

N° 56

Mars – Avril 2007

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur

- **ACTUALITE** : Quelques réflexions sur la prime de risque
- **TABLEAU DU MOIS** : Les 150 plus grand groupes non cotés
- **RECHERCHE** : Concentration et rentabilité
- **QUESTION ET REPONSE** : Vendor due diligence

* * *

ACTUALITE : Quelques réflexions sur la prime de risque

1. Le principe

Comme sur tous marchés, les transactions sur les actions des entreprises s'effectuent au prix du marché, c'est-à-dire à un prix qui réunit à la fois un acheteur et un vendeur.

Ce prix de marché se constate et s'explique de plusieurs façons, dont la plus pure théoriquement et la plus utilisée est l'actualisation des flux de trésorerie disponibles générés par l'investissement à un taux qui reflète le risque du marché de cet investissement. Ce taux est déterminé comme le taux de l'argent sans risque plus une prime de risque proportionnelle au risque du marché de l'actif, prime qui prend la forme du produit du coefficient β de l'investissement ⁽¹⁾ par l'écart entre la rentabilité anticipée du marché et le taux de l'argent sans risque, soit $r = r_f + \beta \times (E(r_m) - r_f)$.

Dans la zone euro, début 2007, le taux de rentabilité attendu du marché est de l'ordre de 8 % ⁽²⁾. Sur la base d'un taux de l'argent sans risque de 4,15 % environ correspondant au taux des OAT 10 ans, la prime de risque du marché actions européennes est donc actuellement un peu inférieure à 4,0 %. Pour les Etats-Unis, Morgan Stanley ⁽³⁾ estime le taux de rentabilité attendu du marché à 8,45 – 8,60 % et la prime de risque à 3,65 % / 3,80 % avec des obligations d'Etat 10 ans rapportant 4,80 %.

2. Deux méthodes d'estimation radicalement différentes

Cette prime de risque du marché actions, c'est-à-dire l'écart entre la rentabilité du marché et le taux de l'argent sans risque, est actuellement estimée selon deux approches possibles :

- soit à partir des données prévisionnelles (les flux de trésorerie disponibles futurs) et du cours de bourse actuel, dont on déduit, après quelques calculs, le taux d'actualisation utilisé, et donc la prime de risque puisque le taux d'actualisation est égal pour l'ensemble du marché au taux de l'argent sans risque plus la prime de risque. On parle alors de prime de risque anticipé ⁽⁴⁾, car elle est basée sur les attentes d'aujourd'hui des investisseurs, anticipé et non anticipée car c'est le risque qui est anticipé et non la prime qui est bien actuelle elle ;

⁽¹⁾ Pour plus de détails sur le β , voir le chapitre 23 du Vernimmen 2005 et la Lettre Vernimmen.net n°23 de octobre 2003.

⁽²⁾ Source : Associés en Finance (7,7 %) et Exane BNP Paribas (8,15 %).

⁽³⁾ Quantitative Strategy : explaining the Equity Risk Premium – 24 janvier 2007.

⁽⁴⁾ Ou prospective, ou ex-ante. Pour plus de détails, voir le chapitre 25 du Vernimmen 2005.



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

ET DU SITE
WWW.VERNIMMEN.NET

Au sommaire du
prochain numéro :

- **ACTUALITE** : La
gestion des émissions
de carbone

- **TABLEAU DU MOIS** :
Volatilité et spread de
crédit

- **RECHERCHE** : La
valeur des liquidités

- **QUESTION &
REPONSE** : Les bons
Breton

N° 56

Mars – Avril 2007

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur

- soit à partir des données historiques des taux de rentabilité obtenus par les investisseurs puisque sur très très longue période, dans des marchés efficients, les taux de rentabilité obtenus *ex-post* doivent être égaux au taux de rentabilité exigés *ex-ante*. On parle alors de prime de risque historique, basée sur le sympathique principe selon lequel on finit à très long terme par obtenir ce que l'on demande.

