



# LA LETTRE VERNIMMEN.NET

N° 54

Janvier 2007

Par Pascal Quiry  
et Yann Le Fur

- **ACTUALITE** : L'analyse financière des entreprises chinoises cotées
- **TABLEAU DU MOIS** : Les taux d'impôt en France en 2007
- **RECHERCHE** : Les clients actionnaires des fournisseurs
- **QUESTION ET REPONSE** : Petit QCM (suite et fin)

\* \* \*

## ACTUALITE : L'analyse financière des entreprises chinoises cotées

1 421 entreprises chinoises étaient cotées en décembre 2006 sur les bourses de Shanghai et de Shenzhen. En enlevant les entreprises capitalisant moins de 100 M\$ (281), celles des secteurs bancaires, d'assurance et d'immobilier (159), on aboutit à 981 entreprises pour lesquelles des comptes audités sont disponibles (à titre de comparaison, il y a 8 528 entreprises cotées en Europe). Elles représentent les deux tiers de la capitalisation boursière de Shanghai et de Shenzhen, soit environ 450 Md€, ce qui correspond à la capitalisation boursière cumulée des 5 premières capitalisations françaises.

Nous leur avons appliqué la méthodologie d'analyse financière habituelle (1). Leurs comptes agrégés sont disponibles sur demande par la boîte à lettre du site [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net).

### Création de richesses

Le chiffre d'affaires cumulé des entreprises chinoises de l'échantillon est de 362 Md€ en 2005, soit l'équivalent du chiffre d'affaires des 10 premières capitalisations boursières françaises non financières.

Les entreprises chinoises cotées font apparaître une très grande diversité de taille : les 20 % les plus grandes font 76 % du chiffre d'affaires, 72 % du résultat d'exploitation et regroupent 53 % des salariés avec des chiffres moyens de : 1,4 Md€, 85 M€ et de 11 320 personnes respectivement.

A l'inverse, les 20 % les plus petites font 1,4 % du chiffre d'affaires, 1,4 % du résultat d'exploitation et regroupent 4,8 % des effectifs globaux avec des chiffres moyens de : 26 M€, 1,6 M€ et 1 015 personnes respectivement.

(1) Pour plus de détails sur cette méthodologie, voir le chapitre 10 du Vernimmen.

Au sommaire du prochain numéro :

- ACTUALITE : SEPA

- TABLEAU DU MOIS :  
Rachats d'actions et de dividendes en 2006

- RECHERCHE : La rotation des dirigeants après un changement de contrôle

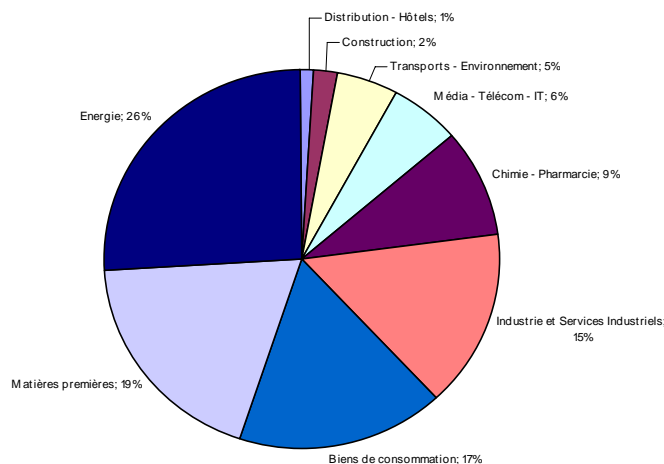
- QUESTION & REPONSE :

LA LETTRE VERNIMMEN.NET :  
LE COMPLEMENT DE L'OUVRAGE



ET DU SITE  
[WWW.VERNIMMEN.NET](http://WWW.VERNIMMEN.NET)

Leur chiffre d'affaires montre finalement une assez bonne répartition sectorielle même si le secteur des matières premières représente (encore) 19 % de l'activité cumulée :



Sans surprise, le niveau de croissance de l'activité a été fort depuis 2002 : + 28 % / an. Cette croissance est essentiellement en volume car sur la même période l'inflation chinoise a été de l'ordre de 2 %. Ce qui veut dire que ces entreprises cotées croissent en volume 2,5 fois plus vite que l'économie chinoise qui s'est « contentée » d'un taux de croissance en volume de 10 % environ par an depuis 2002.

