cible. Seul Lazard arrive à tirer son épingle du jeu de l'international mais de façon nuancée. Un exemple : En 1992, elle conseille Alcatel NV (transaction à 3,6mrds$) lorsque la participation d'Alcatel Alsthom CGE passe de 30% à 100%, il s'agit bien d'une société Néerlandaise mais aussi une filiale d'un groupe français.

En 1991 et 1994, la percée des banques étrangères n'est pas spectaculaire : en 1991, Goldman Sachs ne décroche que 16% des deals et la 3ème place grâce notamment à Schneider - Square D, Alcatel/Alsthom - Générale Occidentale, Pinault - Printemps, AXA – Equitable Life Assurance ; 4 transactions à 1 ou 2 Mrds$ où GS se place toujours avec la cible. En 1994, Morgan Stanley prend la 2ème place avec 14% des deals grâce notamment à Eternit Group – Etex, Commercial Union - Cie Financière Groupe Victoire et Arnault et Associes - Jacques Rober – trois transaction à 2mrds$ mais aussi Guinness - Moët Hennessy (1,3mrds$).

Concernant les 4ème et suivants, on y retrouve des banques françaises (Société Générale, Paribas et le CCF) américaines de premier plan (Goldman Sachs, Morgan Stanley, JPMorgan, Lehman Brothers) et d'autres pure players français ou étrangers (La Compagnie Financière Edmond de Rothschild, Warburg, Barings Brothers, Salomon Brothers, Morgan Grenfell…).

LAZARD Lazard est une banque fondée en 1848 aux Etats-Unis (Nouvelle Orléans puis **New York**) mais qui s'est très vite internationalisée, s'installant à **Paris** en 1852 et à **Londres** en 1870. Ces 3 villes seront les têtes de pont du développement de la banque au fil des siècles avec des identités propres à chacune. Elles fusionneront qu'en 2000. On retiendra aussi de l'histoire récente de Lazard, l'arrivée de Bruce Wasserstein à sa tête en 2002 et son introduction en bourse en **2005** après 157 ans d'indépendance. Comme nous venons de le décrire, la banque franco-américaine est numéro 1 de 1990 à 1996, et reste dans le trio de tête jusqu'en 2001. De 1990 à 1996, Lazard est incontestablement le leader français du marché des fusions et acquisitions puisque sa part de marché varie selon les années entre 22% (1993) et 46% (1990) avec un pic de 53% en 1995 ! Lazard laisse d'ailleurs son plus proche poursuivant au moins à 10% d'écart et parfois 30% comme en 1995. Mais cette domination ne signifie pas forcément que Lazard est sur 1 transaction sur 5 (1993) ou sur la moitié (1995), la banque ne réalise que 3% ou 4% du nombre des transactions mais il s'agit bien sûr des plus importantes en valeur. De 1990 à 1996, Lazard est la seule banque française à réaliser des transactions à l'internationale grâce à sa structure et sa culture très particulières. Aujourd'hui, on peut dire que la culture américaine prédomine dans le groupe, le site internet est en anglais avec une allusion à Paris dans un bref historique… Le plus grave est qu'il semble que Lazard ait raté le redémarrage du M&A français : elle n'est plus que 7ème en 2003, 9ème en 2004 et 13ème en 2005.

2 - 1996 – 2000 : « Les américains débarquent »

Rang	1996	1997	1998	1999	2000
1	**Lazard**	**Morgan Stanley**	**Rothschild**	**Morgan Stanley**	**Goldman Sachs**
2	**BNP**	**Lazard**	**Goldman Sachs**	**Lazard**	**Lazard**
3	**Goldman Sachs**	**Société Générale**	**Lazard**	**Goldman Sachs**	**Morgan Stanley**
4	*Paribas*	*Goldman Sachs*	*BNP*	*Rothschild*	*Rothschild*
5	*Rothschild*	*Rothschild*	*Crédit Lyonnais*	*Merrill Lynch*	*CSFB*
6	*Morgan Stanley*	*BNP*	*Paribas*	*Paribas*	*Citigroup*
7	*Société Générale*	*Crédit Lyonnais*	*Morgan Stanley*	*CSFB*	*UBS*
8	*JPMorgan*	*Paribas*	*Société Générale*	*BNP*	*DrKW*
9	*Deutsche Bank*	*JPMorgan*	*JPMorgan*	*Crédit Agricole*	*Merrill Lynch*
10	*Crédit Lyonnais*	*Crédit Agricole*	*Warburg*	*JPMorgan*	*Société Générale*

Sources: F&A

Le titre de cette période est volontairement provocateur, mais il reflète bien la perception – et pas la réalité – de l'époque. De 1996 à 2000, les banques américaines (Goldman Sachs et Morgan Stanley) s'installent dans le trio de tête (et ils y sont restés d'ailleurs…). Lazard reste la seule banque française toujours présente dans le Top 3 sur la période. La présence de Goldman Sachs (cf. encadré) et Morgan Stanley dans le marché français n'est pas nouvelle (elle date de 1988 et de 1990 respectivement[30]) mais durant cette période d'euphorie, les banques ont transformé leurs équipes de représentation en véritables bureaux permanents.

Etudions de plus près les 6 plus grandes transactions de l'époque - à plus de 10 Mrds $

Date effective de la transaction	Nom de la Cible	Nom de l'Acquéreur	Banques conseil De la Cible	Banques conseil de l'Acquéreur	Valeur de la transaction ($mil)
27/03/2000	Elf Aquitaine	Total Fina	Goldman Sachs Lazard Morgan Stanley BNP Crédit Agricole	*CSFB* Paribas Merrill Lynch	50 070
15/12/1999	Höchst	Rhône-Poulenc	Morgan Stanley JP Morgan Lazard	Goldman Sachs Rothschild	21 916
25/01/2000	Promodès	Carrefour	Morgan Stanley Société Générale	Rothschild Morgan Stanley Paribas	15 837
06/08/1999	Paribas	BNP	*DLJ* Rothschild Paribas Merrill Lynch	BNP Goldman Sachs Lazard	13 201
24/05/1999	Synthélabo	Sanofi	Lehman Brothers Charterhouse Bank	Morgan Stanley Société Générale BNP	11 118
15/01/1997	UAP	Axa	JP Morgan Lazard BNP	Paribas Goldman Sachs	10 605

[30]http://www.gs.com/careers/about_goldman_sachs/office_information/european_office_information/articles/european_office_information_963930.html
http://www.morganstanley.com/global_presence.html

On voit bien la présence sur toutes les transactions des banques américaines (surlignées) Goldman Sachs, Morgan Stanley en particulier. On voit aussi que les banques françaises sont toutes aussi présentes avec des franchises solides pour BNP, Paribas, Lazard et Rothschild.

Le véritable changement dans cette période n'est donc pas l'arrivée des américains sur le marché français mais leur forte présence dans les transactions franco-françaises. Cette tendance confirme bien ce qu'on annonçait plus tôt : les banques américaines sont présentes depuis un certain temps sur le marché français et on réussi à se faire mieux connaître par les grands groupes français – et leur dirigeants. Une stratégie payante puisque de 1996 à 2001 arrivent à la tête des grands groupes français des dirigeants dont les banques américaines ont suivi l'ascension. Si nous poursuivons notre analyse aux 81 transactions à plus d'un Mrd $ sur la période on peut faire le même constat : les banques américaines, Goldman Sachs, Morgan Stanley, JPMorgan, Merrill Lynch et Lehman Brothers en tête, sont des acteurs tout aussi importants, mais pas plus, que les banques françaises. Les banques européennes ne sont pas en reste puisque CSFB, ABN AMRO, la Deutsche Bank affirment leur place dans le marché français.

L'autre phénomène important de cette période est le renforcement des *M&A boutiques* ou les acteurs de second plan, toutes anglo-saxonnes, certaines font leur apparition dans le top 10 et bon nombre se font racheter. On citera notamment Warburg (racheté par UBS), DLJ (racheté par CSFB) Morgan Grenfell (racheté par Deutsche Bank) et le plus célèbre Wasserstein Perella (racheté par Dresdner Kleinwort Benson). Parallèlement, leur consoeurs françaises voient leur influence diminuer et sortent du top 10 à l'instar de LCF E. Rothschild.

Goldman Sachs (GS) est fondée à New York en 1882, avec l'association de Marcus Goldman et Samuel Sachs. GS rejoint le NYSE (New York Stock Exchange) en 1896 et devient un grand nom de Wall Street notamment sous la direction de **Sidney Weinberg** qui a ses entrées à la Maison-Blanche, conseille Nixon et dirige notamment l'introduction en bourse de Ford en 1956. Dans les années 70 et 80 « l'affaire familiale » se transforme en une multinationale à vocation mondiale. L'introduction en bourse de 1999 est un succès. A l'époque il s'agit de la plus importante introduction jamais réalisée dans le secteur des institutions financières. En 2005, GS a confirmé sa place de leader mondial incontesté de la banque d'affaire tout en réussissant la diversification de ses revenus dans les métiers des salles de marché.

GS s'installe en France en **1988**, il ne s'agit que d'un cabinet de représentation comptant quelques banquiers. L'équipe française -en majorité composée de français- s'installe rue de Thann à Paris dans le milieu des années 1990. Depuis son arrivée, GS a conseillé dans des transactions totalisant 602 Mrds $ sur les 1551 Mrds $ que compte le marché français[31]. Il s'agit d'une belle franchise qui s'est bâtie une solide réputation sur la place de Paris grâce par ex. à une stratégie misant sur les patrons à « fort potentiel ». Il existe une image d'Épinal au sujet les grands groupes

[31] Source SDC et Thomson Financial

financiers américains dont Goldman Sachs en est l'égérie. GS et consoeurs (Morgan Stanley, Merrill Lynch…) on fait croître leur part de marché en France grâce à leur nom mais aussi grâce à des *track records* excellents, leur expertise est reconnue internationalement. Nombreux concurrents peuvent « envier » leur situation mais tous leur accordent le mérite d'avoir accélérer l'ouverture et la modernisation le milieu de la banque d'affaire en France.

