



**HAL**  
open science

# La création de valeur lors d'une Due Diligence. La pratique de la Due Diligence est-elle créatrice de valeur dans le cadre d'une fusion-acquisition ?

Nicolas Pulcherie

## ► To cite this version:

Nicolas Pulcherie. La création de valeur lors d'une Due Diligence. La pratique de la Due Diligence est-elle créatrice de valeur dans le cadre d'une fusion-acquisition ?. Gestion et management. 2016. dumas-01443449

**HAL Id: dumas-01443449**

**<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-01443449>**

Submitted on 23 Jan 2017

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0 International License



Mémoire de stage

## **La création de valeur lors d'une Due Diligence**

**La pratique de la Due Diligence est-elle  
créatrice de valeur dans le cadre d'une  
Fusion-Acquisition ?**



**Présenté par : PULCHERIE Nicolas**

**Nom de l'entreprise : BBM Baker Tilly**

**Tuteur entreprise : CHAZEAU Marie-Lise**

**Tuteur universitaire : BIHR Marie-Hélène**

**Master 2 Pro. FI  
Master Finance  
Spécialité Audit et Contrôle  
2015 - 2016**





Mémoire de stage

## **La création de valeur lors d'une Due Diligence**

**La pratique de la Due Diligence est-elle  
créatrice de valeur dans le cadre d'une  
Fusion-Acquisition ?**



**Présenté par : PULCHERIE Nicolas**

**Nom de l'entreprise : BBM Baker Tilly**

**Tuteur entreprise : CHAZEAU Marie-Lise**

**Tuteur universitaire : BIHR Marie-Hélène**





Avertissement :

Grenoble IAE, au sein de l'Université Grenoble Alpes, n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les mémoires des candidats aux masters en alternance : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Tenant compte de la confidentialité des informations ayant trait à telle ou telle entreprise, une éventuelle diffusion relève de la seule responsabilité de l'auteur et ne peut être faite sans son accord.

# DECLARATION ANTI-PLAGIAT

Ce travail est le fruit d'un travail personnel et constitue un document original. Je sais que prétendre être l'auteur d'un travail écrit par une autre personne est une pratique sévèrement sanctionnée par la loi.

Je m'engage sur l'honneur à signaler, dans le présent mémoire, et selon les règles habituelles de citation des sources utilisées, les emprunts effectués à la littérature existante et à ne commettre ainsi aucun plagiat.

NOM, PRENOM

Pulchérie Nicolas

DATE, SIGNATURE

Le 26/08/2016

à Valence





## Autorisation de diffusion électronique d'un travail universitaire de niveau Master

### L'AUTEUR

Je soussigné(e) Nicolas Pulchérie

Courriel pérenne : nicepulch@gmail.com

**Attention** : courriel à signaler si vous souhaitez le diffuser sur DUMAS

**N'AUTORISE PAS** la diffusion de mon mémoire

**AUTORISE** la diffusion de mon mémoire en texte intégral sur la base DUMAS  
(Diffusion sur le web et accessibilité libre et universelle)

Diffusion immédiate du mémoire

Diffusion différée du mémoire : date de mise en ligne : .....  
(Embargo possible sur l'accès au texte intégral entre 15 jours et 10 ans  
Pendant cette période, seule une notice bibliographique est visible)

Je certifie que :

- mon mémoire est exempté d'éléments non libres de droit ou qui pourraient porter atteinte au respect de la vie privée.
- conformément à la loi "Informatique et libertés" du 6 janvier 1978 modifiée en 2004, je pourrai à tout moment demander modifier l'autorisation de diffusion que j'ai donnée par l'envoi d'une simple lettre ou un courriel au service documentaire de l'IAE.
- je renonce à toute rémunération pour la diffusion effectuée dans les conditions précisées ci-dessus.
- j'agis en l'absence de toute contrainte.

Fait à Valence, le 25/08/2016

Signature de l'étudiant(e)  
Précédée de la mention « bon pour accord »

Bon pour Accord

# REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier toutes les personnes ayant contribué au succès de mon stage ainsi qu'à la bonne rédaction de ce mémoire.