Cette forte croissance ne s'est pas accompagnée d'une progression parallèle des marges puisque la hausse des matières premières n'a pas été répercutée intégralement sur les clients (peut être pour notre plus grand profit de consommateurs européens !) :

(en %)	2002	2003	2004	2005
Chiffres d'affaires :	100	100	100	100
- Coût des ventes	72,3	72,9	74,7	77,9
= Marge brute	27,7	27,1	25,3	22,1
- Frais de ventes et administratifs	11,0	10,6	9,6	8,9
- Dotation aux amortissements	6,7	6,4	5,8	5,4
- Autres	2,1	1,9	1,5	1,4
= Résultat d'exploitation	7,9	8,2	8,4	6,4

En effet, le résultat d'exploitation passe de 7,9 % du chiffre d'affaires 2002 à 6,4 % en 2005 malgré un effet point mort <sup>(2)</sup> qui joue bien au niveau des frais administratifs. A titre de comparaison, cette marge d'exploitation était de 9,4 % en 2005 sur un échantillon de 1 372 groupes cotés européens (hors banque, assurance et immobilier).

Ceci malgré une amélioration de la productivité par salarié assez impressionnante : le chiffre d'affaires par employé a en effet progressé de 78 % de 49 000 € en 2002 à 87 200 € en 2005. Alors que sur la période, le chiffre d'affaires a cru de 28 % / an, les effectifs ne se sont accrus que de 6 % / an à 4,2 millions de personnes en 2005.

<sup>(2)</sup> Pour plus de détails sur l'effet point mort, voir le chapitre 12 du Vernimmen.

## Investissements

Depuis 2002, la gestion de l'actif économique s'améliore puisque le chiffre d'affaires rapporté à l'actif économique est en progrès :

	2002	2003	2004	2005
<u>Chiffre d'affaires</u>				
Actif économique	0,94	1,04	1,16	1,26

Cela s'explique tant par une meilleure gestion du besoin en fonds de roulement :

	2002	2003	2004	2005
Besoin en fonds roulement en jour de chiffre d'affaires	84 j	79 j	70 j	63 j

que par une meilleure utilisation de l'actif immobilisé :

	2002	2003	2004	2005
<u>Chiffre d'affaires</u>				
Immobilisations nettes	124%	141%	155%	164%

Sans surprise, compte tenu du fort taux de croissance de l'activité, les investissements représentent entre 2,5 et 3 fois la dotation aux amortissements, si bien que les immobilisations nettes représentent les 2/3 des immobilisations brutes contre 50 % pour l'échantillon européen. Est-ce la preuve d'un outil industriel plus efficace que l'europpéen ou le résultat d'une politique de surinvestissement ?

## Financement

Compte tenu de la forte croissance et d'une rentabilité somme toute médiocre comme on le verra dans un instant, les entreprises chinoises de notre échantillon ont dégagé depuis 2003 un flux de trésorerie disponible après frais financiers systématiquement négatif, majoritairement couvert par endettement :

(en Md€)	2003	2004	2005
Capacité d'autofinancement	27,9	34,8	36,0
- Variation du BFR	10,3	5,6	3,4
= Flux de trésorerie d'exploitation	17,6	29,2	32,6
- Flux de trésorerie d'investissement	36,8	50,5	49,5
= Flux de trésorerie disponible après frais financiers	-19,2	-21,3	-16,9
Financé par :			
Augmentation de capital - dividendes versés	5,0	4,0	-2,3
Augmentation de l'endettement net	14,2	17,3	19,2

