



HOULIHAN LOKEY HOWARD & ZUKIN
INVESTMENT BANKING SERVICES

La pratique de l'évaluation financière

Diversité et Convergences

Novembre 2005

Los Angeles • New York • Chicago • San Francisco • Washington D.C. • Minneapolis • Dallas • Atlanta • London • Paris



Sommaire

- Le monde de l'évaluation est caractérisé par une grande diversité dans :
 - Les motivations des entreprises
 - Les approches mises en œuvre
 - Les intervenants
- ... mais il existe des facteurs de convergence puissants :
 - Les normes comptables et professionnelles
 - Les progrès de la science financière
 - Les acteurs des marchés financiers
- Les attestations d'équité sont une illustration de cette tension entre diversité et convergence
 - La diversité des pratiques
 - La tentation de la réglementation
 - L'émergence de l'opinion indépendante comme outil de décision du conseil



L'évaluation répond à des préoccupations très diverses pour les entreprises

- Évaluations à usage interne
 - « Compliance » fiscale ou comptable: restructurations internes, allocation de prix d'acquisition, test de dépréciation annuel, stocks-options, investissements des fonds...
 - Outil d'analyse : Décision d'investissement ou de désinvestissement; acquisition ou cession, systèmes de rémunération, gestion des attentes des investisseurs
- Évaluations à usage externe
 - Attestation d'équité ou évaluation indépendante dans le cadre d'opérations de marché, valorisation des OPCVM épargne salariale
 - Évaluation de préjudices, arbitrage ...
- La gestion du processus d'évaluation devient un enjeu majeur pour l'entreprise et ses conseils :
 - Cohérence entre l'évaluation des différents actifs (temporelle et absolue)
 - Cohérence des travaux d'évaluation pour un même actif
 - Réconcilier le résultat des méthodes utilisées
 - Vérifier la cohérence des hypothèses entre les différentes méthodes



La pratique a consacré de nombreuses techniques d'évaluation

- Approches intrinsèques
 - Valorisation à partir de la rentabilité et du risque de l'entreprise
 - De nombreuses techniques sont utilisées : DCF, APV, Options, Simulations Monte Carlo...
- Les erreurs d'application les plus fréquentes
 - Incohérence du taux d'actualisation avec les flux
 - Une sous-estimation ou une surestimation du risque
 - Un traitement inapproprié des économies fiscales
 - Une valeur terminale incohérente
- Approches analogiques
 - Valorisation sur la base de comparaisons avec d'autres entreprises
 - Simples ou sophistiquées: Multiples, régressions, multiples synthétiques
- Les erreurs d'application les plus fréquentes
 - Un échantillon d'entreprises dissemblables ou inutilisables
 - Des données financières hétérogènes
 - L'utilisation conjointe de plusieurs types de multiples
 - L'hypothèse de stationnarité et de linéarité



Les intervenants n'ont pas toujours les qualités et les compétences nécessaires

- Des compétences ...
 - Techniques d'évaluation
 - Finance d'entreprise
 - Compréhension du fonctionnement du marché financier
 - Expérience des transactions
 - Information comptable
 - Stratégie / Opérations
- ... et des qualités
 - Indépendance
 - « Senior level attention »
 - Réputation internationale
 - Procédures de qualité
- Loin d'être partagées par tous les intervenants ...
 - Banques d'affaires
 - Cabinets d'audit comptable
 - Cabinets spécialisés en évaluation
 - Conseils stratégiques
 - Analystes financiers
 - Experts personnes physiques
 - Académiques
- ... sur un marché français largement désorganisé
 - Absence d'une véritable profession d'évaluateurs
 - Un régulateur inquiet qui fait un constat pessimiste



Une pratique professionnelle convergente

- Des pratiques américaines structurées...
 - Des normes comptables précises et réalistes sur la valeur (ex : ED de Juin 2004 sur « fair value measurement » et la hiérarchie des valeurs)
 - Une profession soucieuse de trouver un consensus sur la pratique de l'évaluation (ASA, standards propres à la profession...)
- ...qui se diffusent progressivement en Europe
 - La généralisation du concept de « fair value » marque l'irruption de l'évaluation dans la comptabilité (IFRS 3, IAS 36...) alors même que comptabilité et finance sont largement antinomiques
 - Convergence croissante des normes IFRS et US GAAP (ex: sortie simultanée de la révision de l'IFRS 3 et du SFAS 141)
 - Des initiatives d'organisation de la profession d'évaluateur encouragées par les autorités de marché (Société Française des Évaluateurs)
- Aujourd'hui, le défi est de pratiquer des évaluations qui :
 - S'inscrivent dans le mouvement de convergence des normes comptables
 - Et qui se rapprochent de la réalité opérationnelle et financière des entreprises