3 - 2001 – 2005 : les nouveaux visages

Rang	2001	2002	2003	2004	2005
1	**Morgan Stanley**	**Rothschild**	**Goldman Sachs**	**BNP Paribas**	**BNP Paribas**
2	**Rothschild**	**CSFB**	**Rothschild**	**Goldman Sachs**	**Rothschild**
3	**Lazard**	**BNP Paribas**	**JPMorgan**	**Rothschild**	**Morgan Stanley**
4	*JPMorgan*	*Lazard*	*Morgan Stanley*	*Merrill Lynch*	*JPMorgan*
5	*BNP Paribas*	*Goldman Sachs*	*Citigroup*	*Morgan Stanley*	*Merrill Lynch*
6	*Citigroup*	*Morgan Stanley*	*Calyon*	*HSBC*	*Goldman Sachs*
7	*Goldman Sachs*	*UBS*	*Lazard*	*JPMorgan*	*Calyon*
8	*CSFB*	*JPMorgan*	*Société Générale*	*Société Générale*	*CSFB*
9	*Société Générale*	*Merrill Lynch*	*Deutsche Bank*	*Lazard*	*Lazard*
10	*Merrill Lynch*	*Crédit Lyonnais*	*BNP Paribas*	*Citigroup*	*HSBC*

Sources: F&A

2001 - 2005, la période est synonyme de crise (2001-2003) et de redémarrage (2004-2005-T1 2006) pour le marché de la fusion et acquisition en France, nous l'avons déjà décrit précédemment.

Avant de regarder les leagues tables de la période intéressons nous aux banques, elles aussi n'ont pas échappé à la vague de fusion et de concentration de la fin des années 1990 et le début des années 2000. BNP rachète Paribas (1999), HSBC le CCF (2000), à l'étranger Société Générale et Cowen (1998) CSFB et DLJ (2000). Nous n'oublions pas le rachat des *boutiques* par les grands acteurs comme décrit dans la partie précédente. La vague reprend ensuite avec le Crédit Agricole qui rachète le Crédit Lyonnais (2003) et plus récemment BNP Paribas (cf. encadré) et la BNL (2006).

Cette vague de concentration a donc permis l'émergence de nouveaux acteurs et leaders comme BNP Paribas sur le marché français de la fusion et acquisition.

2001 - 2003 marque la première grande crise du marché de la fusion et acquisition en France nous avons déjà exposé les causes dans les parties précédentes du mémoire. Regardons à présent sont impact sur le classement des banques d'affaires. Tout d'abord, on voit bien que Rothschild est la seule banque française à tirer son épingle du jeu durant cette phase difficile. Il semble qu'après tout, l'ancienneté sur la Place finit par payer lors des crises, mais pas pour tous comme le montre l'exemple de Lazard. Cette période montre aussi l'essoufflement du développement des banques américaines sans doute à cause de la faible profondeur de leurs carnets d'adresse et la sur-pondération de quelques secteurs (Télécom Média et Technologies). Les départements des groupes bancaires français peinent aussi mais pour des raisons diverses : BNP restructure après le rachat de Paribas,

Société Générale et le Crédit Lyonnais souffrent peut être d'un manque de moyens du fait que leur département n'ait été considéré comme stratégique que tardivement et du coup paye le prix fort durant la crise. Quant aux banques européennes, elles ne réagissent pas de façon homogène : certaines s'en tire bien (CSFB en 2002 grâce à la revente de Legrand à Wendel Investissement et KKR, Kingfisher - Castorama et Vivendi - Cegetel) et pour d'autres c'est la bérézina (Deutsche Bank).

2004 - 2005, le marché repart, tiré par l'appétit grandissant des grands groupes. Le marché français se porte bien mais il devient fortement corrélé avec le marché européen puisque les transactions trans-frontalières augmentent. A cet effet, les grands groupes privilégient des banques de d'envergure européenne comme Rothschild, BNP Paribas, HSBC. Les banques américaines comme Morgan Stanley ou JPMorgan ont fait de l'Europe l'un de leurs axes majeurs de développement.

Les origines de la **BNP** remontent à 1848, date de la création du Comptoir National d'Escompte de Paris et celles de **Paribas** à 1872 avec la création de la Banque de Paris et des Pays-Bas. **BNP Paribas** est le résultat de la fusion entre ces deux banques. Michel Pébereau quitte le CCF pour la BNP en 1993. Il est l'artisan de la privatisation cette même année. En 1999, après l'annonce du projet de fusion entre Paribas et la Société Générale, la BNP lance deux OPE sur la Société Générale et Paribas. Seule la seconde réussira. Aujourd'hui, le groupe BNP Paribas se hisse au 2nd rang -capitalisation boursière- des banques de la zone Euro et reste la banque la plus profitable (en terme de rentabilité des capitaux propres). En 2006, le groupe renforce son leadership en Europe et sa présence en Italie en rachetant la BNL.

L'histoire du département de corporate finance du groupe est le fruit de la fusion des équipes de BANEXI (ex-BNP) et des banquiers de Paribas. Deux cultures différentes se rencontrent et trouvent leur complémentarité. Une nouvelle identité et entité émergent mais cela prend du temps. De plus, ce nouveau style français et innovant peine à s'imposer sur la Place, les équipes en pleine réorganisation dérapent et sont classées 11ème avec 60 transactions totalisant ~ 30 Mrds $ en 2000 alors que le marché est à son apogée. Mais rares sont ceux qui ont vu venir l'émergence d'un acteur de premier plan devenu incontournable sur la scène française. En effet, BNP Paribas a compris que les synergies ne viendrait pas uniquement des équipes M&A regroupées mais aussi des fonds colossaux que peux apporter le réseau des banques de détail, véritable force de frappe du groupe. D'une certaine façon, BNP Paribas est un des précurseurs français de cette stratégie dont le premier succès est la fusion Sanofi – Aventis en 2004. Depuis ont suivi Calyon et NatIxis…

4 - 1990 – 2005 : un nouveau paysage ?

Dans cette partie une étudierons avec une approche d'ensemble l'évolution des banques d'affaires du marché français. Nous commençons par comparer les classements de 1990 et de 2005.

	1990				2005			
Rang	Banque Conseil	Nb de transact.	Val. d'entreprise de la cible (€ Mil)	PdM	Banque Conseil	Nb de transact.	Val. d'entreprise de la cible (€ Mil)	PdM
1	**Lazard**	**38**	**18 401**	**46%**	**BNP Paribas**	**51**	**52 494**	**41%**
2	**BNP**	**84**	**7 561**	**19%**	**Rothschild**	**67**	**48 813**	**38%**
3	**Credit Lyonnais**	**65**	**5 061**	**13%**	**Morgan Stanley**	**25**	**45 627**	**36%**
4	*Paribas*	*54*	*4 833*	*12%*	*JPMorgan*	*28*	*28 688*	*22%*
5	*Goldman Sachs*	*11*	*4 360*	*11%*	*Merrill Lynch*	*18*	*28 348*	*22%*
6	*JP Morgan*	*12*	*3 918*	*10%*	*Goldman Sachs*	*17*	*25 728*	*20%*
7	*CSFB*	*24*	*3 369*	*9%*	*Calyon*	*34*	*23 765*	*19%*
8	*Salomon Brothers*	*12*	*3 339*	*8%*	*CSFB*	*18*	*20 796*	*16%*
9	*Lehman Brothers*	*6*	*3 156*	*8%*	*Lazard*	*33*	*13 519*	*11%*
10	*CCF*	*22*	*2 470*	*6%*	*HSBC*	*16*	*12 548*	*10%*
11	Morgan Stanley	5	2 348	6%	UBS	16	10 562	8%
12	Banque Worms	10	2 211	6%	Société Générale	26	9 160	7%
13	Warburg	6	2 043	5%	Lehman Brothers	10	8 627	7%
14	Rothschild	11	1 601	4%	Citigroup	12	8 926	7%
15	James Capel CF	7	1 601	4%	ABN Amro	14	4 845	4%
	Total Industrie	**589**	**39 623**	**100%**	**Total Industrie**	**1142**	**113 380**	**100%**

En 16 ans le marché français a vécu des changements radicaux. Les leaders (top 3) de 1990 et de 2005 ne sont plus les mêmes : Lazard a perdu son leadership (cf. encadré), BNP (cf. encadré) et le Crédit Lyonnais ont fusionné. Le marché s'est aussi développé :

- En volume (nombre de transaction)
- En taille (moyenne en 1990 €67m et en 2005 €100m) ce qui a permis aux banques d'accroître sensiblement leurs revenus.
- Le leader garde toujours une part de marché importante mais les écarts se sont restreints ainsi le 2ème n'était qu'à 19% en 1990 et en 2005 il participe à hauteur de 38%... On peut étendre la comparaison à l'ensemble du top 15. Une explication à cela est l'établissement de franchises solides pour de nombreux acteurs à différents moments (96-00 pour les américains, 04-05 pour BNP Paribas…).
- Le dernier changement notable est un corollaire du premier : la course à la plus grosse transaction. En 2005, Morgan Stanley avec presque 3 fois moins de transaction que Rothschild n'est pas très loin et se hisse à la 3ème place du tableau avec une belle avance sur son poursuivant. Autre exemple, Merrill Lynch et Crédit Suisse on décroché autant de transaction en 2005 (18) mais elles n'étaient toutes de la même taille ; conséquence le 5ème a une avance de 6 points sur le 8ème…

Etudions à présent l'évolution des banques

1	**Lazard**	**BNP Paribas**
2	**BNP**	**Rothschild**
3	**Credit Lyonnais**	**Morgan Stanley**
4	**Paribas**	**JPMorgan**
5	**Goldman Sachs**	Merrill Lynch
6	**JPMorgan**	**Goldman Sachs**
7	**CSFB**	**Calyon**
8	Salomon Brothers	**CSFB**
9	**Lehman Brothers**	**Lazard**
10	**CCF**	**HSBC**
11	**Morgan Stanley**	UBS
12	Banque Worms	Société Générale
13	Warburg	**Lehman Brothers**
14	**Rothschild**	Citigroup
15	James Capel CF	ABN Amro

En **gras** ce sont les banques qui sont présentes dans le top 15 en 1990 et en 2005 : **7/15** soit **46%**
En **rouge** sont celles qui sont présentes en 1990 et en 2005 et qui ont fusionné: **4/15** soit **27%**
NB : HSBC a racheté le CCF en 2000 et doit sa place au top 15 de 2005 grâce à ce dernier. On ne peut pas dire autant pour UBS et Warburg…
Le reste correspond à celles qui sont au top 15 en 2005 mais qui n'y étaient pas en 90: **4/15** soit **27%**
Ainsi, un acteur sur 2 (54%) du classement de 2005 n'était pas présent dans celui de 1990. Ce changement est dû autant à l'arrivée de nouveaux entrants (et donc de la sortie d'autres) qu'aux mouvements de consolidation du secteur, notamment des fusions et acquisitions.