3. Les faiblesses de la prime historique

D'un point de vue conceptuel, seule la prime de risque anticipé est recevable pour calculer un taux d'actualisation. En effet, le prix d'un actif aujourd'hui ne peut correspondre qu'à l'actualisation des flux anticipés qu'il devrait générer compte tenu du taux de rentabilité exigé **aujourd'hui** par l'investisseur. Ainsi, le taux de change \$ / € est actuellement de 1,35. C'est à ce prix qu'il est possible d'acheter ou de vendre du dollar, pas à 1,10, même si cette parité est la moyenne de ce taux de change sur les X dernières années.

De fait, la prime historique est entachée de trois défauts :

- son calcul nécessite, vue la volatilité des rentabilités annuelles observées (des taux annuels de + 20 % ou - 20 % ne sont pas rares ⁽⁵⁾), des données sur une très longue période afin de réduire l'écart-type des observations et d'obtenir une moyenne pertinente ⁽⁶⁾. Même sur 75 ans, l'écart type théorique d'observations suivant une loi normale est de 2,5 %, ce qui veut dire qu'une prime de 5 %, par exemple, a autant de chance de se situer à 2,5 % qu'à 5 % ou à 7,5 %. Ainsi UBS ⁽⁷⁾ estime que la prime de risque pour les Etats-Unis calculée par Ibbotson ⁽⁸⁾ depuis 1926, souvent citée et utilisée (7,1 % en moyenne arithmétique et 5,2 % en moyenne géométrique), changerait d'un point si elle était calculée à partir de 1925 ou 1927.

- quand les marchés sont haussiers, comme depuis mars 2003, le taux de rentabilité historique obtenu croît et donc la prime de risque calculée comme une moyenne incluant des années récentes à (très) bonne performance augmente, au moment même où, du fait de la bonne conjoncture boursière, les taux de rentabilité exigés par les investisseurs baissent. De la même façon, lorsque les marchés sont baissiers (2000 à 2003), les taux de rentabilité obtenus sont négatifs et font donc baisser la moyenne historique qui les prend en compte. Au même moment, les exigences de rentabilité des investisseurs s'élèvent (ce qui explique une partie ou la totalité de la baisse). Ceci est donc totalement incohérent ;

- les calculs de rentabilité passée ignorent le cas des entreprises qui ont fait faillite sur la période étudiée puisque cette méthode ne s'intéresse qu'à l'évolution des cours des entreprises existantes aujourd'hui. Or le fondement d'un taux de rentabilité est bien la rémunération du risque qui peut faire qu'à un moment donné une entreprise fasse faillite. Il n'est donc pas surprenant que la méthode aboutisse à des chiffres de prime de risque plus élevés (7 % environ) que la méthode prospective (un peu en dessous de 4 % actuellement) puisqu'elle ignore le cas des investissements ayant eu une rentabilité de - 100 % (faillite). C'est comme si pour mesurer le niveau scolaire moyen des jeunes de 18 ans, on ne s'intéressait qu'à ceux qui ont eu le Bac... ⁽⁹⁾

⁽⁵⁾ Voir le chapitre 23 du Vernimmen 2005.

⁽⁶⁾ Dans leur livre, *The Equity Risk Premium*, Oxford University Press 2006, W. Goetzmann et R. Ibbotson ont essayé de calculer la prime de risque sur la période 1792 - 1925. Ils concluent sur une prime de risque de 2,72 % tout en indiquant que ce résultat est sujet à caution, compte tenu de la difficulté de mesurer le taux de l'argent sans risque aux Etats-Unis sur cette période marquée par plusieurs faillites de l'Etat américain (avant 1815).

⁽⁷⁾ The Wacc user's guide, mars 2005.

⁽⁸⁾ Voir le chapitre 23 du Vernimmen 2005.

⁽⁹⁾ Les spécialistes parlent du biais du survivant. Pour plus de détails voir *The equity risk premium*. B. Cornell, Wiley, 1999, page 61.