Premièrement mes remerciements vont au Cabinet BBM – Baker Tilly pour l'intégration et la qualité de l'apprentissage que j'ai reçu tout au long de mon stage ainsi que la possibilité d'effectuer mes premiers pas dans l'audit financier.

Je remercie également l'IAE Grenoble d'une part, et l'Université Grenoble-Alpes d'autre part pour la qualité des enseignements que j'ai suivis durant les 5 années de Licence et de Master.

Je remercie également ma tutrice universitaire, Madame Marie-Hélène BIHR ainsi que ma tutrice au sein du cabinet BBM – Baker Tilly, Madame Marie-Lise CHAZEAU et le Directeur de l'audit, Monsieur Antoine SIRAND.

# SOMMAIRE

<b>AVANT-PROPOS</b> .....	<b>8</b>
<b>INTRODUCTION</b> .....	<b>11</b>
<b>PARTIE 1 : - LA DUE DILIGENCE – COMPOSITION ET DESCRIPTION</b> .....	<b>16</b>
I. De quoi s’agit-il ? .....	17
II. Qui sont les acteurs concernés .....	19
III. Quand la réaliser ? .....	19
IV. Où la réaliser ? .....	20
V. Pourquoi la réaliser .....	22
<b>PARTIE 2 - LA CREATION DE VALEUR FINANCIERE</b> .....	<b>24</b>
I. L’économic value added – EVA .....	25
II. le cout moyen pondere du capital - CMPC .....	26
III. Le Modèle d’Evaluation des Actifs Financiers.....	30
IV. Développement sur la Due Diligence.....	34
<b>PARTIE 3 - APPLICATION ET ILLUSTRATION DU MODELE</b> .....	<b>40</b>
I. Définition des motivations .....	41
A. Société 1 .....	41
B. Société 2 .....	42
C. Société 3 .....	42
II. Réalisation de la Due Diligence .....	44
A. Société 1 .....	44
B. Société 2 .....	45
C. Société 3 .....	46
III. Conclusion de l’opération et création de valeur .....	48
A. Société 1 .....	48
B. Société 2 .....	48
C. Société 3 .....	49
D. Création de valeur de la pratique de la Due Diligence .....	49
<b>CONCLUSION</b> .....	<b>51</b>

# AVANT-PROPOS

Ce mémoire a été écrit dans le cadre du Master Finance – spécialité Audit et Contrôle (de gestion et interne) à l'IAE de GRENOBLE, plus précisément lors du stage de fin d'études en tant qu'Auditeur Junior au sein d'un cabinet grenoblois de commissariat aux comptes. J'ai également effectué, avant ce diplôme et ce stage, une Licence de Sciences Economiques et de Gestion à l'Université Grenoble-Alpes.

Le stage de fin d'études effectué chez BBM – Baker Tilly m'a permis de mettre en application les connaissances théoriques acquises lors de mon cursus universitaire. Il m'a également permis de découvrir le monde de l'audit financier qu'il soit légal (la certification des comptes principalement) ou contractuel (Audit acquisition par exemple). Bien qu'ayant principalement participé à des missions légales j'ai choisi d'écrire sur un sujet en rapport avec l'audit contractuel, à savoir la Due Diligence.

Cette partie de l'audit financier ne dispose pas, du moins en France, de la même législation et des normes applicables que la partie légale. De ce fait elle constitue, selon moi, un ensemble de sujets pour lesquels le professionnel peut encore décider pleinement de la manière de parvenir à ses objectifs ou ceux fixés par son client. C'est sur cet axe que j'ai orienté mon étude.

Ce mémoire aura donc pour principal sujet l'audit financier et le commissariat aux comptes dans sa partie contractuelle. Il sera également composé d'une forte dominante en finance et en économie, matières faisant parties intégrantes de l'ensemble de mon cursus universitaire.

Le sujet du mémoire a pour objectif de nous questionner et ainsi d'amener une réponse théorique possible à l'existence ou non de la création de valeur ajoutée de la pratique de la Due Diligence, service proposé par les cabinets de commissariats aux comptes et d'expertises comptables entres autres.

