



HOULIHAN LOKEY HOWARD & ZUKIN
INVESTMENT BANKING SERVICES

Contrôle interne, gouvernance d'entreprise et valeur

Le contrôle interne crée-t-il de la valeur ?

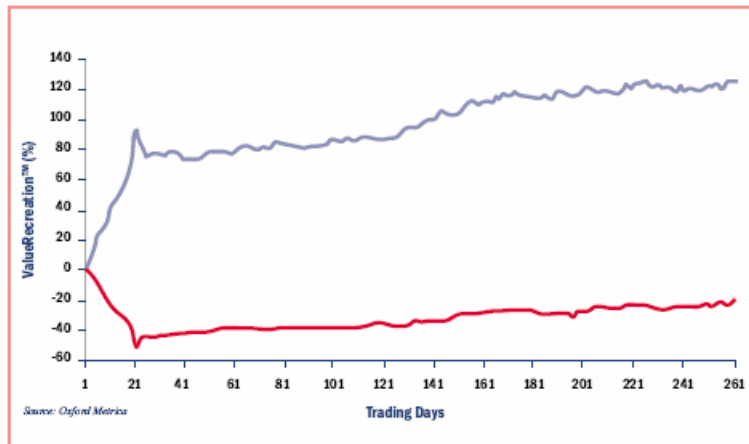
16 mai 2006

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



Une entreprise cotée doit maîtriser son risque actionnarial

- Etude E&Y/Oxford Metrica (2002)
 - Analyse des Global 1000 sur la période 1996-2001
 - 40% ont connu au moins une chute de plus de 30% sur une période de 20 jours par rapport au reste du marché
 - La décote persiste après 12 mois