5 - Classements périodiques

Nous allons regarder à présent les classements qui couvrent l'ensemble des périodes que nous avons étudié précédemment. Nous rappelons que ces tables sont extraites de SDC et donc présentent les sociétés « pro forma » c'est-à-dire retraite l'historique des sociétés en regroupant les sociétés rachetées (cf. inconvénients SDC dans partie **sources**).

	1990-1995			1996-2000			2001-2005		
Rang	**Banque Conseil**	**Val. d'ent. Cible ($ Mil)**	**PdM**	**Banque Conseil**	**Val. d'ent. Cible ($ Mil)**	**PdM**	**Banque Conseil**	**Val. d'ent. Cible ($ Mil)**	**PdM**
1	**Lazard**	**52 324**	**26%**	**Goldman Sachs**	**341 711**	**43%**	**BNP Paribas**	**257 473**	**47%**
2	**UBS**	**24 306**	**12%**	**Morgan Stanley**	**331 102**	**42%**	**Goldman Sachs**	**242 546**	**44%**
3	**Goldman Sachs**	**17 797**	**9%**	**Lazard**	**291 485**	**37%**	**Rothschild**	**218 666**	**40%**
4	*Citigroup*	*15 987*	*8%*	*BNP Paribas*	*234 453*	*30%*	*Morgan Stanley*	*209 910*	*38%*
5	*Morgan Stanley*	*14 400*	*7%*	*Rothschild*	*227 756*	*29%*	*Merrill Lynch*	*172 848*	*31%*
6	*BNP Paribas*	*14 012*	*7%*	*Merrill Lynch*	*182 414*	*23%*	*Lazard*	*117 294*	*21%*
7	*JP Morgan*	*13 543*	*7%*	*Credit Suisse*	*178 344*	*23%*	*JP Morgan*	*108 759*	*20%*
8	*Credit Suisse*	*13 494*	*7%*	*JP Morgan*	*133 500*	*17%*	*Calyon*	*101 865*	*18%*
9	*Rothschild*	*12 661*	*6%*	*Calyon*	*126 180*	*16%*	*UBS*	*90 248*	*16%*
10	*Calyon*	*11 041*	*5%*	*UBS*	*105 376*	*13%*	*Credit Suisse*	*89 568*	*16%*
	Total Industrie	**205 107**	**100%**	**Total Industrie**	**790 047**	**100%**	**Total Industrie**	**554 078**	**100%**

Ainsi, même en nous basant sur une autre source, on retrouve nos conclusions précédentes mais cette fois-ci sur des périodes entières et non plus de façon tendancielle:

- Sur 90-05 : le leadership incontestable de Lazard
- Sur 96-00 : la montée en puissance des banques américaines et la résistance de Lazard
- Sur 01-05 : les banques françaises les plus innovantes reprennent le dessus sur toute la période, à l'instar de BNP Paribas et Rothschild.

Quant au classement sur l'ensemble de la période 1990-2005 :

1ère méthode:

Toujours basée sur la méthodologie SDC.

Rang	Banque Conseil	Val. d'entreprise de la cible ($ Mil)	PdM
1	**Goldman Sachs**	**602 053**	**39%**
2	**Morgan Stanley**	**555 411**	**36%**
3	**BNP Paribas**	**505 938**	**33%**
4	*Lazard*	*461 104*	*30%*
5	*Rothschild*	*459 084*	*30%*
6	*Merrill Lynch*	*359 335*	*23%*
7	*Credit Suisse*	*281 406*	*18%*
8	*JP Morgan*	*255 802*	*17%*
9	*Calyon*	*240 706*	*16%*
10	*UBS*	*219 930*	*14%*
11	*Societe Generale*	*172 350*	*11%*
12	*Citigroup*	*165 978*	*11%*
13	*HSBC*	*134 751*	*9%*
14	*Lehman Brothers*	*116 949*	*8%*
15	*DrKW*	*111 621*	*7%*
	Total Industrie	**1 550 458**	**100%**

A première vue, ce classement peut paraître surprenant puisqu'il classe au Top 3 deux banques américaines qui n'ont pas toujours été les leaders des leagues tables et une banque française qui n'existait pas il y a 6 ans. Lazard, leader historique est relégué à la 4ème place… L'explication est double : D'un coté, Goldman Sachs et Morgan Stanley étaient en haut de l'affiche lors des plus belles années du marché (1996-2000) et ils ont de plus participé aux plus grosses transactions qu'ait jamais vu le marché. De l'autre coté, Lazard, leader incontesté pendant de nombreuses années, a participé à des nombreuses transactions mais de petites tailles. Ce classement privilégie donc l'effet de taille au détriment de la qualité des franchises et de leur longévité. Cette approche est intéressante mais nous devons la compléter par une méthode qui privilégie ce dernier critère.

2ème méthode:

A présent, nous cherchons à déterminer la qualité des franchises et des classements de chaque banque. Nous nous référons aux classements publiés par F&A. Nous ne retenons que les banques présentes au moins sur une période entière (95-05, 96-00 ou 01-05). Chaque année nous attribuions des points allant de 0 à 10 pour le top 10 comme suit :

1er	10 points
2nd	9 points
3ème	8 points
4ème	7 points
5ème	6 points
6ème	5 points
7ème	4 points
8ème	3 points
9ème	2 points
10ème	1 points
>10	0 points

Avec cette méthode nous privilégions non plus les tailles ou les volumes des transactions mais le classement -tel quel - et donc son évolution dans le temps. Consultez l'annexe (tableau 1) pour toutes les années

Rang		Total pts		Moyenne pts	Classement induit
1	Lazard	119	Lazard	7	4ème
2	Goldman Sachs	112	Goldman Sachs	7	4ème
3	Rothschild	101	BNP	7	4ème
4	Morgan Stanley	85	Rothschild	6	5ème
5	BNP	70	BNP Paribas	6	5ème
6	JPMorgan	59	Morgan Stanley	5	6ème
7	Credit Lyonnais	49	Paribas	5	6ème
8	Paribas	48	Credit Lyonnais	4	7ème
9	Société Générale	45	JPMorgan	4	7ème
10	BNP Paribas	35	Citigroup	3	8ème
11	CSFB	34	Société Générale	3	8ème
12	Merrill Lynch	24	Merrill Lynch	2	9ème
13	Citigroup	17	CSFB	2	9ème
14	Warburg	14	Salomon Brothers	2	9ème
15	Salomon Brothers	10	Warburg	1	10ème

La partie gauche du tableau montre une classification intéressante des banques. Lazard et Goldman Sachs sont récompensés pour la longévité de leur présence dans le Top 10 et de l'autre côté, les banques arrivées plus récemment comme Merrill Lynch sont pénalisées. Au centre, on retrouve le Crédit Lyonnais et JPMorgan très bien placées : la régularité a payé sans qu'il soit nécessaire d'être chaque année au top 3. Un problème demeure : les banques rachetées comme Paribas ou Warburg sont pénalisées puisqu'elles ne paraissent plus dans les classements après leur rachat. De même des banques comme BNP Paribas qui n'existent que depuis peu sont elles aussi pénalisées… D'où l'idée du 2nd tableau.

La partie droite du tableau représente la moyenne de points et les classements induits (pour faciliter la lecture) de 1990 à 2005. Cette méthode ne pénalise plus des acteurs comme Paribas qui n'est plus noté après son rachat en 1999. Avec cette nouvelle approche, Lazard et Goldman Sachs sont toujours leaders et ils sont rejoints par BNP qui avaient une très belle franchise durant toutes les années 1990. On voit aussi que la fusion avec Paribas portait tout son sens puisque le nouvel acteur

BNP Paribas est très bien classé aussi. Cette méthode accentue aussi un peu plus le mauvais score des derniers entrants sur le marché comme Merrill Lynch.

Pour clore la partie des banques d'affaires nous nous intéressons à la Société Générale (SG). La SG est fondée en 1864 sous Napoléon III. De développements en crises, nationalisation (1945) en privatisation (1987) la SG parvient rapidement à se hisser parmi les toutes premières banques en France. Elle se renforce dans la banque de détail avec le rachat du Crédit du Nord en 1997 mais le projet de fusion ratée avec Paribas en 1999 la prive d'un puissant département de corporate finance.

Apres avoir raté cette consolidation, SG CIB (Corporate Investment Banking - cigle du groupe) tente de se renforcer en rachetant des *boutiques M&A* : Hambros (UK), Barr Devlin (US) et Cowen (US). Mais SG CIB n'est plus un acteur de premier plan, sa dernière place au top 3 date de 1997 et sa position oscille depuis entre la 7ème et la 11ème place. En ce sens, la Société Générale est un bon exemple d'un grand groupe bancaire qui se porte très bien (excellents résultats postés encore en 2005) et dont la banque d'affaire peut ne pas être un facteur de développement stratégique. HBOS est un autre exemple similaire en Angleterre.

Aujourd'hui, de nombreuses rumeurs contradictoires courent autour de l'avenir de SG CIB (consolidation ou vente) voire même à l'échelle du groupe (un prédateur américain ?) preuve en est que le métier de la banque d'affaire en France peut encore bien se développer. Le dernier exemple en date est NatIxis fusion de Natexis (Banques Populaires) et de CDC-IXIS.

B) 2000 – 2005 : Les classements des cabinets d'avocats d'affaires

Cette partie sera volontairement plus courte que la précédente. Comme nous l'avions vu lors des définitions, ce qui fait et défait la réputation et les classements de ces acteurs c'est essentiellement les avocats qui composent ces cabinets. Dans une étude extensive comme celle qui précède il aurait fallu s'attarder sur chaque composition de cabinets et étudier les mouvements de personnes. Ce type d'étude ne s'inscrit clairement pas dans l'esprit de notre mémoire et d'ailleurs n'est en aucun cas le reflet des réalités économiques et financières du marché des fusions et acquisitions en France. Commençons par étudier le classement du Top 10 depuis 2000.