En partant du constat que cette pratique a un coût non négligeable, qu'elle est omniprésente dans presque la totalité des opérations de Fusions-Acquisitions et que ces opérations se soldent majoritairement par des échecs, nous sommes en droit de nous demander s'il y a un apport quelconque de cette pratique et si oui, quel est-il ?

En partant du postulat que la création de valeur ajoutée sera à destination des propriétaires de la société initiatrice de l'opération, à savoir ses actionnaires, nous avons tout naturellement choisi de formaliser ladite création de valeur grâce à un modèle mesurant la création de valeur pour l'actionnaire.

Il est également important de préciser que dans ce mémoire qui traite d'opérations de Fusions-Acquisitions, nous assimilerons ces dernières à un simple achat partiel ou total des titres de propriété (Actions ou Parts) d'une société (vendeuse, achetée, absorbée...) par une autre (acheteuse, absorbante...). Cela nous permettra de nous affranchir des contraintes légales des opérations de ce type ainsi que des cas particuliers possibles.

Il convient également de préciser que les termes « création de valeur, valeur ajoutée et création de valeur ajoutée » renvoient au même concept de la théorie financière et économique et peuvent être, dans notre réflexion, interchangeables.

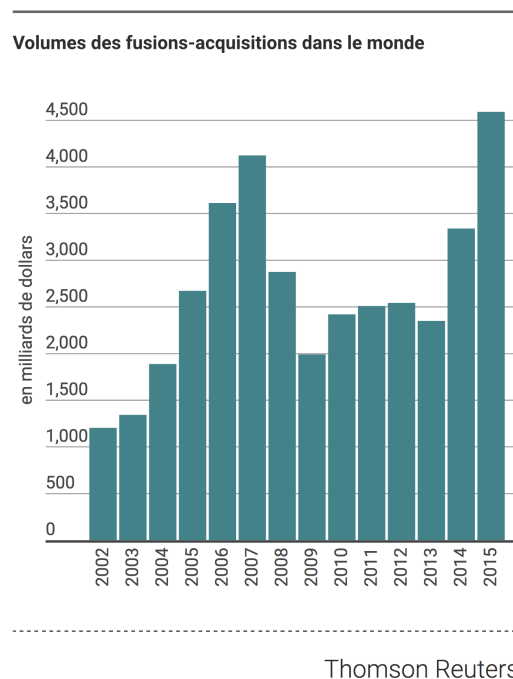
# INTRODUCTION

Lors de l'année 2015, les volumes des Fusions-Acquisitions ou Mergers & Acquisitions en anglais, ont dépassé les records historiques de 2007 d'avant la crise financière en faisant approximativement + 11%.

La tendance illustrée par le graphique ci-contre est pour le moins troublante sachant que si nous faisons abstraction des différentes crises financières (Bulle internet et la crise dite des « Subprime » plus récemment) le volume des opérations de Fusions-Acquisitions n'a cessé de croître.

Néanmoins selon les banquiers d'affaires, deux tiers des opérations de Fusions-Acquisitions récentes ont été, sont ou vont être des échecs.

Voyant cela, nous sommes en droit de nous poser la question suivante : « Pourquoi est-ce que la dynamique de croissance continue de plus en plus fort alors que selon les experts du secteur il y a plus de chance, ou de risque ici, que l'opération soit un échec qu'un succès ?





Pour mieux comprendre ce paradoxe et essayer d'y apporter une brève explication, il convient tout d'abord d'énumérer les raisons qui étant à l'origine des motivations et typologies d'une opération de Fusion-Acquisition sont majoritairement admises par les professionnels du secteur.