Ainsi la structure financière des entreprises chinoises cotées se modifie-t-elle rapidement : le rapport endettement bancaire et financier net sur les capitaux propres est passé de 30 % en 2002 à 47 % en 2005, et le rapport endettement bancaire et financier net / EBE a grimpé sur la même période de 1,7 à 2,2. Ce ratio dont le niveau n'est normalement pas inquiétant <sup>(3)</sup> à 2,2 l'est beaucoup plus au cas particulier puisque ces entreprises ne génèrent pas de cash-flows disponibles et ne peuvent donc rembourser leurs dettes qu'en coupant dans leurs investissements ou en s'endettant à nouveau, sauf à réaliser des augmentations de capital que leur niveau élevé de valorisation rendraient peu douloureuses aux actionnaires. A titre de comparaison, le ratio est de 1,5 pour l'échantillon européen qui dégage des flux de trésorerie disponibles positifs.

## Rentabilité

Avec une rentabilité économique (après impôt) de 5 à 6 %, les sociétés chinoises cotées gagnent largement moins que leur coût de capital estimé à 11 % (en yuan) et à peu près autant que le taux de l'argent sans risque. A titre de comparaison, les entreprises européennes cotées ont eu une rentabilité économique de 9,5 % après impôt en 2005, soit 2,5 % de plus que leur coût du capital moyen.

Plus précisément, seulement 13 % des entreprises chinoises cotées gagnent en 2005 plus que leur coût du capital. Cependant, certaines gagnent beaucoup plus puisque le taux de rentabilité économique du premier quintile est de 18 % alors que dans le dernier quintile il est de -7 %, en recul de 2 points par rapport à 2003. De façon assez classique, les plus grandes entreprises chinoises ont de meilleures rentabilités puisque le chiffre d'affaires moyen du premier quintile des rentabilités est le double de celui des trois derniers quintile.

Compte tenu de l'effet de levier, et avec un coût de la dette nette de 6 % avant impôt, le taux de rentabilité des capitaux propres est de l'ordre de 9 à 10 %. Mais que l'on nous pardonne de dire qu'il n'y a pas de quoi écrire à sa tante puisque le taux de rentabilité exigé par les actionnaires est de l'ordre de 11 % sur la base d'un taux de l'argent sans risque de 5,2 % et d'une prime de risque de 6 %. A titre de comparaison, en 2005, les sociétés européennes ont presque atteint le 15 % mythique <sup>(4)</sup> : 14,5 %.

<sup>(3)</sup> Pour plus de détails, voir le chapitre 14 du Vernimmen.

<sup>(4)</sup> Pour plus de détails, voir le chapitre 15 du Vernimmen.

N° 54

Janvier 2007

Par Pascal Quiry  
et Yann Le Fur

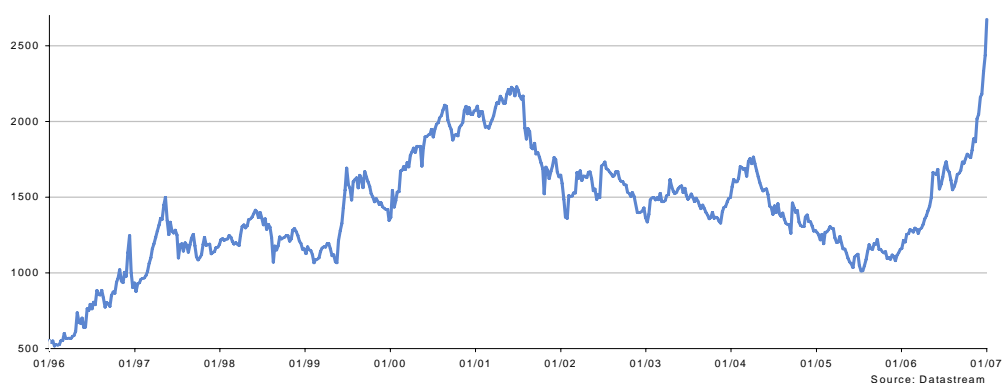
## Conclusion

Avec des entreprises en forte croissance, à faible rentabilité mais très bien valorisées en bourse (PBR moyen de 2,3), la situation chinoise actuelle n'est pas sans rappeler celle de l'Europe du début des années 1970 : des outils industriels sont construits et des parts de marché sont gagnées sans grande préoccupation de la rentabilité dégagée. La principale différence est macro-économique : l'inflation est sous contrôle contrairement à la situation européenne d'alors où la qualité des profits était dégradée par la présence de profits d'inflation <sup>(5)</sup>. Dès lors, les entreprises chinoises ne bénéficient ni de taux d'intérêt réels négatifs ni de l'allègement du poids de l'endettement que l'inflation croissante des années 1970 en Europe avait entraînés.