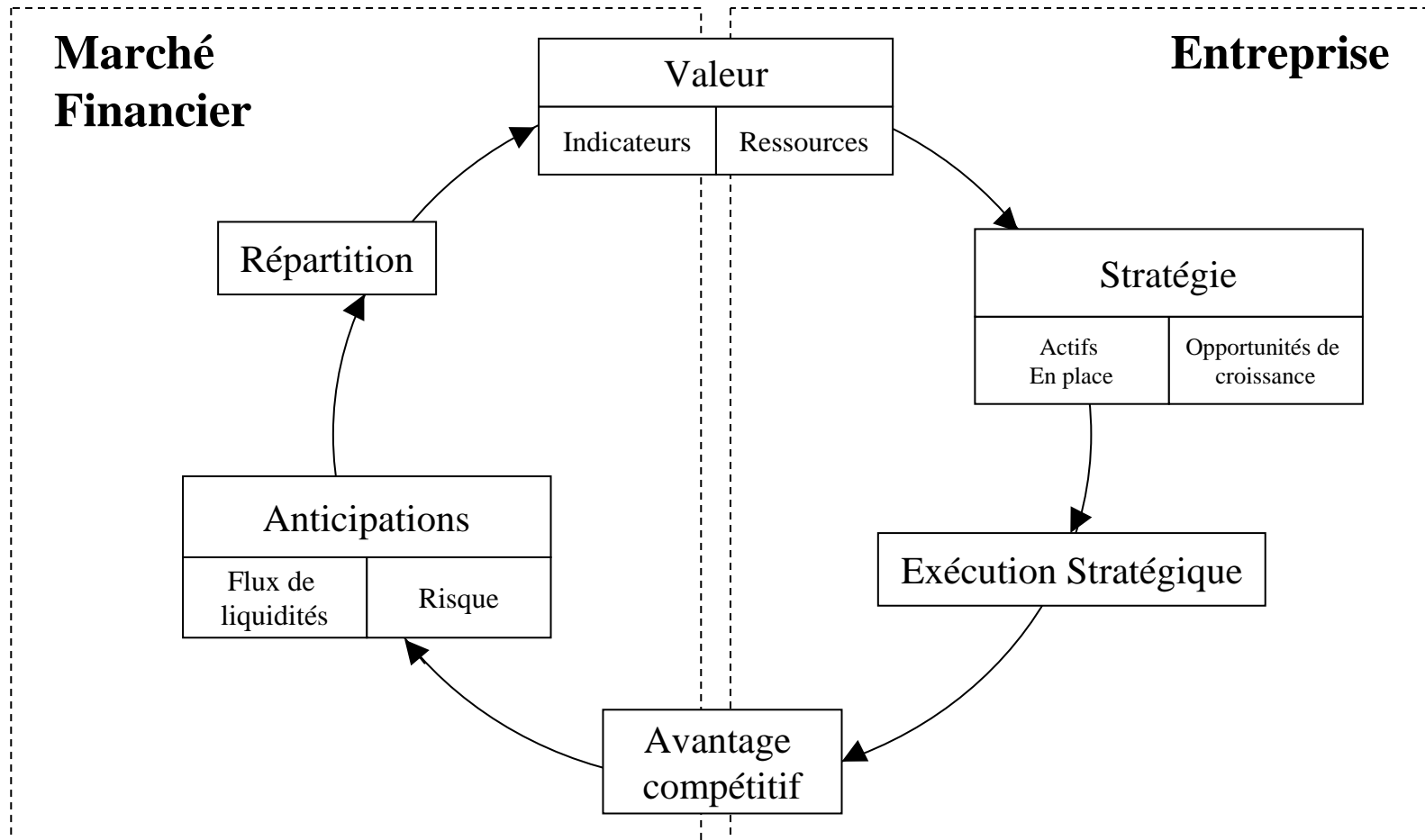


- Principales causes d'une baisse brutale du cours :
 - Stratégique (structure de marché, compétition, technologie)
 - Communication et reporting
 - Exécution stratégique





La mécanique de la création de valeur sur les marchés financiers





Les paramètres de l'anticipation

- Alfred Brittain : « Vous pouvez avoir la meilleure stratégie du monde: l'exécution fait 90 % du succès »
- (Une stratégie ambitieuse + une exécution incertaine) < (une stratégie modeste + exécution brillante)
- Deux questions : Quels cash flows futurs ? Quel degré de confort ?
- La confiance est clé





L'enjeu du Gouvernement d'entreprise est de susciter la confiance des actionnaires

Le Gouvernement d'entreprise est l'ensemble des mécanismes qui encadrent le processus de création et de répartition de la valeur

Mécanismes de la Gouvernance

- **Processus décisionnel**
- **Processus de contrôle**
- **Information** et pouvoirs des actionnaires
- Evaluation et rémunérations
- **Comportements**

Facteurs de confiance

- **Responsabilité**
- **Efficacité**
- **Transparence**
- Equité
- **Ethique**

Décisions critiques

- Création de valeur
- Maîtrise du risque
- Répartition de la valeur

Le contrôle interne est l'un des éléments les plus tangibles et les plus normés des mécanismes de la gouvernance



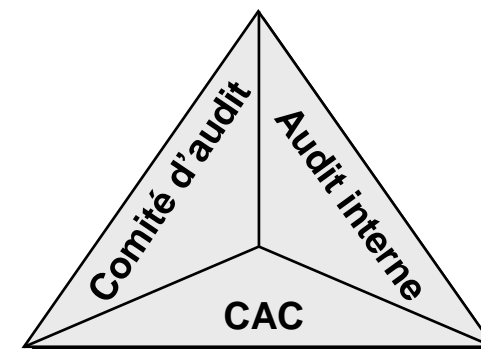
Les deux finalités actionnariales du contrôle interne

Une information fiable

- Un consensus international en faveur d'un renforcement du contrôle interne
 - Genèse : les scandales financiers
 - Des législations pour éviter la fraude et protéger l'investissement
- Un impératif légal : l'alignement des entreprises françaises sur les standards internationaux:
 - Rapport sur les procédures de contrôle interne et Revue des CAC
 - Originalité française : le rapport doit porter sur TOUS les aspects du contrôle interne
- Relativiser :
 - Données historiques
 - Importance des intangibles

Une meilleure exécution stratégique

- Le comité d'audit devient essentiel et ses responsabilités sont précisées
 - Suivi du processus d'élaboration de l'information financière
 - Contrôle de l'efficacité des systèmes de contrôle interne
 - Audit interne
 - Gestion des risques
- Un triangle vertueux





Une bonne gouvernance crée de la valeur pour l'actionnaire

- L'impact de la gouvernance sur la valeur :
 - Gompers et autres (2001):
 - 1500 entreprises; 1990-1999 : rentabilité annuelle
 - Portefeuille "shareholder friendly": 23,1% (x7)
 - Portefeuille "manager friendly": 14% (x3,4)
 - McKinsey, 2002 : les investisseurs institutionnels sont prêts à payer une prime de 12 à 14% pour les entreprises qui adoptent les meilleures pratiques de gouvernance
- Etude spécifique sur l'impact du contrôle interne* : 50 à 150 points de base sur le coût du capital.
 - Entreprises ayant des déficiences ont un risque systématique et spécifique et un coût du capital supérieur
 - L'annonce d'un correctif se traduit par une diminution du coût du capital
 - Deux effets :
 - Direct : réduction de la volatilité des cash-flows
 - Indirect : amélioration de la qualité des décisions prises