Nous comptons trois motivations potentielles :

- **L'intégration verticale** : C'est une opération de Fusion-Acquisition qui va avoir pour cible des sociétés étant soit en amont dans la chaîne de production (Fournisseurs) soit en aval (Clients). Concernant les fournisseurs cela permet de mieux gérer ses approvisionnements, que ce soit au niveau de la qualité ou du prix d'achat par exemple. Concernant les clients, cela permet de mieux contrôler sa politique de distribution par exemple.
- **L'intégration horizontale** : C'est une opération de Fusion-Acquisition qui va avoir pour cible des sociétés proposant le même bien ou service que notre société. Cela permet de gagner des parts de marché et d'éliminer des concurrents (effet principalement recherché lorsque le marché du bien ou service ne dispose plus d'une croissance suffisante). Cette opération augmente également le pouvoir de négociation vis à vis des fournisseurs et clients du fait de la concentration des acteurs, comme le démontre Michael Porter.
- **Le conglomérat** : Par défaut cela va concerner toutes les sociétés qui ne sont pas dans les deux premières catégories précédemment énoncées. Les motivations d'un conglomérat sont les plus dures à formaliser tant elles peuvent être diverses et variées. Néanmoins nous pouvons les regrouper en deux catégories, celles qui :
  - Bénéficient des fonctions supports de la société : Par exemple un groupe de grandes surfaces dans le secteur alimentaire rachetant un groupe de grandes surfaces dans le secteur du bricolage → On peut imaginer que certaines fonctions supports vont être mutualisées (La logistique par exemple).
  - Sont en marge de la société absorbante/acheteuse : Par exemple un groupe de concessions automobiles rachetant une entreprise spécialisée dans la production de bière, on imagine difficilement une possible mise en commun des fonctions supports...

Voyant cela nous comprenons bien que le but d'une opération de Fusion-Acquisition est de créer une synergie, qu'elle soit sur la production ou la distribution du bien ou du service, sur la négociation avec ses fournisseurs et clients ou bien même sur la mise en commun des fonctions supports, ou pour le cas particulier du conglomérat en marge de la société absorbante/acheteuse un objectif de répartition du risque d'exploitation sur plusieurs activités diverses et variées.

Maintenant que nous connaissons les enjeux et objectifs des opérations de Fusions-Acquisitions nous comprenons mieux pourquoi une société va prendre un risque si important étant donné que deux tiers de ces opérations sont un échec (Cf. Introduction). La société absorbante ou acheteuse va donc essayer, par le biais de la fusion ou de l'acquisition, de dépasser la somme des valeurs des deux sociétés. D'une certaine manière nous pouvons reprendre l'illustration reconnue et éprouvée de la Synergie : **1 + 1 = 3**.

Néanmoins, en voyant d'une part les motivations et d'autre part le risque ou les risques associés, n'existerait-il pas une méthode ou une démarche à effectuer afin d'améliorer les chances de réussite d'une telle opération ?

Théoriquement oui, il suffirait de lister tous les facteurs clés de succès ainsi que tous les risques associés qui viendraient menacer le bon accomplissement de ces derniers, puis de s'assurer que :

- d'une part les facteurs clés ont été atteints
- d'autre part les risques associés sont correctement contrôlés afin d'éviter leur occurrence.

Pourtant dans la réalité ce modèle théorique si simple (mais pas simpliste) se heurte à deux contraintes majeures :

- La première, les facteurs clés de succès et les risques associés doivent être réels et exhaustifs.
- La seconde, les contrôles mis en place doivent être efficaces afin de s'assurer de la réalisation des facteurs clés précédemment énoncés.

Intuitivement nous percevons bien que la seconde contrainte n'en est pas vraiment une à part entière, il suffirait d'utiliser les bons outils et les bonnes méthodes propres à la gestion des risques. Il conviendrait d'avoir recours à un expert dans ce domaine.

Concernant la première contrainte la principale difficulté, sans connaître précisément la société absorbée/achetée, est de définir les facteurs clés de succès, ou établir un plan d'action comprenant toutes les étapes à valider afin de garantir la réussite de l'opération de Fusion-Acquisition. Ce phénomène est appelé l'asymétrie d'information.

L'asymétrie d'information se définit comme le fait que deux agents économiques ne disposent pas de la même qualité et quantité d'informations sur un sujet défini. Si nous adaptons cette notion à notre réflexion cela se traduit par le fait que la société absorbante/acheteuse ne dispose pas des mêmes informations que la société absorbée/achetée sur celle-ci.

Cela va avoir pour effet :

- si l'information est de mauvaise qualité, les facteurs clés de succès seront également de mauvaise qualité
- si l'information n'est pas en quantité suffisante, il y aura impossibilité pour la société absorbante/acheteuse d'établir les facteurs clés de succès de l'opération de Fusion-Acquisition.