2000	2001	2002	2003	2004	2005
Sullivan & Cromwell	Shearman & Sterling	Bredin Prat & Associes	Bredin Prat & Associes	Bredin Prat & Associes	Gide Loyrette Nouel
Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	Bredin Prat & Associes	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	Gide Loyrette Nouel	Clifford Chance	Linklaters
Cravath, Swaine & Moore	Linklaters	Clifford Chance	Shearman & Sterling	Linklaters	Clifford Chance
Shearman & Sterling	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	Linklaters	Sullivan & Cromwell	Herbert Smith/Gleiss Lutz/Stibbe	Latham & Watkins
Linklaters	Freshfields Bruckhaus Deringer	Allen & Overy	Linklaters	Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom	Bredin Prat & Associes
Bredin Prat & Associes	Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom	Herbert Smith/Gleiss Lutz/Stibbe	Clifford Chance	Freshfields Bruckhaus Deringer	Debevoise & Plimpton
Wachtell Lipton Rosen & Katz	Darrois Villey Maillot Brochier	Sullivan & Cromwell	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	Darrois Villey Maillot Brochier	Stikeman Elliott
Freshfields Bruckhaus Deringer	Fried Frank Harris Shriver & Jacobson	Freshfields Bruckhaus Deringer	Darrois Villey Maillot Brochier	Sullivan & Cromwell	Sullivan & Cromwell
Norton Rose	Cravath, Swaine & Moore	Ashurst	Gibson Dunn & Crutcher	Wachtell Lipton Rosen & Katz	Darrois Villey Maillot Brochier
Darrois Villey Maillot Brochier	Slaughter & May	Darrois Villey Maillot Brochier	Davis Polk & Wardwell	Orrick Herrington & Sutcliffe	Kirkland & Ellis

Pour une meilleure lecture, nous avons conservé dans le tableau suivant uniquement les cabinets qui figurent au top 3 au moins 2 fois[32].

[32] Exceptés *Sullivan & Cromwell* et *Darrois Villey Maillot Brochier* retenus pour leur longévité

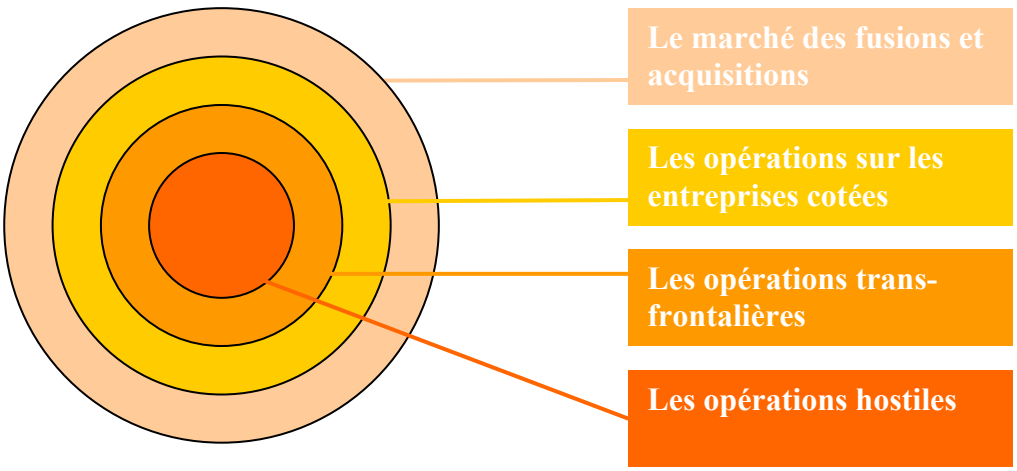
Rg	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	Sullivan & Cromwell	Shearman & Sterling	Bredin Prat & Associes	Bredin Prat & Associes	Bredin Prat & Associes	**Gide Loyrette Nouel**
2	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	Bredin Prat & Associes	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	**Gide Loyrette Nouel**	Clifford Chance	Linklaters
3		Linklaters	Clifford Chance	Shearman & Sterling	Linklaters	Clifford Chance
4	Shearman & Sterling	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	Linklaters	Sullivan & Cromwell		
5	Linklaters			Linklaters		Bredin Prat & Associes
6	Bredin Prat & Associes			Clifford Chance		
7		Darrois Villey Maillot Brochier	Sullivan & Cromwell	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	Darrois Villey Maillot Brochier	
8				Darrois Villey Maillot Brochier	Sullivan & Cromwell	Sullivan & Cromwell
9						Darrois Villey Maillot Brochier
10	Darrois Villey Maillot Brochier		Darrois Villey Maillot Brochier			

Nous voyons dans ces 2 tableaux la grande fluctuation des classements des cabinets, français ou anglo-saxons ce manque de visibilité et toute absence de tendances confirme bien l'idée que nous avancions en introduction. Nous allons privilégier donc l'approche par spécialisation des cabinets.

Typologie des cabinets:

Des informations des entretiens que nous avions récoltées ainsi qu'à la lecture des nombreuses leagues tables que nous avions tiré de SDC, nous avons retenu une double typologie : l'une géographique, l'autre par type d'opération.

1 - La typologie selon la nature de l'opération



Les membres du « *cercle fermé* » des offres hostiles sont:

	Tier 1	Tier 2
Cabinets américains	Sullivan & Cromwell Cleary Gottlieb Steen & Hamilton Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom	Watchell Lipton Rosen & Katz
Cabinets anglais	Linklaters	Clifford Chance
Cabinets français	Darrois Villey Maillot Brochier Bredin Prat & Associés	Gide Loyrette Nouel Weil Gotshal & Graydon

Le classement de ces cabinets varie sensiblement chaque année comme nous l'avons montré dans les tableaux précédents. Ces cabinets sont présents sur les plus grosses transactions des dernières années mais les ressources limitées (équipes de petites tailles) et les conflits d'intérêts potentiels entre chaque transaction les empêchent d'être sur plusieurs de ces transactions. A terme, sans doute dans les 10 prochaines années, tout porte à croire que ces 10 cabinets représenteront près de 60% du marché des fusions et acquisitions.

Cette typologie nous permet d'aborder le sujet du stade de développement des cabinets d'avocats d'affaire en France - La nationalité et d'une certaine façon le nom du cabinet comptent peu par rapport aux avocats qui les composent. En effet, la petite taille de nombreuses équipes - et son corollaire sur l'importance de l'*Intuitu Personae* - ainsi que la spécialisation de certains d'entre eux nous font penser au stade entrepreneurial des premiers développements. Ce stade de croissance est équivalent à celui des *M&A boutiques* du début du XX^{ème} devenues Goldman Sachs, Morgan Stanley et consoeur ou encore celui des *hedge funds* « d'étudiants » des années 1990 devenus Citadel…
Ainsi, nous comprenons mieux les enjeux des cabinets aujourd'hui…

1. L'importance du carnet d'adresse
2. La rareté des ressources qui pousse à la recherche des transactions les plus rentables
3. L'importance fondamentale du mode de rétribution des bonus: le plafonnement des bonus vs le commissionnement sur les transactions apportées.
4. L'interrogation autour de la survie d'un cabinet après le départ de ses fondateurs

… Mais aussi leurs conséquences :

1. La prédominance d'associés gérants actionnaires
2. L'importance réduite des leagues tables comme outil de communication
3. Le faible développement à l'international
4. Les parts de marchés des cabinets restent faibles: sur la période 2000-2005, les 3 premiers cabinets ont participé à 36%, 33% et 31% des transactions en valeur[33].

2 - La typologie géographique

Elle désigne à la fois la nationalité du cabinet ainsi que son développement international. Cette typologie est de moindre importance par rapport à la précédente.

[33] Source : SDC

Les cabinets français que sont *Bredin Prat & Associés, Darrois Villey Maillot Brochier, Gide Loyrette Nouel* sont les mieux installés sur la place de Paris, ils datent de la plus part du milieu des années 1970. Pour la majorité des cabinets leurs équipes sont composées en moyenne de 15 avocats. Comme nous le notions plus tôt, ces cabinets possèdent de solides franchises dans certains domaines mais ne sont pas très présents à l'international. Leur développement en dehors de la France ne se fait pas selon l'axe des pays possédant un droit de source française, la stratégie est plutôt celle du premier entrant sur un marché donné. Ainsi on retrouve des cabinets français présents en Europe de l'Est et en Asie centrale (ex républiques d'URSS) bien avant les concurrents anglais ou américains

Synthèse partie IV :

Nous avons étudié dans cette dernière partie deux des acteurs fondamentaux du marché des fusions et acquisitions que sont les banques et les cabinets d'avocats d'affaires. L'analyse des leagues tables des banques nous a montré qu'il existe bien trois périodes distinctes en France :
1990-1995 : Le marché français est un bastion franco-français à une époque où les transactions concernent des acteurs français qui sont conseillés par des banques françaises. Les banques américaines ne sont là pour la plupart que depuis quelques années, elles consolident leurs franchises. Les *M&A boutiques* françaises et anglaises sont aussi impliquées sur ce marché mais dans une moindre mesure.

1996-2000 : Cette période va connaître la montée en puissance des banques américaines parallèlement avec l'internationalisation des transactions et l'explosion des montants de ses dernières. Mais contrairement aux idées reçues les banques françaises ne sont pas à la traîne puisqu'elles sont toutes aussi présentes que leurs consoeurs américaines sur les plus grosses transactions de l'époque tout secteur confondu.

2000-2005 : Les années de crise ont vu le « déclin » d'anciens grands acteurs de la Place. La période de restructuration a aussi touché les banques françaises, mais elle a aussi permis à certaines d'entre elles - les plus innovantes - de faire un retour en force lorsque le marché a redémarré.