Le niveau d'endettement commence à être, globalement, inquiétant car les flux de trésorerie disponibles après frais financiers sont fortement négatifs. Faible rentabilité (et surinvestissement ?) en sont responsables. Des directeurs financiers chinois seraient bien inspirés de profiter des actuelles bonnes disponibilités du marché boursier chinois : le PER 2005 des 981 entreprises étudiées est de 28,6 et 23,5 pour le multiple du résultat d'exploitation ; le niveau des cours a progressé de 130 % en 2006 sur la bourse de Shanghai :

Indice des valeurs cotées à Shanghai

01/01/96 - 02/01/07



Elles rendent peu coûteuses les augmentations de capital <sup>(6)</sup>. Il est vrai que le taux d'épargne chinois est spectaculaire (45 % du PIB 2005) même si le système financier, encore peu sophistiqué, n'est pas un atout pour drainer l'épargne vers les actions.

Le taux moyen de distribution des dividendes (légèrement supérieur à 20 %) fait clairement apparaître un problème de gouvernance d'entreprise entre des managers soucieux de contenir leur niveau d'endettement et des actionnaires qui devraient normalement exiger un taux de distribution plus élevé compte tenu d'une rentabilité marginale faible, stable et inférieure à la rentabilité exigée. Il est vrai qu'un PBR moyen de 2,3 rend actuellement le problème indolore puisque le réinvestissement d'un Yuan se traduit par une progression de la valeur de 2,3 Yuans quand même bien que ce Yuan est réinvesti à un taux inférieur au coût du capital !

Mais ce PBR n'est soutenable que si les rentabilités s'améliorent nettement. Les managers chinois ont donc du pain (des canards laqués ?) sur la planche et une obligation de résultat ! A défaut, les niveaux actuels de valorisation ne paraissent pas justifiés.

*Avec nos vifs remerciements à Nicolas Chaine pour ses longs travaux de compilation des données.*

<sup>(5)</sup> Pour plus de détails, voir le chapitre 17 du Vernimmen.

<sup>(6)</sup> Pour plus de détails, voir le chapitre 43 du Vernimmen.



# LA LETTRE VERNIMMEN.NET

N° 54

Janvier 2007

Par Pascal Quiry  
et Yann Le Fur

## TABLEAU DU MOIS : Le taux d'impôt en France

La contribution sociale sur les bénéfices de 3,3 % reste applicable en 2007 (cette dernière est calculée sur l'IS diminué d'un abattement de 763.000 euros). Les taux d'impôt en France pour 2007 seront de :

	PME (a)	Autres sociétés	Personnes physiques, résidents fiscaux français
Bénéfice au taux normal	33 1/3 % <sup>(1)</sup>	$33 \frac{1}{3} \% \times (1 + 3,3 \%) = 34,43 \%$ <sup>(2)</sup>	
Bénéfice au taux réduit (Plus values sur titres de participation (b))	15 %, ou exonérés sauf quote-part pour frais et charges de 5 % (QPFC) (b)	$15 \% \times (1 + 3,3 \%) = 15,49 \%$ ou $5\% \text{ de QPFC} \times 0,3443 = 1,72 \%$ (b) <sup>(3)</sup>	Lorsque les cessions annuelles dépassent 20.000 €, imposition à 16 % (d) + 11 % = 27 %
Dividendes perçus de filiales en régime mère-fille (c)	Exonérés sauf quote-part pour frais et charges de 5 %		
Autres dividendes perçus	Imposition à l'IS au taux normal		Après un abattement de 40% pour les dividendes français ou étrangers (quand venant d'un pays lié à la France par une convention fiscale), et un abattement annuel (si la réfaction de 40% est acquise) de 1 525 € ou 3 050 € (selon situation familiale), imposition au taux progressif de l'IR. En outre, octroi d'un crédit d'impôt égal à 50% du dividende plafonné à 115 € ou 230 € (selon situation familiale) Les contributions sociales sont calculées au taux de 11 % sur le dividende avant abattement
Intérêt sur titres de créances	Imposition comme un bénéfice normal		Imposition au taux progressif de l'IR sauf option pour le prélèvement libératoire à 16 % + 11 % = 27 %