N° 56

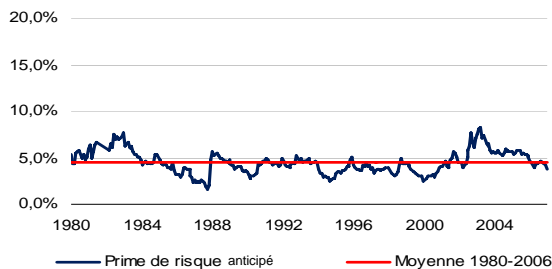
Mars – Avril 2007

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur

4. Une mise en œuvre des primes historiques incohérente

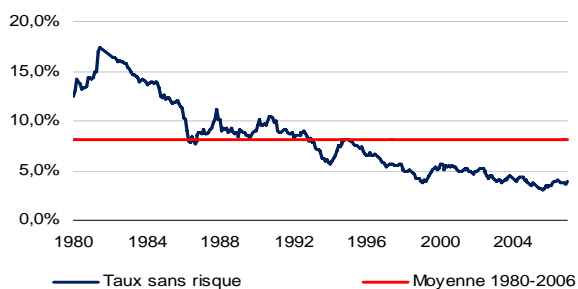
D'un point de vue pratique, on remarquera que ceux qui adoptent l'approche historique de la prime de risque, souvent parce qu'ils considèrent que la prime de risque actuelle est volatile, ce qui est vrai, oublient que le taux de l'argent sans risque l'est encore plus, comme l'observation depuis 1980 de la situation française l'illustre :

Evolution de la prime de risque anticipé



L'écart-type divisé par la moyenne est de 26 %.

Evolution du taux de l'argent sans risque



L'écart-type divisé par la moyenne est de 45 %.

Source : Associés en Finance.

Dès lors, les tenants de l'approche historique pourraient être fondés, utilisant le même argument de volatilité, à calculer un taux de l'argent sans risque moyen calculé sur longue période. Ils ne le font pas, car ils se rendent probablement compte de l'absurdité du résultat sur un paramètre, le taux de l'argent sans risque, que tout un chacun peut lire dans son quotidien.

De surcroît, il est incohérent, comme malheureusement souvent observé, de calculer la prime de risque ($E(r_m) - r_f$) avec un certain taux de l'argent sans risque et dans la formule $r = r_f + \beta \times (E(r_m) - r_f)$, de remplacer r_f par un chiffre différent de celui qui a servi au calcul de la prime de risque (car on ignore la plupart du temps quel est le taux sans risque qui a servi à calculer la prime de risque).

Enfin ceux qui ont une longue pratique des primes de risque anticipé savent que lorsque les taux d'intérêt montent, comme c'est le cas depuis quelque temps, que la prime de risque a plutôt tendance à baisser. Si bien que le taux de rentabilité exigé ne monte pas autant que ne le laisse supposer l'évolution du taux de l'argent sans risque, la prime de risque absorbant en partie la hausse des taux. Et vice-versa en cas de baisse des taux d'intérêt. Au total, le taux de rentabilité exigé par l'actionnaire, calculé avec une prime de risque anticipé est moins volatile que le taux de rentabilité calculé avec une prime de risque constante.

N° 56

Mars – Avril 2007

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur

5. Pour conclure

Comme notre lecteur l'aura compris, nous ne saurions trop lui déconseiller l'usage des primes de risque historiques dans une pratique opérationnelle de la finance. Par contre dans une perspective d'études historiques...

Comme il existe plusieurs sources disponibles de prime de risque anticipé et comme sur le très court terme (quelques jours à quelques semaines) elles peuvent être très volatiles pour des raisons techniques ⁽¹⁰⁾, on pourra calculer des moyennes entre ces différentes sources, sur une période de quelques mois (3 mois ?) ⁽¹¹⁾. En effet, des moyennes sur des durées plus longues risqueraient d'être déconnectées du marché. Ainsi, à titre d'exemple, un chiffre arrêté en juillet 2006 (sur la base d'estimations du 1er semestre 2006) a peu de chance d'être pertinent en avril 2007. En effet, depuis janvier 2006 le CAC 40, le Dow Jones et le S&P500 ont progressé de 16 à 19 % sans que les prévisions de résultats aient été révisées de cette ampleur. Parallèlement, les taux de l'argent sans risque ont monté sur la période en Europe de 80 points de base et de 45 points de base aux Etats-Unis, induisant une baisse de la prime de risque depuis cette période de l'ordre de 70 points de base.