L'asymétrie d'information se décompose en deux parties :

- La première, l'« Aléa moral » est un effet pervers lors du passage d'un contrat entre deux acteurs et lorsqu'il n'y a pas d'information en qualité et quantité suffisante. Adapté à notre réflexion nous pourrions illustrer ce phénomène de la façon suivante : prenons un vendeur qui est en train de contractualiser la vente de sa société avec un acheteur, ce dernier ne dispose pas d'information suffisante sur les pratiques du vendeur, alors le vendeur peut avant de céder sa société changer son comportement et maximiser son utilité au détriment de l'utilité de la société sans que l'acheteur ne puisse le percevoir.
- La seconde, l'« Anti sélection » ou sélection adverse se réalise quand par manque de qualité ou quantité d'information un acteur économique se retrouve à effectuer un choix contraire à ses attentes initiales. Adapté à notre réflexion sur les opérations de Fusions-Acquisitions et en reprenant « The market for Lemons » de George Akerlof, cela reviendrait à considérer un ensemble de sociétés avec les caractéristiques suivantes : plus le prix est bas plus la qualité est basse et plus le prix est haut plus la qualité est haute. Néanmoins avec une particularité, l'acheteur ne peut ou ne sait pas différencier la qualité des sociétés, cela va donc le conduire à classer les sociétés par prix et donc l'amener à acheter une société de mauvaise qualité, contraire à son objectif de départ (Hypothèse de rationalité des acteurs).

Comme nous venons de le voir, il conviendra donc de minimiser au maximum l'asymétrie d'information voire de la supprimer totalement et ce avant d'établir le plan d'action conditionnant la réussite de l'opération de Fusion-Acquisition.

Pour ce faire, il a été imaginé et introduit dans le processus d'une opération de Fusion-Acquisition un ensemble de vérifications. Cela s'appelle la « Due Diligence » que nous pouvons traduire en français par : « Audit préalable ».

Notre réflexion aura donc pour but de décrire le processus de la Due Diligence afin de mieux cerner ses enjeux ainsi que ses objectifs. Ensuite nous nous questionnerons sur la valeur ajoutée pour la société commanditaire et essayerons de formaliser ladite création de valeur ajoutée pour celle-ci. Puis nous illustrerons notre réflexion théorique grâce à un exemple pour finalement conclure sur une réponse à notre problématique principale : « La pratique de la « Due Diligence » est-elle créatrice de valeur dans le cadre d'une Fusion-Acquisition » ?

**PARTIE 1 :**

-

**LA DUE DILIGENCE – COMPOSITION ET DESCRIPTION**

Dans notre introduction nous avons défini la Due Diligence comme un ensemble de vérifications qui permettent de minimiser voire de supprimer les risques d'acquisition d'une société. Mais de quoi se compose-t-elle dans le détail ?

## **I. DE QUOI S'AGIT-IL ?**

La Due Diligence est majoritairement un audit financier et comptable de la société devant être achetée. Néanmoins il existe une différence fondamentale entre un audit classique mené par le Commissaire aux comptes et un audit d'acquisition qui doit être critique. En effet, l'expert en charge de la Due Diligence ne doit pas donner une certification par rapport à un modèle ou une réglementation comptable quelconque mais un avis et un conseil à son client désireux d'acheter une société.

Autre différence avec un audit classique, la Due Diligence ne se compose pas uniquement d'une revue financière et comptable, elle se compose d'une multitude d'éléments jugés nécessaires afin de répondre aux objectifs du client souscripteur de la Due Diligence. D'une certaine manière et avec un degré d'exhaustivité important nous pouvons énumérer les éléments d'analyses qui vont être récurrents :

- Les éléments juridiques
- Les éléments fiscaux
- Les éléments sociaux
- Les éléments comptables et financiers
- Les éléments environnementaux
- L'analyse des données environnementales

A titre d'exemple, ci-joint un tableau qui pourrait servir de grille d'analyse à une Due Diligence :