En analysant les tableaux de transactions nous n'avons décelé une spécialisation des banques par type de transaction (qu'elle soit hostile ou amicale, OPA ou OPE…) ce qui n'est pas surprenant puisque les banques elles-mêmes ont développé leur savoir-faire et leur mode de management qui leur permettent de traiter quasiment tout type de transaction. En revanche on peut déceler une typologie des banques selon leurs histoires respectives (voir les encadrés précédents) :

- **Lazard:** la banque d'affaire traditionnelle présente sur le marché depuis plus de 100 ans avec une culture d'entreprise qui a fait et qui fait toujours son nom. Rothschild en est un autre exemple
- **Goldman Sachs:** la banque américaine arrivée récemment sur le marché et qui est parvenu à se forger une place de choix sur la Place de Paris. Morgan Stanley et Merrill Lynch sont d'autres noms
- **BNP Paribas:** Fruit d'une fusion française réussie entre 2 banques et 2 cultures qui a donnée naissance à un groupe de 1er plan. On peut aussi citer Calyon ou peut être NatIxis.
- **Société Générale:** Une banque française qui publie de très bons résultats tout en ayant une division d'*investment banking* de 2nd plan. On retrouve d'autres exemples ailleurs en Europe

Quant aux cabinets d'avocats d'affaire, l'analyse temporelle des leagues tables depuis 2000 ne nous a pas permis de déceler une dominance voire même une solide franchise d'un des acteurs. Au fil de l'analyse, nous avons appris que ce secteur est clairement dans une période de consolidation ce qui est de l'aveu même des intervenants sur le marché que nous avions interviewé. Cette période cruciale

peut déboucher sur la détermination de prés carrée à certains cabinets. La différence fondamentale avec les banques d'affaires est l'importance des personnes qui composent les cabinets plutôt que les noms de ces mêmes cabinets. Cette période de développement peut mener à une spécialisation de facto des acteurs. Cette spécialisation par type de transaction (OPA hostile, opération transfrontalière…) ira de pair avec la consolidation des solides franchises.

Conclusion générale :

Le marché du M&A en France depuis 2000… Comme nous l'avons vu, il est difficile de se cantonner à étudier une période aussi restreinte lorsqu'il s'agit d'un domaine aussi variable, cyclique. Chaque année est une année différente, avec ses acteurs principaux, ses surprises et ses tendances.

Au cours de ce mémoire, nous avons néanmoins pu arriver à quelques conclusions. Tout d'abord, les années 2000 – 2005 n'ont pas suivi une tendance linéaire et n'ont d'ailleurs pas suivi une tendance bien précise. Les années 2000 – 2001 auront été, dans la continuité de l'année 1999, l'illustration de l'euphorie boursière avec son gigantisme, son enthousiasme et ses déceptions post-crises. Vivendi et JM Messier ou France Telecom et Michel Bon auront symbolisé parfaitement ces années de démesure avec des acquisitions énormes et souvent trop chères payées. Elles ont néanmoins permis aux entreprises françaises de se décomplexer à l'échelle mondiale, capables d'absorber d'importantes sociétés étrangères et démontrant que l'image de la France comme un pays immobile et figé n'est pas ou plus justifiée. Les années 2002 et surtout 2003 auront été celles de l'après crise, pendant lesquelles les entreprises trop gourmandes ont dû digérer leurs acquisitions en se désendettant et en se recentrant sur leurs métiers. L'année 2004, marquée par la méga-transaction Sanofi – Aventis aura sonné la fin de ces deux années de morosité du marché en relançant une dynamique d'acquisitions plus saines, plus réfléchies et qui s'est poursuivie en 2005. On a vu alors des entreprises désendettées, rationalisées se lancer à l'assaut des marchés étrangers et devenir des groupes mondiaux pour lesquels la France n'est qu'un marché parmi d'autres. Comme nous le disions en synthèse de la partie I, cette tendance va-t-elle se poursuivre ? S'il semble que oui, il faudra vraisemblablement compter sur les grandes entreprises étrangères pour animer à l'achat le marché français.

Parmi ces « prédateurs » se trouve une catégorie qui a fait couler beaucoup d'encre ces derniers mois dans la presse économique : les fonds d'investissements. Les années 2002 – 2003 leurs ont permis de se lancer et d'entreprendre des transactions significatives en rachetant des divisions non-stratégiques des grands groupes. Aujourd'hui on les croit capables d'acheter certaines entreprises du CAC 40, certaines transactions au niveau européens allant en ce sens. Si il nous semble que les fonds de private equity sont ici pour durer et qu'il va falloir compter sur eux pour animer le marché ces prochaines années (ayant levé beaucoup de liquidités), nous pensons qu'ils ne représentent pas une menace pour l'équilibre du marché et terme de hausse des prix notamment. Ils représentent une nouvelle forme d'investissement, avec ses méthodes, ses avantages et ses inconvénients.

En tout les cas, les fonds d'investissements sont une clientèle intéressante et exigeante pour les différents acteurs du marché du M&A que sont les banques d'affaires ou les cabinets d'avocats. On oublie souvent ces acteurs importants dans le bon fonctionnement du marché du M&A, permettant aux entreprises d'être bien préparées et aux faits de l'état du marché lorsqu'elles décident d'effectuer

une opération. L'important pour eux : les fees et les *league tables*, à l'étude desquelles nous avons consacré une pleine partie du présent mémoire. Ce que nous avons retenu ? Le marché du conseil est une industrie ultra concurrentielle où les acteurs peuvent passer de la gloire à la déchéance si ils ratent une opération importante. Les parcours de Lazard et de BNP Paribas, symétriquement opposés, sont là pour le démontrer.

2006 ? Une année qui, si elle tient ses promesses, pourrait relancer définitivement le marché français vers les sommets de 1999 – 2000, mais sur des bases plus saines et avec une logique non pas technologique mais géographique.
2007 ? Nous n'avons malheureusement pu contacter ni Mme Irma, ni Mme Soleil…

Bibliographie, personnes rencontrées et remerciements :

Bibliographie :

- *Fusions - Acquisitions*, par F. Ceddaha
- *Finance d'entreprise*, par P. Vernimmen, P. Quiry et Y. Le Fur
- L'ensemble des *Lettres Vernimmen.net*, par P. Quiry et Y. Le Fur
- Documentation AFIC et EVCA depuis 2000 (rapports de performance et d'activité)
- *L'évolution récente du prix des LBO en France*, du cabinet PriceWaterhouseCoopers, 5 avril 2005
- *Are there waves in merger activity after all?,* par D. Gärtner et D. Halbheer de l'université de Zurich, février 2006
- *Mergers and acquisitions in Europe*, par M. Martynova et L. Renneboog de l'université de Tilburg, janvier 2006
- Divers numéros de 2005 à 2006 du magazine *Option Finance*
- Divers numéros de 1990 à 2006 du magazine *Fusions et Acquisitions*
- *Monkey Business: Swinging Through the Wall Street Jungle*, par J. Rolfe and P. Troobe

Entretiens réalisés et remerciements:

Pour réaliser ce mémoire, nous avons décidé de nous appuyer sur l'expérience de praticiens reconnus sur le marché des fusions acquisitions et notamment du capital investissement. Ainsi, en plus de **Franck Ceddaha** qui nous a encadré et qui nous a apporté sa grande expérience de théoricien et de praticien, nous avons eu la chance de pouvoir nous entretenir avec :

- **Pascal Quiry**, professeur au groupe HEC et spécialiste des fusions acquisitions chez BNP Paribas. Nous l'avons rencontré le 27 mars 2006
- **Gilbert Saada**, d'Eurazeo, qui nous a éclairé sur l'industrie du capital investissement. Nous l'avons rencontré le 3 avril 2006
- **François Poupée**, d'AtriA Capital Partenaires, qui nous a fait part de son expérience et notamment dans secteur *small et mid cap*. Nous l'avons rencontré le 3 avril 2006.
- **Pierre Servan-Schreiber,** de Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP & Affiliates, Avocat à la Cour et spécialiste des aspects juridiques des fusions et acquisitions. Nous nous l'avons rencontré le 29 mars 2006

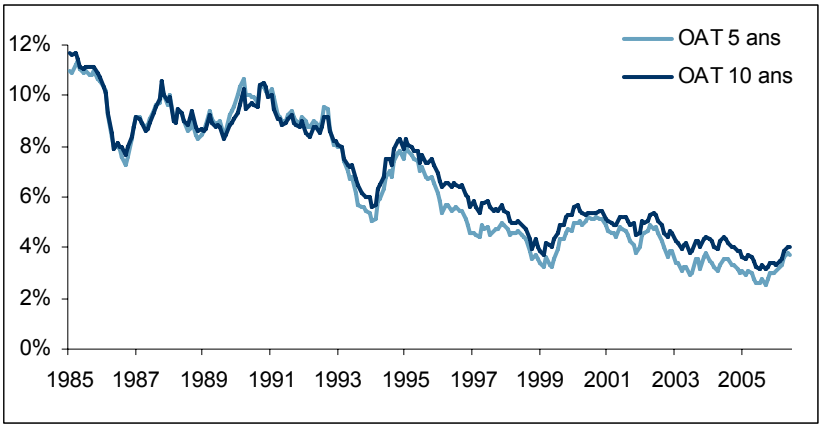
Merci de nous avoir accordé de votre temps et d'avoir répondu à nos nombreuses questions !

Nous tenons également à remercier chaleureusement Thomas Simon, de Goldman Sachs, pour avoir toujours répondu positivement à nos requêtes.