Enfin nous sommes attristés de constater que des acteurs nouveaux dans le domaine de la finance, en particulier des experts en valorisation, trouvent utile de se réfugier derrière des études de primes historiques pour leurs travaux d'évaluation au seul prétexte qu'elles existent et qu'elles peuvent être montrées à un juge en cas de besoin. Comme si depuis 40 ans, d'autres, déjà cités dans cet article, ne faisaient pas l'effort de la recherche et de la rigueur intellectuelle dans ce domaine.

Ainsi un expert ne se grandit pas quand il retient en 2007, *ne varietur*, une prime de 5% basée sur une moyenne d'un échantillon de 30 études :

- dont une date d'avant 1965,
- dont certaines ne font que citer d'autres études de l'échantillon qui se trouvent ainsi doublement pondérées,
- dont deux études portent sur le marché danois (probablement parce-que « there is something rotten in the kingdom of historic risk premia! ») alors que le reste des sources porte essentiellement sur le marché américain,
- dont la même étude citée 2 fois parce qu'ayant changé de sponsor financier dans l'intervalle,
- dont des manuels de finance qui ne font que citer des travaux de chercheurs sans mener leurs propres recherches (nous sommes bien placés pour le savoir !), cités dans des éditions vieilles de plus de 15 ans et pourtant réactualisées régulièrement par leurs auteurs !

⁽¹⁰⁾ Les analystes révisent toujours leurs prévisions avec retard par rapport aux nouvelles informations et à leurs impacts sur les cours. Dès lors, à très court terme, l'ajustement de la variation du cours impacte fortement la prime de risque puisqu'à très court terme les prévisions de flux de trésorerie restent inchangées.

⁽¹¹⁾ Dans ce cas, il conviendrait de prendre aussi une moyenne des taux de l'argent sans risque sur 3 mois.

TABLEAU DU MOIS : Les 150 plus grands groupes non cotés

McKinsey et le Financial Times ont eu l'excellente idée d'identifier les 150 plus grands groupes non cotés mondiaux dont les cinquante premiers sont reproduits dans le tableau suivants :