Informations financières	Produits / marché	Clients / Fournisseurs	Marketing / Ventas	R&D	Management	Juridique
Liasses fiscales	Descriptions des produits	TOP 15 clients / fournisseurs	Stratégie / Force commerciale	Pipeline des projets	Organigramme / Contrats travail	Procès en cours
Projections et prévisionnels	Futurs lancements	Partenariats stratégiques	Canaux, implémentation	Activités principales	Turnover / Historique et projections embauches	Pactes d'actionnaires et statuts
Structure du Capital	Concurrents et perception marché	Contrats		Coûts de développement	CV de l'équipe dirigeante et rémunération	Détention de la propriété intellectuelle

En colonne nous remarquons bien les différentes catégories précédemment énoncées ou du moins certaines car comme nous l'avons vu, une opération de Due Diligence n'est pas standard : elle résulte d'un accord entre le client et l'expert qui va être diligenté pour effectuer cette dernière.

Pour le client l'objectif sera de couvrir un maximum d'aspects de la société tout en tenant compte du coût de la Due Diligence, plus elle sera importante et/ou complexe plus elle sera chère. (*Instinctivement nous remarquons bien que c'est sur ce point que va principalement intervenir la création ou destruction de valeur*).

Une fois l'avis émis, l'expert va demander à son client s'il souhaite poursuivre son opération d'achat. Si la réponse est positive, l'expert continuera d'assister son client dans la finalisation de l'opération de Fusion-Acquisition, notamment en participant à une tâche essentielle : la négociation du prix d'achat.

## II. QUI SONT LES ACTEURS CONCERNES

Il y a trois acteurs principaux concernés dans la pratique d'une Due Diligence. Premièrement, l'expert en charge de réaliser la Due Diligence : Il est souvent membre d'un cabinet d'audit ou de conseil. Même s'il n'y a pas d'obligation légale, l'expert est souvent Expert-comptable ou Commissaire aux comptes, du moins il possède une expertise équivalente.

Deuxièmement, la société acheteuse qui va être la commanditaire et donc la principale intéressée par les conclusions de la Due Diligence.

Troisièmement, la société vendeuse qui va être la cible de l'audit d'acquisition. Cette dernière peut également être commanditaire d'une Due Diligence sur elle-même afin de commencer à fournir des informations vérifiées aux acheteurs potentiels. Nous appelons cette pratique la Due Diligence vendeuse ou le pré Audit d'acquisition car il intervient avant l'audit d'acquisition traditionnel commandité par l'acheteur.

## III. QUAND LA REALISER ?

La pratique de la Due Diligence intervient lors d'une opération de Fusion-Acquisition. Quand un acheteur potentiel va émettre le souhait de racheter une société ciblée, il va transmettre à cette dernière une « lettre d'intention » ou un « protocole d'accord ». Nous ne rentrerons pas dans les détails de ces deux documents, il faut seulement savoir qu'ils peuvent sensiblement varier d'une opération à une autre, par conséquent il est difficile de lister précisément les éléments les constituants.

Cependant nous pouvons affirmer que ces documents rassemblent généralement les modalités pratiques de la cession :

- Nombre d'actions ou de parts
- Date assemblée générale extraordinaire
- Etc...

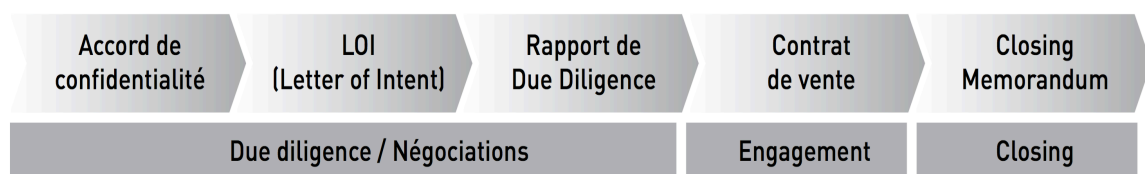
Ainsi que le contenu de la cession, c'est à dire de quoi est composée la société qui est cédée :

- La liste des Stocks concernés
- La liste des immobilisations concernées
- Etc...