Les progrès de la recherche financière nourrissent la qualité des évaluations

- La recherche financière permet d'encadrer la subjectivité de l'expert sur de nombreux points ...
 - La flexibilité managériale et le risque intrinsèque de l'entreprise
 - L'impact de la gouvernance d'entreprise
 - Le contrôle des dirigeants, les rémunérations et les bénéfices privés,
 - L'exécution stratégique,
 - La qualité de l'information financière et non financière
 - Les mécanismes de marché et les anticipations des investisseurs
 - L'impact du financement et de la sphère financière sur l'entreprise
- ...même si la vitesse de diffusion reste encore réduite
 - Les entreprises sont souvent les premières avec les stratégies à tester de nouvelles approches
 - Les experts US s'adaptent avec la jurisprudence grâce à des juges plus sophistiqués qu'en Europe
 - Les avancées académiques américaines se diffusent souvent plus vite en Europe qu'aux EU.



Un intérêt croissant des acteurs du marché à l'égard des évaluations

- Les entreprises les plus importantes sont attentives à la qualité des évaluations ...
 - Cotation sur des marchés financiers étrangers (en particulier US)
 - Responsabilité croissante des administrateurs et montée en puissance des comités d'audit
 - Transparence financière accrue
- ...d'autant qu'elles doivent faire face à un environnement plus exigeant:
 - Des actionnaires minoritaires compétents et organisés
 - Des analystes financiers et des agences de rating indépendants
 - Des régulateurs plus interventionnistes
 - Des juges qui pourraient se réveiller grâce à des lois et des pratiques plus précises

- Cet intérêt s'explique par la montée du risque actionnarial qui devient un risque majeur pour l'entreprise





L 'avis d'équité n'est pas une fairness opinion

- L'avis d'équité à la française

- Cadre légal (retrait obligatoire, loi de 1993)
- Mission réglementée
- Prix supérieur ou égal à la valeur de l'action
- Revue de travaux d'évaluation de la banque et appréciation
- Analyse des techniques utilisées (vérification)
- Cabinets comptables
- Risque faible
- Expert doit être indépendant
- Motivation : application de la réglementation

- La fairness opinion américaine

- Cadre jurisprudentiel (Smith v. Van Gorkom, 1985)
- Mandat défini par le Conseil
- Résultat de la transaction « fair » d'un point de vue financier
- Revue d'une transaction et évaluation
- Analyse du processus, du contexte et valorisation
- Banques d'affaires
- Risque fort
- L'expert peut être engagé
- Motivation : atténuer la responsabilité des administrateurs



La future réglementation française sur les attestations d'équité ...

- Le rapport Naulot devrait être intégralement repris dans le Règlement de l'AMF et ses recommandations
 - Une extension des circonstances dans lesquelles une attestation d'équité est obligatoire : conflits d'intérêts, avantages particuliers aux dirigeants, opérations complexes...
 - Une véritable évaluation doit être conduite (avec une critique des plans d'affaires utilisés).
 - L'attestation d'équité bénéficie d'une appellation contrôlée.
 - L'expert doit être indépendant à l'égard de l'initiateur et de ses conseils et compétent.
 - Il travaille pour le conseil d'administration de la cible. Il n'est plus agréé par l'AMF, mais son travail fait l'objet d'un contrôle à posteriori.
 - Le conseil d'administration a une responsabilité centrale dans le processus de sélection de l'expert et dans la réalisation de sa mission
- Ces mesures sont destinées à :
 - Renforcer l'information des actionnaires et du conseil d'administration
 - Donner à l'AMF la possibilité de critiquer plus facilement les travaux d'évaluation



...ne répond que partiellement aux nombreux besoins des conseils

- La gestion des conflits d'intérêt et l'analyse des bénéfices privés
- L'identification et les raisons de la mise à l'écart des alternatives possibles (avec leur impact sur la valeur de l'entreprise)
- La valorisation de différents scénarios d'intégration, des synergies, des options de croissance
- L'analyse des éventuelles opérations connexes et leur conséquences sur la valeur
- L'intégration des conclusions des « due-diligences » dans la valorisation
- Les risques intrinsèques de l'opération (juridiques, fiscaux, opérationnels financiers ...) et leur gestion active
- L'analyse du financement de l'opération et son impact sur l'entreprise
- Les conséquences immédiates et différées sur les comptes et l'information financière des marchés
- Les conséquences de l'opération sur les anticipations des investisseurs



Les opinions indépendantes devraient se développer avec la gouvernance d'entreprise

- L'opinion indépendante est destinée à donner au conseil d'administration une opinion externe indépendante sur :
 - La qualité du processus de transaction
 - Les implications financières de sa conclusion pour l'entreprise et les parties concernées
 - Les risques encourus par les administrateurs et la société
- Travail effectué pour le compte du conseil, en parallèle à celui des conseils de l'opération, pour lui donner un éclairage complémentaire et indépendant
- Les diligences sont effectuées en étroite coordination avec le comité chargé de la transaction qui fixe la mission et organise l'environnement de travail
- Il ne s'agit pas d'une attestation d'équité, même si le traitement des minoritaires fait l'objet d'une analyse approfondie
- Un coût modeste au regard des enjeux