<sup>(1)</sup> 15 % sur les premiers 38 120 € de bénéfice imposable.

<sup>(2)</sup> 33,1/3 % sur la fraction d'IS inférieur ou égale à 763 000 €.

<sup>(3)</sup> 15 % ou 1.66% sur la fraction d'IS inférieure ou égale à 763 000 €.

(a) Sociétés dont le chiffre d'affaires hors taxes est inférieur à 7,630 M€ et dont le capital, entièrement libéré, doit être détenu pour au moins 75 % par des personnes physiques (ou des sociétés qui satisfont aux conditions).

(b) 15% sur les cessions de titres détenus depuis au moins 2 ans de sociétés à prépondérance immobilière, parts de FCPR ou actions de sociétés de capital-risque. Sont désormais exclus de ce taux réduit les titres dont le prix de revient est au moins égal à 22,8M€ et représentant une participation inférieure à 5% du capital. Ils seront soumis au taux d'IS de droit commun. L'exonération (avec quote-part de frais et charges de 5%) concerne les titres détenus depuis au moins 2 ans qui revêtent le caractère de titres de participation au plan comptable, les actions acquises d'une OPA ou OPE par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime des sociétés mères.

(c) Participation au moins de 5 % en droits de vote et capital, titres détenus sous forme nominative. La Loi de finances rectificative pour 2005 étend le régime aux titres dépourvus de droit de vote (actions de préférence) si la société mère détient globalement au titre de cette participation au moins 5% du capital et des droits de vote de la société émettrice.

(d) Pour les titres ou parts de sociétés soumises à l'IS acquis à partir du 1er janvier 2006, la plus-value de cession à titre onéreux est diminuée d'un tiers par année de détention des titres au-delà de la 5ème année de leur détention (soit en pratique à partir de 2011) ; exonération totale du prélèvement de 16 % pour les actions acquises à partir du 1er janvier 2006 et détenues pendant 8 ans (loi de finances rectificative pour 2005) soit en pratique exonération totale pour les cessions intervenues à compter de 2014.



N° 54

Janvier 2007

*Par Pascal Quiry  
et Yann Le Fur*

## RECHERCHE : Les clients actionnaires des fournisseurs

Les relations entre un client et son fournisseur peuvent prendre des formes plus ou moins étroites, de la simple transaction de marché à l'intégration verticale. Trois chercheurs américains <sup>(1)</sup> ont étudié empiriquement les facteurs déterminant la détention par le client d'une participation dans le capital de son fournisseur. Leurs résultats valident empiriquement les principales explications fournies par la théorie financière.

Globalement, la détention par une entreprise d'une participation dans le capital de son fournisseur est relativement rare : elle ne concerne que 3,31% des relations commerciales de l'échantillon. Trois caractéristiques encouragent une telle participation : la spécificité des investissements, l'intensité des relations commerciales et le besoin de financement du fournisseur.

Père de la théorie des coûts de transaction, O. Williamson <sup>(2)</sup> explique que le degré d'intégration du fournisseur par un client dépend notamment de la spécificité des investissements : si le fournisseur engage des investissements dont le résultat n'a de valeur que pour l'un de ses clients, ce dernier a intérêt à en être le propriétaire pour fournir les meilleures incitations. Pour vérifier cette hypothèse, les auteurs s'intéressent aux fournisseurs de produits riches en recherche et développement souvent très spécifiques. Leur travail économétrique montre que l'intégration est près de trois fois plus fréquente pour les fournisseurs de R&D que pour les autres.