Et également les acteurs concernés ainsi que des conditions suspensives au rachat. Très souvent il y a également une fourchette de prix proposée par l'acquéreur avant négociations.

Concernant les différences propres entre « lettre d'intention » et « protocole d'accord » nous n'en retiendrons qu'une. Dans le cadre de la « lettre d'intention » l'acheteur émet une notification des éléments précédemment cités tandis que dans la cadre d'un « protocole d'accord » le vendeur doit également signer le document ce qui va avoir pour effet de lui faire accepter les conditions émises par l'acheteur.



Le schéma ci-dessus illustre bien notre explication, nous pouvons voir que la pratique de la Due Diligence se situe bien au sein de la phase de négociation, une fois les premières démarches engagées. Une des premières démarches sera bien souvent un accord de confidentialité sur les données transmises dans la data room, notion que nous développerons dans la partie suivante de notre étude.

Nous distinguons également qu'une fois le rapport de Due Diligence transmis, la phase suivante est bien l'élaboration d'un contrat de vente, si bien-sûr le rapport ne met pas un terme aux négociations. Le contrat de vente fait office d'engagement des deux sociétés à honorer leurs obligations respectives tandis qu'ensuite le « Closing Memorandum » reprend simplement toutes les modalités de la transaction afin de garantir que le transfert de propriété issu de la transaction se fasse dans de bonnes conditions et en respectant les précédents accords par les deux parties.

#### **IV. OU LA REALISER ?**

Pour réaliser une Due Diligence, il faut avoir accès aux informations nécessaires afin d'effectuer les tests appropriés. Comme nous l'avons vu, les tests à effectuer sont différents et propres à chaque opération de Fusion-Acquisition. Cependant, dans quasiment tous les

cas ils seront pluridisciplinaires et porteront sur un cadre temporel étendu, c'est à dire supérieur à la seule année en cours. De ce fait les quantités d'informations à traiter sont relativement importantes. S'ajoute à cela le fait que dans une négociation de Fusion-Acquisition il n'est pas rare d'avoir plusieurs prétendants au rachat de la société et donc plusieurs experts désireux d'obtenir les documents nécessaires aux tests d'audit. Jusqu'à ce stade, il n'y a rien d'insurmontable, cependant une contrainte majeure apparaît, la confidentialité des documents.

En effet, il est compliqué de satisfaire ces deux contraintes simultanément car plus il y a d'informations qui seront données à une multitude d'intervenants moins elles seront confidentielles du fait de la large diffusion de celles-ci. Cela est parfaitement logique et c'est pour répondre à cette problématique que les « Data-room » ont été mises en place.

La « Data-room » est donc un endroit physique ou virtuel où la société ciblée vient déposer l'ensemble des documents mis à la disposition des experts en charge de la Due Diligence. Premièrement cela permet de garantir qu'aucun documents ne sortira de cet espace (car cela est interdit) et deuxièmement que la société puisse savoir à tout moment où se trouve tel ou tel document sensible par sa confidentialité (Exemple : Les rémunérations des dirigeants). Pour lutter contre la multitude des acteurs intéressés par les documents nous distinguons souvent plusieurs phases dans la parution des documents. Les documents sont donc triés par niveaux de confidentialité ou alors regroupés par catégorie (Financière / RH / Stratégique / etc...) et sont libérés suivant diverses échéances. Cela va permettre au fil des tests d'éliminer certains acheteurs potentiels afin de limiter les acteurs disposant d'un maximum d'informations sensibles sur l'entreprise. On peut également rencontrer des demandes de confidentialité de la part des acheteurs avec une demande d'exclusivité pendant le temps de la Due Diligence.