Annexes

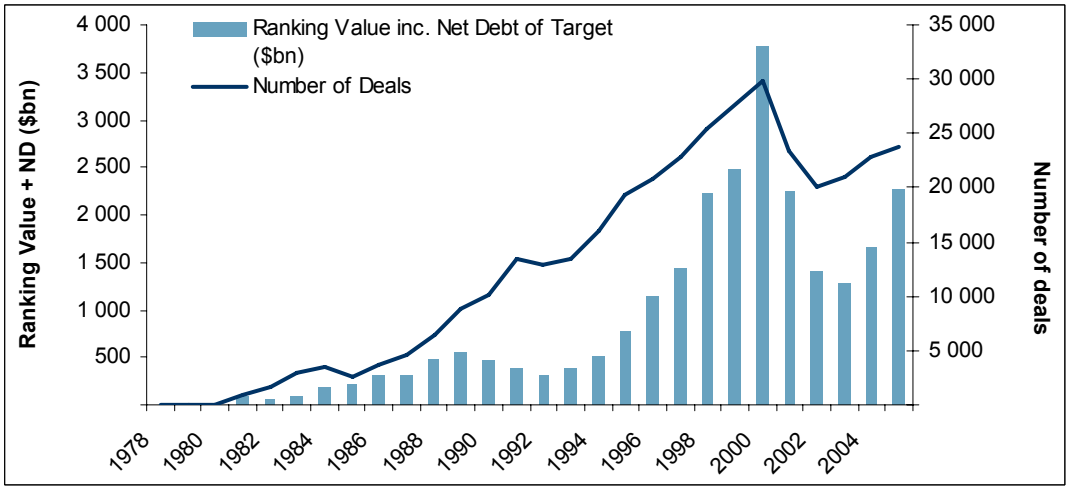
ANNEXES PARTIE I

Annexe 1 : *Evolution des taux à 5 et 10 ans des obligations de l'Etat français depuis 1985*



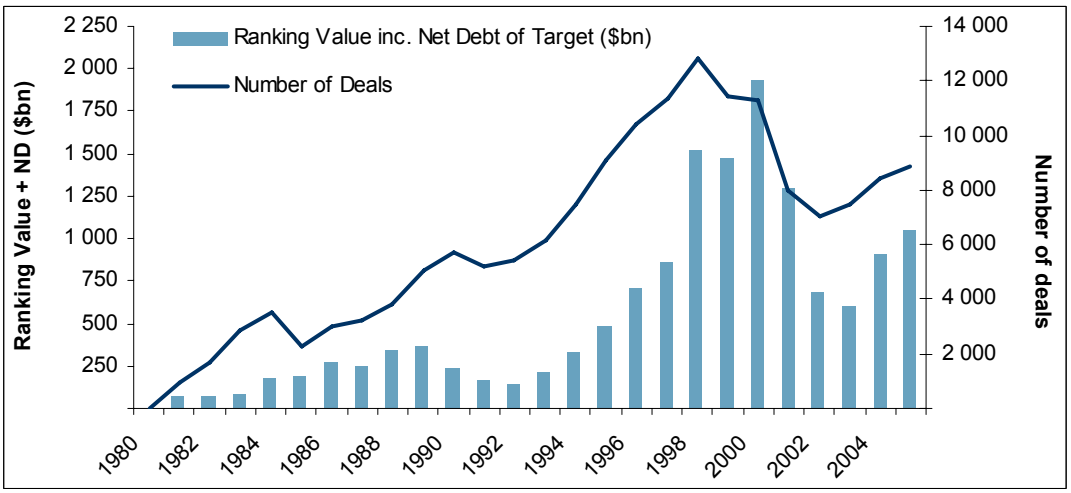
Source : Datastream

Annexe 2 : Evolution en valeur et en nombre de transactions du marché mondial du M&A depuis 1978



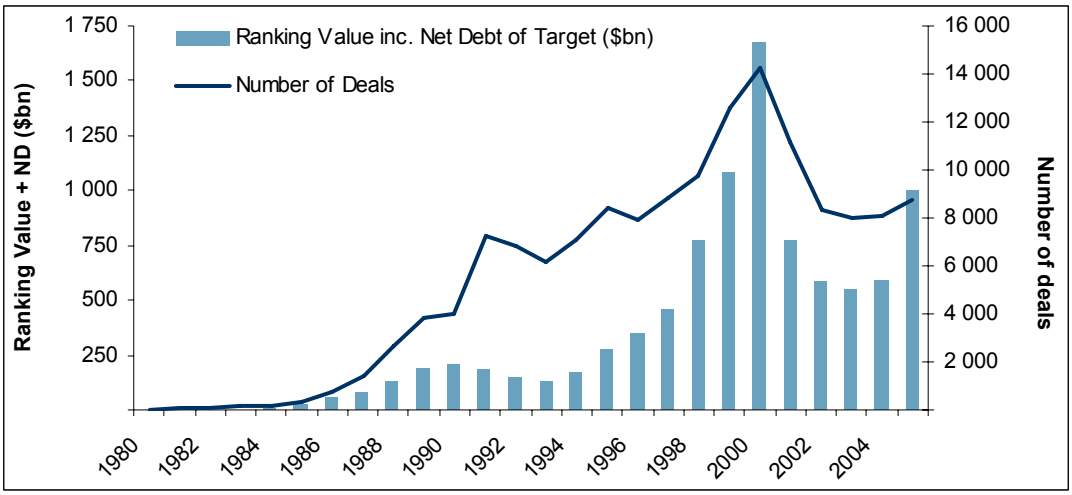
Source : Thomson Financials

Annexe 3 : *Evolution en valeur et en nombre de transactions du marché américain du M&A depuis 1980*



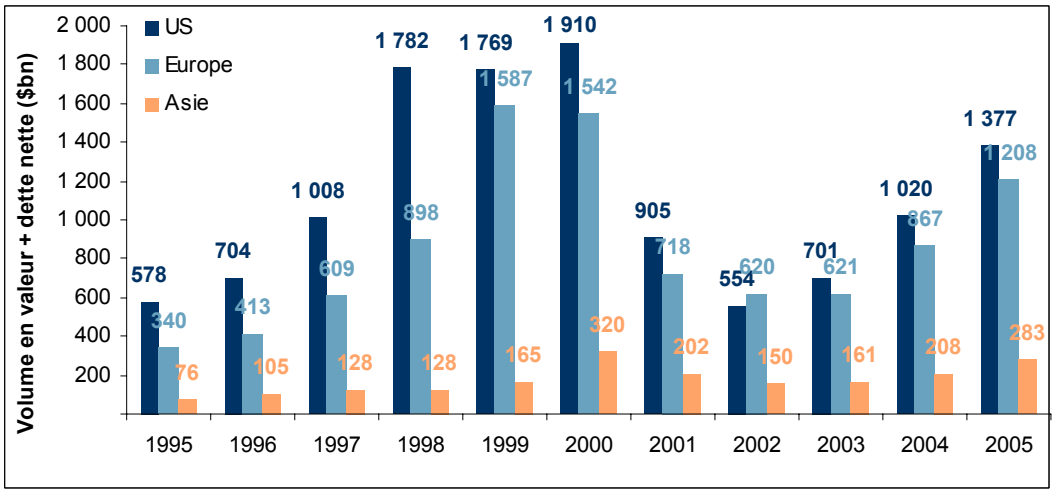
Source : Thomson Financials

Annexe 4 : *Evolution en valeur et en nombre de transactions du marché européen du M&A depuis 1980*



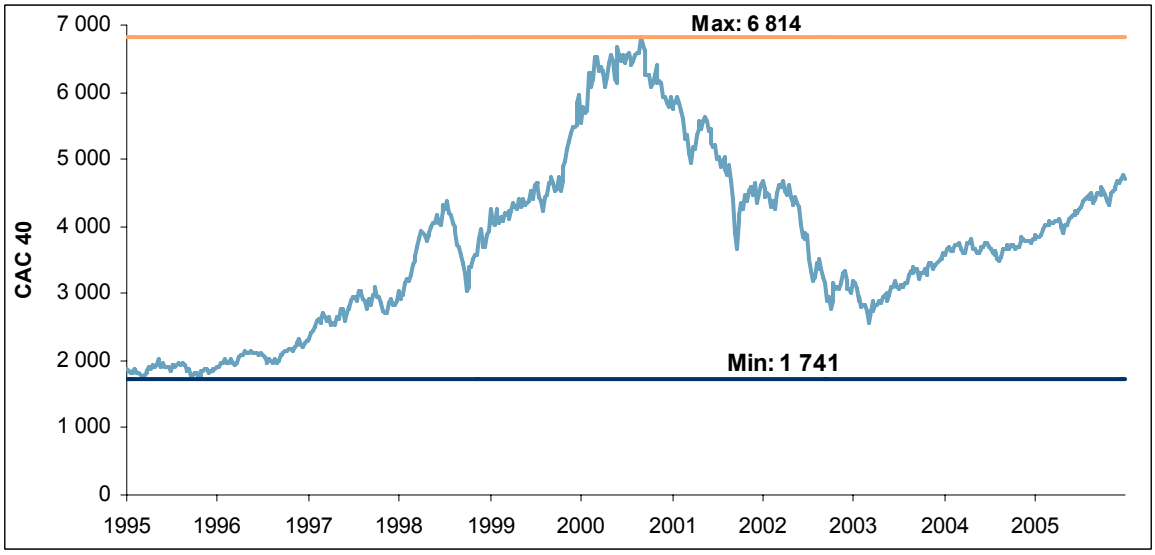
Source : Thomson Financials

Annexe 5 : *Comparaison entre les marchés M&A US, Européen et Asiatique en valeur*



Source : Thomson Financials

Annexe 6 : Evolution de l'indice CAC 40 depuis 1995



Source : Datastream

Annexe 7 : *Poids du M&A en France par rapport au PIB*

Année	Volume M&A (€Mds)	PIB (€Mds)	M&A en % du PIB
1995	22,9	1194,8	1,9%
1996	51,8	1227,8	4,2%
1997	73,0	1268,5	5,8%
1998	103,2	1324,6	7,8%
1999	239,4	1366,5	17,5%
2000	253,3	1441,4	17,6%
2001	136,6	1497,2	9,1%
2002	100,8	1548,6	6,5%
2003	50,2	1585,2	3,2%
2004	103,0	1648,4	6,2%

Source: INSEE, Thomson SDC, Datastream

Annexe 8 : *Principales transactions françaises depuis 1990*

Année	Cible	Acquéreur	Secteur acquéreur	Valeur ($bn)
2005	Allied Domecq	Pernod Ricard	Distribution, Luxe et Biens de Consommation	14,4
2004	Aventis	Sanofi-Synthelabo	Chimie et Pharmaceutique	60,2
2003	Pechiney	Alcan	Industries	5,3
2002	Credit Lyonnais	Crédit Agricole	Institutions Financières	16,2
2001	USA Networks Inc	Vivendi Universal	Technologies Média et Télécom	10,7
2000	Orange	France Telecom	Technologies Média et Télécom	46,0
1999	Elf Aquitaine	Total Fina	Matières premières et Energie	50,1
1998	Synthelabo	Sanofi	Chimie et Pharmaceutique	11,1
1997	Cie de Suez	Lyonnaise des Eaux-Dumez	Matières premières et Energie	7,4
1996	UAP	Axa	Institutions Financières	10,6
1995	CarnaudMetalbox	Crown Cork & Seal Co	Industries	5,0
1994	SFR	Southwestern Bell-Cellular Op	Technologies Média et Télécom	2,6
1993	Cartier Monde, Dunhill	Vendome Group	Distribution, Luxe et Biens de Consommation	3,4
1992	Alcatel NV	Alcatel Alsthom CGE	Technologies Média et Télécom	3,6
1991	Executive Life Ins-Junk Bond	Altus Finance	Institutions Financières	3,3
1990	Rorer Group	Rhone-Poulenc	Chimie et Pharmaceutique	3,5