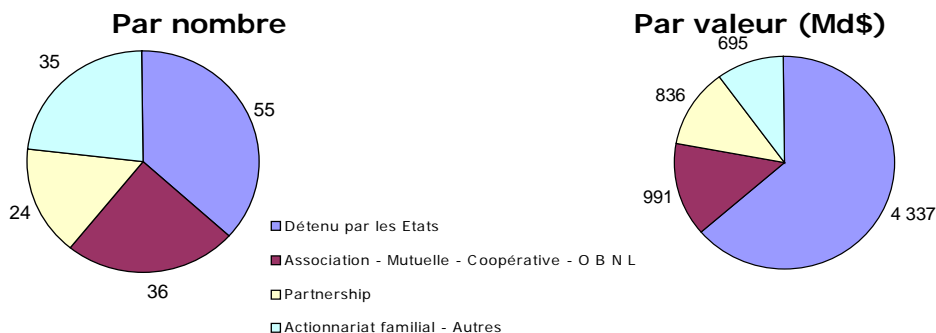
| | Société | Pays | Secteur | Valeur estimative au 31 décembre 2005 (\$bn) | Type d'actionariat |
|----|---|---------------------|------------------|--|---------------------|
| 1 | Saudi Aramco | Arabie Saoudite | Pétrole | 781 | Entreprise publique |
| 2 | Petróleos Mexicanos (Pemex) | Mexique | Pétrole | 415 | Entreprise publique |
| 3 | Petróleos de Venezuela SA | Vénézuela | Pétrole | 388 | Entreprise publique |
| 4 | Kuwait Petroleum Corporation | Koweït | Pétrole | 378 | Entreprise publique |
| 5 | Petroleum Nasional Berhad (Petronas) | Malaisie | Pétrole | 232 | Entreprise publique |
| 6 | Sonatrach | Algérie | Pétrole | 224 | Entreprise publique |
| 7 | National Iranian Oil Company | Iran | Pétrole | 220 | Entreprise publique |
| 8 | Japan Post | Japon | Poste | 156 | Entreprise publique |
| 9 | Pertamina | Indonésie | Pétrole | 140 | Entreprise publique |
| 10 | Nigerian National Petroleum Corporation | Nigeria | Pétrole | 120 | Entreprise publique |
| 11 | Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC) | Emirats Arabes Unis | Pétrole | 103 | Entreprise publique |
| 12 | INOC | Irak | Pétrole | 102 | Entreprise publique |
| 13 | Libya National Oil Company | Libye | Pétrole | 99 | Entreprise publique |
| 14 | Sparkassen-Finanzgrupp * | Allemagne | Banque | 98 | Association |
| 15 | State Grid Corporation of China | Chine | Electricité | 87 | Entreprise publique |
| 16 | Nippon Life Insurance Company | Japon | Assurance | 87 | Mutuelle |
| 17 | Kohberg Kravis Roberts Co | Etats-Unis | LBO | 83 | Partnership |
| 18 | Qatar Petroleum | Qatar | Pétrole | 78 | Entreprise publique |
| 19 | State Farm Mutual Automobile Insurance Company | Etats-Unis | Assurance | 76 | Mutuelle |
| 20 | European Investment Bank | Luxembourg | Banque | 73 | Entreprise publique |
| 21 | United States Postal services | Etats-Unis | Poste | 72 | Entreprise publique |
| 22 | Carlyle Group | Etats-Unis | LBO | 71 | Partnership |
| 23 | Norinchukin Bank | Japon | Banque | 66 | Coopérative |
| 24 | Rabobank | Pays-Bas | Banque | 62 | Coopérative |
| 25 | Blackstone Group | Etats-Unis | LBO | 60 | Partnership |
| 26 | Texas Pacific Group | Etats-Unis | LBO | 59 | Partnership |
| 27 | Permira Advisers LLP | Royaume - Uni | LBO | 54 | Partnership |
| 28 | Koch Industries | Etats-Unis | Conglomérats | 52 | Familial |
| 29 | Bain Capital, LLC | Etats-Unis | LBO | 49 | Partnership |
| 30 | Cargill, Inc. | Etats-Unis | Conglomérats | 48 | Familial |
| 31 | CVC Capital Partners Limited | Royaume - Uni | LBO | 46 | Partnership |
| 32 | Apollo Advisors, LP | Etats-Unis | LBO | 45 | Partnership |
| 33 | FMR Corp | Etats-Unis | Gestion d'actifs | 42 | Familial |
| 34 | Warburg Pincus LLC | Etats-Unis | LBO | 42 | Partnership |
| 35 | Boehringer Ingelheim GmbH | Allemagne | Pharmacie | 41 | Familial |
| 36 | Miji Yasuda Life Insurance Company | Japon | Assurance | 41 | Mutuelle |
| 37 | Dai-ichi Mutual Life Insurance Company | Japon | Assurance | 41 | Mutuelle |
| 38 | Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona ("la Caixa") | Espagne | Banque | 37 | O B N L * |
| 39 | Kaiser Permanente | Etats-Unis | Santé | 36 | O B N L * |
| 40 | Crédit Mutuel | France | Banque | 35 | Mutuelle |
| 41 | The Capital Group Companies | Etats-Unis | Gestion d'actifs | 35 | Partnership |
| 42 | Bertelsmann AG | Allemagne | Media | 34 | Familial |
| 43 | Groupe Caisse d'Epargne | France | Banque | 34 | Mutuelle |
| 44 | BC Partners Limited | Royaume - Uni | LBO | 34 | Partnership |
| 45 | Apax Partners | Royaume - Uni | LBO | 33 | Partnership |
| 46 | Egyptian General Petroleum Corporation | Egypte | Pétrole | 33 | Entreprise publique |
| 47 | China Development Bank | Chine | Banque | 33 | Entreprise publique |
| 48 | Cinven | Royaume - Uni | LBO | 32 | Partnership |
| 49 | Japan Racing Association | Japon | Loisirs | 32 | Entreprise publique |
| 50 | Caisse des Dépôts et Consignations | France | Banque | 32 | Entreprise publique |

* Organisation à But Non Lucratif.

Source : Financial Times (www.FT.com) and McKinsey.