La deuxième variable explicative est l'intensité des relations entre l'entreprise et son fournisseur. Sans surprise, la prise de participation est plus fréquente lorsque l'entreprise cliente représente la plus grande partie du chiffre d'affaires du fournisseur. Plus intéressant, la présence d'un accord commercial formalisé par un contrat à long terme est aussi favorable à la prise de participation : ces deux modes de coordination seraient donc plus complémentaires que substituables.

Le troisième élément est le besoin de financement externe du fournisseur. Les auteurs constatent que la prise de participation est plus fréquente lorsque le fournisseur fait apparaître des flux de trésorerie disponibles <sup>(3)</sup> négatifs, c'est-à-dire que leur activité ne suffit pas à couvrir le coût des financements externes. Un bon exemple est le soutien apporté par Ford à l'équipementier Visteon dont il est devenu actionnaire, via des BSA, pour le sauver de la faillite, alors même que Ford s'était totalement séparé de Visteon quelques années auparavant via une scission.

Enfin, cette étude montre que si ces trois facteurs augmentent l'occurrence d'une prise de participation du client dans le capital du fournisseur, ils n'augmentent pas significativement la taille de cette participation. Autrement dit, la simple présence du client dans l'actionnariat du fournisseur suffit à assurer une bonne coordination des investissements, alors qu'une prise de participation excessive peut faire apparaître d'autres problèmes de gouvernance.

<sup>(1)</sup> C.E. Fee, C.J. Hadlock et S. Thomas, 2006, Corporate Equity Ownership and the Governance of Product Market Relationships, *Journal of Finance*, vol.61/1

<sup>(2)</sup> O. Williamson, 1975, *Markets and Hierarchies : Analysis and Antitrust Implications*, The Free Press, New York

<sup>(3)</sup> Pour plus de détails sur les flux de trésorerie disponibles, voir le chapitre 2 du Vernimmen.



# LA LETTRE VERNIMMEN.NET

N° 54

Janvier 2007

Par Pascal Quiry  
et Yann Le Fur

## QUESTION ET REPONSE : Petit QCM (suite et fin)

Nous avons réalisé le questionnaire du jeu concours de Financierium, le symposium des dirigeants finance gestion qui s'est déroulé les 12 et 13 décembre 2006. Nous soumettons à la sagacité de nos lecteurs les 15 dernières questions, les quinze premières questions ayant été publiées avec la Lettre Vernimmen.net de décembre 2006. Les réponses sont données à la fin du qcm.

16. Le coût moyen pondéré du capital d'une entreprise diversifiée :

- est le même pour toutes les divisions ;
- est propre à chaque division et à chaque zone géographique ;
- est le même quelque soit la zone géographique.

17. Une augmentation de la part de la dette dans le financement de l'entreprise :

- réduit le coût des capitaux propres ;
- augmente le point mort total de l'entreprise ;
- abaisse le coefficient bêta de ses actions.

18. Une entreprise est d'autant plus sensible à une variation de conjoncture :

- qu'elle est loin de son point mort ;
- que la part des coûts fixes est élevée ;
- qu'elle est faiblement endettée.

19. Qui a dit « on ne gâte jamais assez les actionnaires » ?

- John D. Rockefeller ;
- Albert Frère ;
- Claude Bébéar.

20. Quelle est l'action la plus volatile ?

- Alcatel ;
- Altadis ;
- BNP Paribas.

21. DFCG signifie :

- Association Nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion ;
- Dette Financière Contre Garantie ;
- Direction Fiscale et du Contrôle Général.

22. La courbe des taux en France est actuellement :

- relativement plate ;
- plutôt pentue et croissante ;
- plutôt pentue et décroissante.

23. DPO signifie :

- Dividende Par Obligation ;
- Direction Par Objectif ;
- Dette Prioritaire Obligatoire.

24. L'intégration verticale d'une entreprise dans son secteur :

- n'a aucun impact sur son besoin en fonds de roulement ;
- réduit son besoin en fonds de roulement ;
- augmente son besoin en fonds de roulement par rapport au chiffre d'affaires.