Source : Thomson SDC

Annexe 9 : *Répartition par zone géographique des acquisitions faites par des entreprises françaises depuis 1990*

$ millions	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
France	11 652	16 448	14 196	26 743	20 910	9 278	35 034	43 350	40 610	78 376	27 619	24 555	52 529	35 627	90 788	20 535
Royaume - Uni	3 194	632	211	2 290	863	3 591	922	7 066	4 968	9 829	61 826	3 975	539	1 247	778	14 912
Reste de l'Europe	8 584	6 584	8 085	5 049	1 849	3 155	7 625	10 875	27 803	44 617	28 949	21 631	13 272	3 255	12 014	27 270
Etats-Unis	8 527	6 943	17	524	6 013	0	2 470	0	9 241	37 252	12 445	21 409	3 464	0	0	1 894
Reste du monde	488	365	95	449	469	1 501	1 874	1 158	3 913	13 607	57 680	5 458	1 733	977	2 387	4 037
Total	**32 445**	**30 972**	**22 604**	**35 055**	**30 104**	**17 525**	**47 925**	**62 448**	**86 536**	**183 681**	**188 518**	**77 028**	**71 536**	**41 106**	**105 967**	**68 647**

Source : Thomson SDC

Annexe 10 : *Répartition par zone géographique des investissements reçus par des entreprises françaises depuis 1990*

$ millions	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
France	11 652	16 448	14 196	26 743	20 910	9 278	35 034	43 350	40 610	78 376	27 619	24 555	52 529	35 627	90 788	20 535
Royaume - Uni	2 603	946	1 278	5 396	5 593	2 251	2 107	4 267	7 538	3 643	17 212	2 456	6 792	2 791	5 114	3 314
Reste de l'Europe	1 964	1 782	6 748	1 543	6 768	569	9 823	11 091	5 779	24 815	10 919	14 359	7 664	2 765	7 055	20 345
Etats-Unis	552	434	936	974	4 055	9 113	3 770	2 428	4 870	4 763	4 651	5 188	5 416	3 597	9 211	6 007
Reste du monde	2 059	2 451	2 315	14 804	795	629	607	2 447	1 034	982	232	1 890	478	6 554	776	1 706
Total	**18 830**	**22 061**	**25 473**	**49 459**	**38 121**	**21 839**	**51 341**	**63 582**	**59 831**	**112 579**	**60 634**	**48 450**	**72 879**	**51 334**	**112 944**	**51 907**

Source : Thomson SDC

Annexe 11 : *Répartition sectorielle du volume de transactions en valeur par secteur de la cible et de l'acquéreur*

Secteur Acquéreur ($ millions)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Chimie et Pharmaceutique	1 163	4 553	595	11 827	22 072	659	7 916	1 733	76	65 887	2 916
Distribution, Luxe et Biens de Consommation	4 385	11 241	14 589	14 940	36 941	15 100	15 107	12 033	2 820	5 349	18 945
Institutions financieres (incl . Immobilier)	7 649	20 352	22 771	17 796	41 138	25 960	21 865	29 792	17 574	8 915	19 754
Industries	8 573	1 936	7 034	12 737	25 521	13 674	23 358	3 727	10 857	2 791	10 604
Investisseurs Financiers	2 011	12 969	12 642	9 841	11 572	20 259	13 504	24 241	10 641	25 464	19 539
Matières premières et Energie	2 971	5 511	17 927	31 403	87 060	12 332	4 703	8 051	3 016	2 469	16 407
Services (incl. Transport)	3 151	5 313	4 731	2 608	16 392	14 696	7 065	8 749	3 128	2 015	3 233
Technologies Média et Télécom	104	4 827	2 389	13 845	14 432	131 298	28 786	7 024	8 694	15 233	10 514
Autres	79	1	2	2	7	-	26	-	7	-	-
Total	**30 086**	**66 701**	**82 681**	**114 998**	**255 136**	**233 979**	**122 331**	**95 351**	**56 813**	**128 123**	**101 913**

Secteur Cible ($ millions)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Chimie et Pharmaceutique	1 125	3 935	1 610	11 688	27 165	1 215	8 098	1 727	1 215	65 987	4 045
Distribution, Luxe et Biens de Consommation	4 808	14 046	18 253	14 015	39 261	18 396	19 878	13 917	4 013	13 311	25 462
Institutions financieres (incl . Immobilier)	6 658	18 366	31 633	27 496	40 256	26 030	20 413	32 851	12 967	10 873	19 554
Industries	9 005	5 926	8 496	11 113	28 582	19 056	21 978	8 064	12 770	10 967	9 752
Investisseurs Financiers	1 690	5 064	3 016	1 928	2 561	4 628	2 263	1 951	7 595	5 128	4 000
Matières premières et Energie	2 893	7 937	7 929	20 870	73 971	9 303	7 893	10 911	3 732	3 072	17 497
Services (incl. Transport)	3 247	6 183	8 158	9 009	21 361	15 887	10 649	14 923	3 443	6 975	11 660
Technologies Média et Télécom	660	5 245	3 587	18 880	21 977	139 464	31 160	11 007	11 078	11 809	9 943
Autres	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-
Total	**30 086**	**66 701**	**82 681**	**114 998**	**255 136**	**233 979**	**122 331**	**95 351**	**56 813**	**128 123**	**101 913**

Source : Thomson SDC

Annexe 12 : *Détails de la répartition entre deals intra sectoriels et deals trans sectoriels depuis 1990*

en nombre de transactions	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Secteurs différents	228	773	596	518	482	476	452	467	448	541	745	548	391	373	464	513
Même secteur	372	913	682	562	536	638	608	691	722	820	1206	844	551	410	519	559
Total	600	1686	1278	1080	1018	1114	1060	1158	1170	1361	1951	1392	942	783	983	1072

en nombre de transactions	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Moyenne 1990 - 2005	Moyenne 1990 - 1999	Moyenne 2000 - 2005
Secteurs différents	38%	46%	47%	48%	47%	43%	43%	40%	38%	40%	38%	39%	42%	48%	47%	48%	43%	43%	44%
Même secteur	62%	54%	53%	52%	53%	57%	57%	60%	62%	60%	62%	61%	58%	52%	53%	52%	57%	57%	56%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

en valeur ($ bn)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Secteurs différents	13,8	18,2	11,2	40,4	26,2	5,8	17,4	32,2	32,0	38,9	38,8	27,8	31,2	17,6	35,2	28,4
Même secteur	25,8	18,4	22,7	17,3	21,1	24,2	49,3	50,4	83,0	216,2	195,2	94,6	64,1	39,2	93,0	73,5
Total	39,6	36,6	33,9	57,8	47,3	30,1	66,7	82,7	115,0	255,1	234,0	122,3	95,4	56,8	128,1	101,9

en valeur ($ bn)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Moyenne 1990 - 2005	Moyenne 1990 - 1999	Moyenne 2000 - 2005
Secteurs différents	35%	50%	33%	70%	55%	19%	26%	39%	28%	15%	17%	23%	33%	31%	27%	28%	33%	37%	26%
Même secteur	65%	50%	67%	30%	45%	81%	74%	61%	72%	85%	83%	77%	67%	69%	73%	72%	67%	63%	74%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Source : Thomson SDC

ANNEXES PARTIE II

Tableau I et II : *Répartition des primes par nationalités de la cible de l'acquéreur*

Pays Cible	Prime 1 jour avant annonce transaction	Prime 1 semaine avant annonce transaction	Prime 4 semaines avant annonce transaction
Australia	4%	0%	12%
Austria	14%	19%	20%
Belgium	15%	19%	22%
Canada	41%	42%	38%
China	-12%	-9%	-7%
Colombia	-13%	-12%	-4%
Czech Republic	58%	64%	51%
Egypt	50%	54%	46%
France	**15%**	**16%**	**20%**
Germany	18%	20%	26%
Greece	7%	5%	3%
Hungary	33%	39%	58%
India	53%	62%	49%
Italy	6%	12%	11%
Japan	24%	23%	22%
Luxembourg	64%	67%	60%
Malaysia	27%	26%	14%
Monaco	29%	26%	18%
Morocco	20%	20%	22%
Netherlands	7%	12%	23%
New Zealand	33%	33%	29%
Norway	31%	35%	66%
Poland	20%	25%	29%
Portugal	69%	59%	93%
Reunion	6%	6%	0%
Singapore	61%	62%	68%
Slovenia	16%	16%	36%
South Korea	25%	33%	39%
Spain	28%	33%	38%
Sweden	-20%	-17%	9%
Switzerland	-18%	13%	25%
Thailand	57%	66%	116%
United Kingdom	40%	41%	37%
United States	19%	19%	25%
Total	**17%**	**18%**	**22%**

Pays Acquéreur	Prime 1 jour avant annonce transaction	Prime 1 semaine avant annonce transaction	Prime 4 semaines avant annonce transaction
Belgium	22%	23%	20%
Bermuda	0%	1%	13%
Canada	31%	34%	59%
Denmark	31%	33%	37%
France	**17%**	**18%**	**22%**
Germany	23%	26%	32%
Hong Kong	-22%	-25%	-25%
Israel	0%	14%	26%
Italy	25%	33%	41%
Japan	-33%	-15%	-15%
Luxembourg	7%	13%	11%
Morocco	31%	35%	19%
Netherlands	21%	27%	29%
Singapore	-50%	-50%	-50%
Spain	17%	10%	20%
Sweden	19%	18%	66%
Switzerland	25%	30%	31%
United Kingdom	9%	10%	13%
United States	19%	19%	26%
Unknown	-13%	-12%	-11%
Total	**17%**	**18%**	**22%**

Source : Thomson SDC

Tableau 3 : *moyenne des valeurs des transactions de moins d'1mrd$ par secteur*

moyenne des transactions par secteur de la cible	
Immobilier	200m$
Mat 1ères et Energie	172m$
Instit Financières	169m$
Invest Financiers	134m$
Distrib Luxe et Biens de Conso	116m$
TMT	96m$
Transport	90m$
Industries	88m$
Chimie Pharma	85m$
Services	83m$
Total	**111m$**