Le déroulement d'une opinion indépendante

- Le processus
 - Intervention en amont de la décision (idéalement un mois avant celle-ci)
 - Approche pluridisciplinaire et intégrée offerte par des spécialistes (Banquiers d'affaires, Juristes / Fiscaliste corporate finance, Évaluateurs)
- Le déroulement
 - Interviews des dirigeants et des conseils
 - Analyse des travaux juridiques et financiers relatifs à l'opération
 - Analyses complémentaires pour valider ou compléter les travaux des dirigeants
 - Conclusions préliminaires présentées au comité ad hoc
 - Rédaction d'un rapport de synthèse sur les conséquences financières de l'opération (risque, création et répartition de la valeur créée ou détruite)
 - Présentation des conclusions au Conseil



Les points d'analyse couverts dans une opinion indépendante

- Quelle est la valeur de la transaction proposée?
 - Comment le prix (reçu ou versé) se compare-t-il à la valeur de l'actif (vendu ou acquis) ?
 - Comment se répartit-il entre les différentes parties intéressées ?
 - Quel est l'impact sur la valeur globale de l'entreprise ?
- Est-ce que les termes de la transaction sont raisonnables pour l'entreprise ou ses actionnaires?
 - La structure financière, légale, comptable, fiscale de la transaction optimise-t-elle ses chances de succès?
 - Est-ce que le mode de paiement est avantageux pour l'entreprise ou ses actionnaires?
 - La répartition de la valeur est-elle équitable d'un point de vue financier ?
- La valeur des différentes alternatives a-t-elle bien été appréhendée?
 - Acquisition d'un autre actif ou vente à un acheteur différent
 - Maintien du status-quo
 - Structures alternatives



Les apports de l'opinion indépendante

- Amélioration de l'information des administrateurs
 - Diversification des sources : analyse indépendante
 - Synthèse juridico-financière de l'opération
- Enrichissement du débat au sein du conseil
 - Mise en évidence des alternatives
 - Analyse du risque et de la valeur créée ou détruite par l'opération
- Amélioration de la prise de décision
 - Les administrateurs peuvent contribuer pleinement à la décision
 - Opportunité pour la direction de vérifier qu'un oubli majeur n'a pas été fait
- Protection des administrateurs
 - Vigilance et diligence renforcée
 - Délibération avec l'ensemble des paramètres disponibles
- Garantie de qualité pour les investisseurs
 - Qualité et intégrité de la décision prise



HOULIHAN LOKEY HOWARD & ZUKIN
INVESTMENT BANKING SERVICES

- Fondée en 1970, Houlihan Lokey Howard & Zukin est une banque d'investissement spécialisée dans les domaines d'expertise suivants: les attestations d'équité, le conseil en fusions-acquisitions et le conseil en restructuration financière. En 2004, HLHZ a été classé par Thompson Financial numéro 1 des conseils en fusions acquisitions aux Etats-Unis pour les opérations inférieures à 500 millions de dollars. Depuis cinq ans la firme est le numéro 1 dans l'émission d'attestations d'équité. Enfin, elle possède l'équipe de restructuration financière la plus importante des Etats-Unis. HLHZ emploie plus de 650 professionnels répartis dans dix bureaux à travers les Etats-Unis et l'Europe (Londres et Paris). Elle assiste chaque année plus de 1000 clients de toutes tailles.
- Houlihan Lokey Howard & Zukin est une des rares banques dans le monde qui possède une équipe dédiée aux évaluations financières. Plus de 130 professionnels dans le monde interviennent dans un large éventail de situations et de transactions, tant par leur type que leur taille comprenant notamment:
 - Les attestations d'équité dans le cadre d'opérations financières
 - Les attestations d'équité associées aux programmes d'actionnariat salarié
 - Les opinions de solvabilité
 - Les valorisations d'entreprises
 - Les évaluations de préjudice dans le cadre de litiges ou de contentieux.
 - Les analyses de dépréciation de valeur pour les besoins comptables et d'information financière.
 - Les allocations de prix d'acquisition
- Houlihan Lokey a délivré près de 450 attestations d'équité au cours des 5 dernières années, sur des opérations très diverses comprenant aussi bien des prises de contrôle, des recapitalisations, des ventes de titres ou des achats par effet de levier.



Jrerule@hlhz.com

15/17 rue Auber

75009 Paris

+ 33 1 75 00 14 03

+ 33 6 81 83 10 50



Annexes

- Références récentes de Houlihan Lokey Howard & Zukin
- « L'attestation d'équité au cœur de la gouvernance », Jean-Florent Rérolle, Échanges, Août-Septembre 2005
- « Les multiples, méthode d'évaluation ou décryptage ? », Jean-Florent Rérolle, Les Echos, 17 novembre 2005.