# LA LETTRE VERNIMMEN.NET

N° 54

Janvier 2007

Par Pascal Quiry  
et Yann Le Fur

25. Un emprunt qui prévoit un taux d'intérêt annuel de 6 % versé à chaque trimestre échu a un taux actuariel de :

- 6 % ;
- 6, 14 % ;
- 6, 66 %.

26. La duration d'une obligation est :

- égale à sa sensibilité ;
- inversement proportionnelle à sa sensibilité ;
- proportionnelle à sa sensibilité.

27. Si au comptant, un euro vaut 1,2700 dollar, si le taux d'intérêt sur le dollar à 3 mois est de 5,30 % et le taux d'intérêt de l'euro à 3 mois est de 3,60 %, alors le taux de change à terme du dollar / euro 3 mois est de :

- 1,2647 ;
- 1,2753 ;
- 1,2725.

28. Une clause de *tag along* permet :

- à un prêteur de bénéficier des mêmes garanties que celles accordées à un autre prêteur sur un emprunt ultérieur ;
- à un actionnaire minoritaire de céder ses actions au même prix que l'actionnaire majoritaire ;
- à un actionnaire majoritaire de forcer les actionnaires minoritaires à vendre leurs actions lorsqu'il vend les siennes.

29. La prime de risque du marché actions en Europe est de l'ordre de grandeur de :

- 3 % ;
- 4,5 % ;
- 6 %.

30. Dans un LBO, le second lien est :

- plus risqué que la dette senior ;
- plus risqué que les capitaux propres ;
- n'est jamais utilisé.

# LA LETTRE VERNIMMEN.NET

N° 54

Janvier 2007

Par Pascal Quiry  
et Yann Le Fur

Réponses :

Question n°	Bonne réponse	Pour approfondir
1	2	Lettre Vernimmen.net de novembre 2006
2	3	Lettre Vernimmen.net de février 2007
3	3	Chapitre 49 du Vernimmen
4	1	Chapitre 49 du Vernimmen
5	3	Lettre Vernimmen.net d'avril 2006
6	3	Chapitre 44 du Vernimmen
7	3	Lettre Vernimmen.net de mai 2006
8	2	Chapitre 9 du Vernimmen
9	1	Lettre Vernimmen.net d'octobre 2006
10	1	Chapitre 8 du Vernimmen
11	3	Chapitre 29 du Vernimmen
12	2	Lettre Vernimmen.net d'octobre 2005
13	3	Chapitre 31 du Vernimmen
14	2	Chapitre 32 du Vernimmen
15	2	Chapitre 43 du Vernimmen
16	2	Chapitre 39 du Vernimmen
17	2	Chapitre 12 du Vernimmen
18	2	Chapitre 12 du Vernimmen
19	2	Chapitre 42 du Vernimmen
20	1	Chapitre 23 du Vernimmen
21	1	-
22	1	Lettre Vernimmen.net de novembre 2006
23	2	-
24	3	Chapitre 13 du Vernimmen
25	2	Chapitre 22 du Vernimmen
26	3	Chapitre 27 du Vernimmen
27	2	Chapitre 53 du Vernimmen
28	2	Chapitre 47 du Vernimmen
29	2	Tableau de bord du financier Vernimmen.net
30	1	Lettre Vernimmen.net de décembre 2005

\* \* \*

## Au sommaire de la *Vernimmen.com Newsletter* de Janvier 2007

Au sommaire du  
prochain numéro :

- ACTUALITE : SEPA

- TABLEAU DU MOIS :  
Rachats d'actions et  
de dividendes en  
2006

- RECHERCHE : La  
rotation des  
dirigeants après un  
changement de  
contrôle

- QUESTION &  
REPOSE :

- NEWS: Microfinance
- THIS MONTH'S GRAPHS: The 150 largest non-listed groups
- RESEARCH: Customers as shareholders of their suppliers
- Q&A: A small quizz (Part II)

Pour la consulter [cliquez ici](#)

LA LETTRE VERNIMMEN.NET :  
LE COMPLEMENT DE L'OUVRAGE



ET DU SITE  
WWW.VERNIMMEN.NET