*Ashbaugh-Skaife, Hollis, Collins, Daniel W., Kinney, Jr., William R. and LaFond, Ryan, "The Effect of Internal Control Deficiencies on Firm Risk and Cost of Equity Capital" (April 13, 2006)



Les créanciers sont aussi attentifs que les actionnaires à la qualité du contrôle interne

- Exemple de Moody's :
 - Distinction entre deux catégories de déficiences
 - Catégorie A : déficiences compensées par effort supplémentaire de l'auditeur
 - Catégorie B : déficiences touchant :
 - L'environnement de contrôle
 - Le comité d'audit
 - La fonction d'audit interne et de risk management
 - Le processus de reporting financier
 - Reconsidération de la notation en cas de déficience de catégorie B
 - La nature de la déficience (le « tone at the top » est-il en cause?)
 - L'attitude du management (transparence sur le problème et volonté de le résoudre)
 - L'engagement du management en faveur d'un contrôle fort
 - L'historique du management (sa capacité à changer)



Conclusion : « compliance » ou confiance ?

- La qualité de l'information financière est une obligation et non une vertu. La valeur vient de la qualité de la gestion pas de la « compliance »
- Le contrôle interne est un élément clé de la gouvernance car il rassure les investisseurs sur la qualité de l'exécution stratégique (confiance)
- Avoir mis en place un contrôle interne de qualité n'est pas suffisant
 - Communication sur l'impact sur les comportements et les décisions
 - Il faut démontrer que cela marche par les résultats
- La vraie question : comment aller au-delà du minimum requis (qui est ou sera partagé par tous les acteurs) ?
 - Culture de contrôle qui aille au-delà de la fiabilisation des comptes (comme la réglementation française nous y invite)
 - Management des risques



HOULIHAN LOKEY HOWARD & ZUKIN
INVESTMENT BANKING SERVICES

Annexe

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



Houlihan Lokey Howard & Zukin

- Banque d'investissement créée en 1970
- 750 personnes, 11 implantations (dont Londres, Paris et Francfort)
- 3 métiers:
 - Evaluations financières : n°1 en fairness opinions depuis 6 ans
 - Conseil en Fusions-Acquisitions et recherche de financement : n° 1 dans les opérations de « middle market » aux Etats-Unis
 - Conseil en restructuration de dettes : leader dans le conseil des créanciers
- Positionnement original
 - Indépendance
 - Technicité
 - Spécialistes de la valeur et de sa répartition entre les différentes couches de capital



Houlihan Lokey Howard & Zukin



 <p>“Debt-for-Equity-Swap” / Conseil des teneurs d’OCEANES</p> <p>Juin 2004</p>	 <p>Conseil du EWF pour un schéma d’actionnariat salariés</p> <p>2004</p>	 <p>Conseil des créanciers seniors d’Euro Disney dans le cadre de la restructuration financière du groupe</p> <p>Septembre 2004</p>	 <p>Conseil des obligataires dans le cadre de l’offre d’échange des OCEANES 2005</p> <p>Octobre 2004</p>	 <p>Services de valorisation liés aux tests de “Goodwill Impairment” dans le cadre des règles comptables américaines, françaises et internationales</p> <p>Février 2005</p>	 <p>Attestation d’équité rendue au Comité d’Administration de Fortune Brands, Inc dans le cadre de l’acquisition du portefeuille de marques compris dans le rachat par Pemod Ricard de Allied Domecq</p> <p>Mai 2005</p>
 <p>Conseil de Deutsche Bank dans le rachat de la dette bancaire du Groupe</p> <p>Novembre 2005</p>	 <p>Conseil de Modamax (Financière Addax) dans le cadre du rachat de 10.4% du capital de Camaiou à Castlerigg Master Investments Ltd. (dirigé par Sandell Asset Management Corp.)</p> <p>Décembre 2005</p>	 <p>Conseil des créanciers seniors dans le cadre de la recapitalisation du groupe</p> <p>Mars 2006</p>	 <p>Conseil d’un créancier dans le cadre de la restructuration financière du groupe</p> <p>En cours</p>	 <p>Conseil d’un acheteur potentiel de CFGomma Barre Thomas et de sa filiale polonaise</p> <p>En cours</p>	 <p>Conseil du Gouvernement Français sur la situation Eurotunnel</p> <p>En cours</p>



HOULIHAN LOKEY HOWARD & ZUKIN

INVESTMENT BANKING SERVICES

www.hlhz.fr

JEAN-FLORENT RÉROLLE

Managing Director

jrerolle@hlhz.com

Direct Fax Mobile
+33 1 75 00 14 03 • +33 1 75 00 14 99 • +33 6 81 83 10 50

15/17, rue Auber • 75009 Paris

Houlihan Lokey Howard & Zukin (Europe) Limited, Paris Branch