Ces 150 groupes ont une valeur estimée à environ 7 000 Md\$, ce qui correspond à la capitalisation boursière de toutes les sociétés cotées sur Euronext et sur la bourse de Londres. McKinsey a estimé leur valeur de marché en faisant l'hypothèse que ces sociétés avaient la même structure financière et la même profitabilité que leur pairs. Ce qui explique pourquoi, par exemple, la Banque Européenne d'Investissement est valorisée à 79 Md\$, c'est-à-dire avec un PBR ⁽¹⁾ de 2, alors que sa rentabilité financière n'est que de 5 % avant impôts.

La plupart d'entre elles sont des sociétés détenues par des Etats :



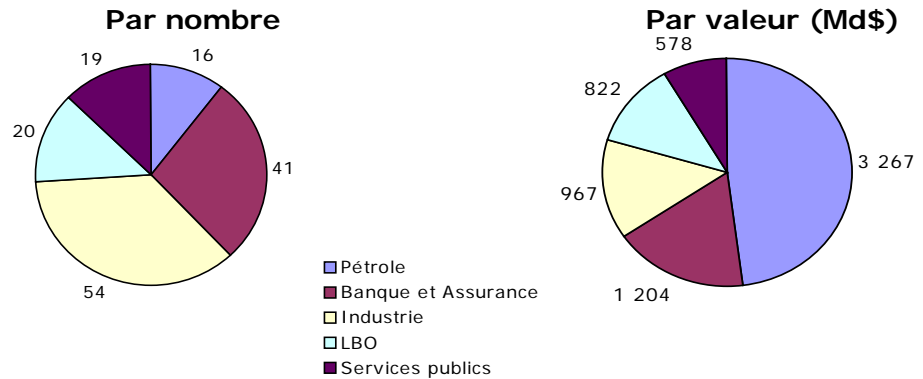
(1) Pour plus de détail sur le PBR, voir le chapitre 28 du Vernimmen 2005.

N° 56

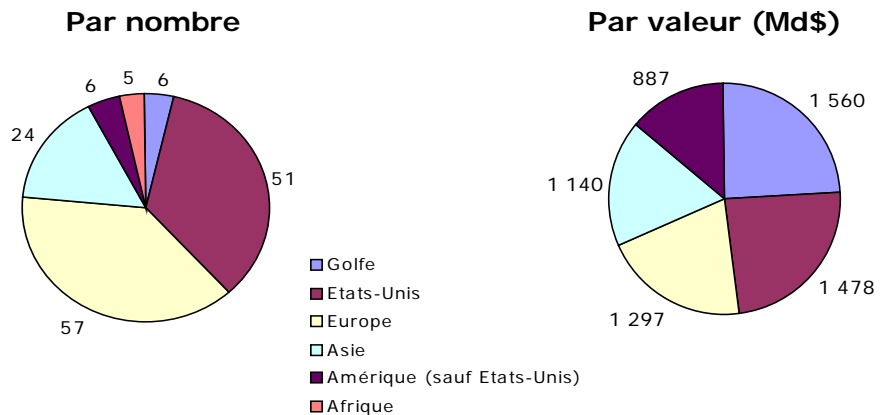
Mars – Avril 2007

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur

50% sont des groupes pétroliers qui occupent 12 et 13 premières places. La valeur total des fonds de LBO est proche de celle de la valeur totale des sociétés industrielles (qui regroupent toutes les sociétés à l'exception des sociétés pétrolières, de banques et d'assurances et des services publics). Par ailleurs, KKR, Carlyle, Blackstone, Texas Pacific et Permira sont tous plus grands que le plus grand groupe industriel non coté (Koch Industries).



Sans surprise, ce sont les Etats-Unis regroupent le plus grand nombre de sociétés non cotées mais le Golfe pour la valeur cumulée.



* * *

RECHERCHE : Concentration et rentabilité

Pour expliquer la rentabilité des actions d'une société cotée, on s'intéresse généralement aux variables financières susceptibles d'affecter ses risques (taille, ratio *Book-to-market...*) ⁽¹⁾. Des recherches ont aussi été effectuées pour relier cette performance aux caractéristiques du marché sur lequel l'entreprise vend ses produits. Nous présentons ici un article ⁽²⁾ qui montre empiriquement que les actions des entreprises opérant dans les secteurs les moins concentrés, c'est-à-dire ceux où cohabitent de nombreuses entreprises de tailles comparables, rapportent davantage que les autres.