Source : Thomson SDC

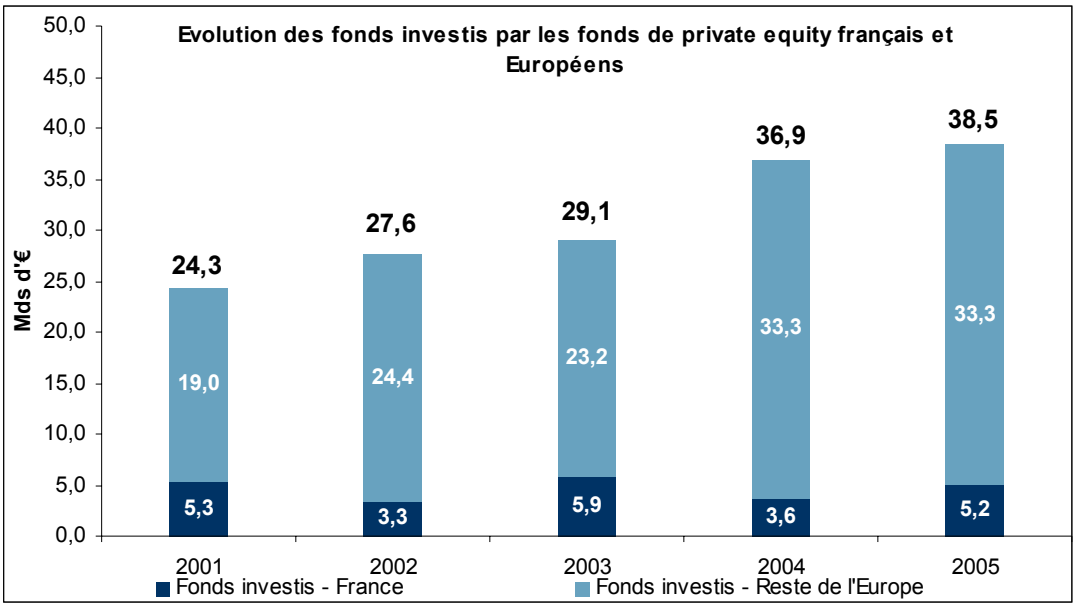
Tableau 4 : *classement des acquisitions et des cessions des groupes du CAC40*

Rg	Mrds$	2000	2001	2002	2003	2004	2005	total 00-05	moyenne 00-05
1	**VIVENDI UNIVERSAL**	73	18	17	19	3	2	**132**	**22**
2	**FRANCE TELECOM**	75	15	6	10	13	9	**129**	**22**
3	**SANOFI-AVENTIS**	0	0	0	0	67	0	**67**	**11**
4	**AXA**	41	0	1	3	4	8	58	10
5	**EDF**	6	13	9	1	1	17	47	8
6	**BNP PARIBAS**	6	8	9	2	3	7	36	6
7	**CREDIT AGRICOLE**	2	3	21	2	3	2	34	6
8	**PERNOD-RICARD**	8	1	0	0	0	21	31	5
9	**SUEZ**	3	2	1	6	1	15	29	5
10	**VINCI**	2	1	1	0	0	20	24	4
11	PINAULT PRINTEMPS	1	5	4	2	5	0	18	3
12	SCHNEIDER ELECTRIC	1	6	5	2	1	2	16	3
13	AGF	1	0	8	5	0	2	16	3
14	ARCELOR	0	6	0	1	1	6	15	2
15	ALCATEL	8	2	2	1	0	0	13	2
16	LAFARGE	3	8	1	1	0	1	13	2
17	SOCIETE GENERALE	3	4	2	1	1	1	13	2
18	SAINT GOBAIN	3	0	0	1	1	8	13	2
19	TOTAL	5	3	2	1	0	1	12	2
20	LAGARDERE	5	1	1	0	5	0	12	2
21	DEXIA	5	4	2	0	0	0	11	2
22	CARREFOUR	5	2	1	0	1	2	11	2
23	GROUPE DANONE	5	0	1	1	0	2	10	2
24	GDF	1	1	4	3	1	0	9	2
25	BOUYGUES	1	1	2	2	1	0	7	1
26	RENAULT	3	4	0	0	0	0	7	1
27	LVMH	1	5	0	0	1	0	7	1
28	THALES	3	1	1	0	0	1	6	1
29	THOMSON	2	1	1	0	1	1	6	1
30	AIR LIQUIDE	0	0	0	0	4	0	5	1
31	VEOLIA ENVIRONNEMENT	0	0	0	1	4	0	5	1
32	PUBLICIS GROUPE	0	0	4	0	0	0	4	1
33	ACCOR	0	1	0	0	1	2	3	1
34	STMICROELECTRONICS	0	0	0	0	2	0	3	0
35	EADS	0	0	0	1	0	0	2	0
36	PEUGEOT	2	0	0	0	0	0	2	0
37	MICHELIN	0	0	0	0	0	0	1	0
38	CAP GEMINI	0	0	0	1	0	0	1	0
39	L'OREAL	0	0	0	0	0	0	1	0
40	ESSILOR INTERNATIONAL	0	0	0	0	0	0	0	0
	Total CAC 40	275	118	108	68	127	132	828	138

Source: Thomson One banker

ANNEXES PARTIE III

Annexe 1 :



Source : AFIC, EVCA

Annexe 2 : *Chiffres du private equity aux Etats – Unis*

Year	Number of Deals	Avg, per Deal ($m)	Investment ($M)
1990	1 433	2	2 767,1
1991	1 231	2	2 241,7
1992	1 345	3	3 511,1
1993	1 161	3	3 708,1
1994	1 197	3	4 120,6
1995	1 776	4	7 853,5
1996	2 464	4	10 992,9
1997	3 084	5	14 646,9
1998	3 557	6	20 899,8
1999	5 403	10	53 579,6
2000	7 832	13	104 827,4
2001	4 451	9	40 798,4
2002	3 042	7	21 579,3
2003	2 825	7	18 911,0
2004	2 873	7	21 004,4

Quarter	Number of Deals	Avg, per Deal ($m)	Investment ($M)
2002-1	*819*	*8,2*	*6686,0*
2002-2	*836*	*7,2*	*6028,5*
2002-3	*683*	*6,7*	*4568,7*
2002-4	*708*	*6,2*	*4399,1*
2002	**3046**	**7,1**	**21682,4**
2003-1	*675*	*6,3*	*4271,9*
2003-2	*713*	*6,8*	*4872,8*
2003-3	*698*	*6,8*	*4737,9*
2003-4	*756*	*7,3*	*5503,2*
2003	**2842**	**6,8**	**19385,9**
2004-1	*673*	*7,6*	*5105,2*
2004-2	*806*	*7,7*	*6219,3*
2004-3	*645*	*7,1*	*4563,9*
2004-4	*786*	*7,0*	*5525,5*
2004	**2910**	**7,4**	**21413,8**
2005-1	*703*	*6,9*	*4848,6*

Source : NVCA

Annexe 3 : *Liste non exhaustive de fonds d'investissement et de leurs actifs sous gestion*

Fonds d'investissement	Capitaux gérés (M€)
3i	2700
ABN Amro PE	2700
Advent	2500
Apax	11500
AtriA	320
Axa PE	4500
Astorg	500
Bain Capital	8300
Barclays PE	1650
BC Partners	11000
Bridgepoint	5000
Candover	3500
Carlyle	21000
CDC Ixis PE	2100
Chequers	300
Cinven	4400
Clayton Dubillier & Rice	3500
CVC Capital Partners	6000
Doughty Hanson	1600
Duke Street	845
Eurazeo	Investissements en fonds propres
Industri Kapital	2925
KKR	18000
LBO France	na
Montagu PE	2260
Balckstone	10500
Texas Pacific Group	12500
PAI	7000
Permira	11000
Vestar	5800
Wendel	Investissements en fonds propres

Sources : Sociétés, Factiva

ANNEXES PARTIE IV

Tableau 1 : *Classement des banques d'affaires depuis 1990. Attribution de points selon classement*

		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	total	moyenne	equiv.
1	Lazard	10	10	10	10	10	10	10	9	8	9	0	8	7	4	2	0	117	7	4
2	Goldman Sachs	6	8	7	2	6	7	8	7	9	8	10	4	6	10	9	9	116	7	4
3	Rothschild	0	0	2	9	0	9	6	6	10	7	7	9	10	9	8	0	92	6	5
4	Morgan Stanley	0	0	0	3	9	0	5	10	4	10	8	10	5	7	6	8	85	5	6
5	BNP	9	6	9	8	8	6	9	5	7	3							70	7	4
6	JPMorgan	5	2	0	1	2	3	3	2	2	1	9	7	3	8	4	6	58	4	7
7	Credit Lyonnais	8	9	8	7	5	0	1	4	6	0	0	0	1				49	4	7
8	Paribas	7	4	4	5	7	1	7	3	5	5							48	5	6
9	Societe Generale	0	0	6	4	3	8	4	8	3	0	1	2	0	3	3	0	45	3	8
10	CSFB	4	0	0	0	0	5	0	0	0	4	6	3	9	0	0	7	38	2	9
11	BNP Paribas											0	6	8	1	10	10	35	6	5
12	Merrill Lynch						0	0	0	0	6	2	1	2	0	7	0	18	2	9
13	Citigroup											5	5	0	6	1	0	17	3	8
14	Warburg	0	5	0	0	4	4	0	0	1	0							14	1	10
15	Salomon Brothers	3	7	0	0	0												10	2	9
16	UBS							0	0	0	0	4	0	4	0	0	2	10	1	10
17	Lehman Brothers	2	3	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	10	1	10
18	HSBC											0	0	0	0	5	4	9	2	10
19	Deutsche Bank	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	2	0	5	9	1	10
20	Morgan Grenfell	0	0	0	6	0												6	1	10
21	Barings Brothers	0	0	5	0	0	0	0	0									5	1	10
22	LCF E. de Rothschild	0	1	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4	0	>10
23	DrKW								0	0	0	3						3	1	10
24	CCF	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0							3	0	>10
25	Credit Agricole	0	0	0	0	0	0	0	1	0	2	0	0	0				3	0	>10