⁽¹⁾ Pour plus de détails, voir le chapitre 25 du Vernimmen 2005.

⁽²⁾ K. Hou et D. Robinson, 2006, *Industry concentration and average stock returns*, Journal of Finance, vol.21 n°4.

N° 56

Mars – Avril 2007

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur

Sauf à considérer qu'il existe un comportement irrationnel des investisseurs en défaveur des secteurs les moins concentrés (expliquant le prix plus faible des actions de ce secteur et donc leur rentabilité plus élevée), ce lien entre concentration du secteur et rentabilité des actions est dû à un risque plus élevé des entreprises des secteurs les moins concentrés.

La théorie propose principalement deux arguments :

- suivant Schumpeter, l'innovation se fait par un processus de destruction créatrice : elle a lieu dans des secteurs peu concentrés, avec une forte concurrence. L'innovation est risquée et ce risque doit être rémunéré pour les investisseurs. Ainsi, si les actions des secteurs peu concentrés sont plus risquées, c'est parce que les entreprises de ces secteurs sont plus innovantes.

- l'autre explication vient de la capacité de réaction aux chocs : si un secteur est très concentré, c'est peut-être qu'il existe des barrières à l'entrée. Dans ce cas, les entreprises de ce secteur (en particulier celles en position dominante) ont une meilleure capacité de réaction aux chocs de demande par l'ajustement des prix. Moins risquées, elles justifient une rémunération plus faible.

L'étude empirique porte sur les actions cotées sur les grandes places boursières américaines (NYSE, Amex et Nasdaq) entre 1963 et 2001. Les actions des entreprises des 20% de secteurs les plus concentrés obtiennent des rentabilités de 4% inférieures à celles des 20% les moins concentrés. Il est particulièrement notable que ce critère de concentration s'ajoute (et ne se substitue pas) à ceux de la valorisation (*book-to-market*) ou de la taille de l'entreprise, depuis longtemps identifiés comme des critères de rentabilité. Il y a donc bien un effet spécifique à la concentration du secteur. Les liens entre marché des biens et rentabilité des actions restent à analyser plus avant, mais l'article montre que la prise en compte des caractéristiques sectorielles est utile pour expliquer la rentabilité des actions.

* * *

NOUVEAUTES : Les 100 mots de la finance

Dans la série des ouvrages *Les 100 mots ...*, les PUF ont eu l'intelligence de demander à Bertrand Jacquillat de sélectionner et de présenter les 100 mots de la finance.

Le résultat est un petit ouvrage de 128 pages (collection Que sais-je ?) qui peut se lire de l'alpha à l'oméga puisque l'auteur a eu la bonne idée de ne pas adopter une présentation alphabétique, mais thématique dont les différentes parties s'enchaînent avec élégance et dont le tout peut constituer le bréviaire en finance de l'honnête homme du 21ème siècle : l'économie malade de la finance ? Que nous disent les marchés ? Valoriser et créer de la valeur. Organiser les contre pouvoirs financiers de l'entreprise. Comme repasser le mistigri ? Dis-moi comment tu gères ? Sur quel terreau ?

Pour vous mettre en appétit avant de passer aux 1 473 mots du glossaire du site www.vernimmen.net !

N° 56

Mars – Avril 2007

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur

QUESTION ET REPONSE : Qu'est-ce qu'une Vendor due diligence (VDD) ?

Établie par un tiers indépendant, souvent cabinet d'audit, la Vendor Due Diligence permet de préparer la cession d'une entreprise. Un apport positif à la fois pour le vendeur et l'acheteur qui peut permettre de réduire la phase de négociation.

La Vendor Due Diligence (VDD) consiste en un audit de cession préparé par des tiers indépendants (services spécialisés des cabinets comptables, avocats) à la demande des actionnaires d'une entreprise à vendre et mis à la disposition des acquéreurs potentiels. Apparue initialement en Europe continentale il y a quatre à cinq ans dans des transactions impliquant des fonds d'investissement, la VDD est devenue une pratique courante au cours d'opérations de fusion-acquisition.

Que couvre la VDD ?

Une VDD couvre en général des aspects :

- opérationnels : description détaillée de l'activité et de ses risques ;
- comptables : principes suivis, organisation et contrôle interne ;
- financiers : analyse des comptes passés, du budget en cours et de sa réalisation, du plan d'affaires ;
- sociaux : organisation humaine, politique de rémunération, syndicalisation, passifs sociaux (retraites...) ;
- fiscaux, juridiques, environnementaux, informatiques : identification des risques.

Quels sont les objectifs recherchés ?

Côté vendeur, une VDD permet de prendre du recul par rapport à l'entreprise à céder, de mieux la connaître et de mettre en place rapidement les correctifs qui s'imposent avant de lancer le processus de cession : formalisation de contrats oraux, acquisition des participations minoritaires dans les filiales contrôlées, mise en place de procédures... Bref, une certaine mise au carré en plus d'un approfondissement de la connaissance de l'entreprise préparant la négociation de cession de contrôle. Il s'agit également d'éviter de se trouver en position de faiblesse dans la phase de négociation face à un acheteur qui aurait été le premier à détecter un problème non vu du vendeur.

Côté acquéreur – y compris ses conseils et pourvoyeurs de fonds –, la VDD facilite l'étude du dossier, surtout si l'acquéreur a un profil financier et qu'il ne connaît pas le secteur d'activité de l'entreprise. Le document de présentation de l'entreprise - "l'info memo" dans le jargon des jeunes banquiers d'affaires - dont la rédaction s'appuiera beaucoup sur la VDD, en sera plus précis et pertinent.

Elle a enfin pour but de crédibiliser le processus de cession, surtout auprès des fonds qui ont mis en place des procédures d'acquisition de type industriel, dans lesquelles la VDD est devenue un passage obligé. Celle-ci peut, en fonction des circonstances, réduire voire éliminer les *due diligences* comptables et juridiques complémentaires de l'acheteur avant la finalisation de l'acquisition.

N° 56

Mars – Avril 2007

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur

Elle a enfin pour but de crédibiliser le processus de cession, surtout auprès des fonds qui ont mis en place des procédures d'acquisition de type industriel, dans lesquelles la VDD est devenue un passage obligé. Celle-ci peut, en fonction des circonstances, réduire voire éliminer les *due diligences* comptables et juridiques complémentaires de l'acheteur avant la finalisation de l'acquisition.

Au prix d'un travail en amont souvent lourd et fastidieux (de 2 à 5 mois) qui passe nécessairement par une collaboration forte de la direction de l'entreprise, des opérationnels, des comptables et de ses juristes, la VDD permet d'accélérer le processus de découverte de l'entreprise par l'acheteur puis la négociation, deux phases qui ne doivent pas durer trop longtemps.

À qui s'adresse la VDD ?

La VDD est communiquée aux candidats acheteurs qui ont franchi le premier tour de la procédure sous la forme d'un rapport préliminaire, à condition qu'ils reconnaissent que l'auteur de la VDD n'a aucune obligation à leur égard s'ils ne deviennent pas l'acquéreur de l'entreprise à céder. Quand l'acheteur final est sélectionné, la version finale de la VDD lui est remise, pour autant qu'il signe une *reliance letter* par laquelle il accepte les termes de la mission confiée par le vendeur. L'acheteur obtient alors les mêmes droits que le vendeur à l'égard de l'auteur de la VDD.

Une VDD coûte entre 200 000 euros et 2 millions d'euros. Si sa valeur ajoutée peut difficilement être chiffrée précisément, il s'agit le plus souvent d'un bon investissement.

* * *

Au sommaire de la *Vernimmen.com Newsletter* de Mars 2007

- NEWS: Financial analysis of China Inc.
- THIS MONTH'S GRAPHS: Volatility and credit spread
- RESEARCH: CEO turnover after acquisitions
- Q&A: The Hart Scott Rodino Antitrust Improvements Act

Pour la consulter [cliquez ici](#)



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

ET DU SITE
WWW.VERNIMMEN.NET

Au sommaire du
prochain numéro :

- ACTUALITE : La
gestion des émissions
de carbone

- TABLEAU DU MOIS :
Volatilité et spread de
crédit

- RECHERCHE : La
valeur des liquidités

- QUESTION &
REPOSE : Les bons
Breton