Ci-joint un exemple de libération des documents classés par niveau de confidentialité par phases :

	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 5
<b>Nombre d'acheteurs potentiels</b>	8	7	4	2	1
<b>Documents</b>	Documents financiers dernières années + Prévisions des ventes prochaines années	3 Constitution des prévisions des ventes + Rating des principaux clients et fournisseurs	Données des fournisseurs + Etude de marché macroéconomique	qualités de succès + prévisions stratégiques long terme	Rémunération des dirigeants + Listes partenaires commerciaux et fournisseurs et contrats associés
<b>Niveau de confidentialité</b>	1	2	3	4	5

## V. POURQUOI LA REALISER

Comme nous l'avons vu précédemment la pratique de la Due Diligence permet de se prémunir contre les risques existants lors d'une opération de Fusion-Acquisition. Cependant nous pouvons (et devons) préciser cette notion. Si l'objectif est donc bien de se prémunir contre les risques existants et dans un premier temps de découvrir lesdits risques, à quoi cela va t'il servir ou plutôt cela va t'il irrémédiablement conduire à un arrêt des négociations ?

Pour répondre à cette question il convient tout d'abord de séparer en trois parties cet objectif principal de la pratique de la Due Diligence :

- Rechercher un risque ou un problème de nature à suspendre et/ou annuler les négociations
- Rechercher un risque ou un problème quantifiable de nature à venir ajuster (à la baisse) le prix d'achat de la société cible

- Rechercher un risque ou un problème non quantifiable et qui n'est pas de nature à suspendre et/ou annuler les négociations mais qui doit être mitigé par une garantie (de passif ou d'actif).

Voyant cela nous comprenons que pour chacun de ces objectifs différents il en découle une variation dans la valeur ajoutée créée par la pratique de la Due Diligence. Si nous reprenons les trois objectifs dans le même ordre nous pouvons conjecturer à ce moment de notre réflexion que :

- La première partie permet d'éviter une destruction de valeur liée à la perte partielle ou totale entre la somme investie dans le rachat de la société et la valeur réelle de la société.
- La deuxième partie permet de dégager de la valeur pour l'acquéreur dans l'ajustement du prix, c'est à dire entre le prix demandé par le vendeur et le prix réel de la société tenant compte des risques identifiés.
- La troisième partie permet de supprimer l'éventuelle perte de valeur pour l'acheteur.

Maintenant que nous avons expliqué comment se déroulait le processus de la Due Diligence, nous allons donc nous questionner plus précisément sur la création de valeur de cette pratique pour la société commanditaire.

## **PARTIE 2**

-

## **LA CREATION DE VALEUR FINANCIERE**

En finance nous parlons de création de valeur quand un investissement dégage une rentabilité plus importante que celle qui est demandée en fonction du risque de l'investissement. Le risque de l'investissement n'est pas le même type de risque que nous évoquions précédemment dans notre réflexion sur la Due Diligence, mais plutôt le risque économique.

Développons cette notion :

- Pour l'Investisseur/Actionnaire : Ce dernier supporte le risque économique de la société, c'est à dire le risque maximum, car non seulement il s'expose au risque financier (cessation des paiements et donc faillite) mais également au risque de mauvaise gestion de l'exploitation de la société. De ce fait en plus des données financières il analysera également les éléments de l'exploitation.
- Pour le Banquier/Prêteur de fonds : Il supporte uniquement le risque financier, c'est à dire le risque de non remboursement des fonds prêtés (Cessation des paiements). De ce fait il regardera principalement la capacité de remboursement à court terme ainsi que la structure financière à moyen terme.

Pour résumer, l'investisseur aura donc un objectif de rentabilité de son investissement, ou de création de richesse ou de valeur, tandis que le banquier un objectif de remboursement du capital plus les intérêts qui vont constituer sa rémunération. Ce risque de perte de valeur partielle ou totale supporté par l'investisseur est le risque précédemment énoncé : « Risque de l'investissement » dans notre réflexion.

## **I. L'ECONOMIC VALUE ADDED – EVA**

L'enjeu est donc de créer ou de fournir un modèle de calcul de la création de valeur ou de richesse pour l'investisseur. Dans notre réflexion nous utiliserons l'Economic Value Added où EVA, c'est une formule mesurant la création de valeur économique créée pour l'actionnaire. L'EVA a été mis au point le cabinet de consultants Stern & Stewart.

La formule est la suivante :

$$EVA = (ROI - CMPC) * CI$$

Où

**ROI** Est le retour sur investissement

**CMPC** Est le Coût Moyen Pondéré du Capital nécessaire à l'investissement

**CI** Est la somme des Capitaux Investis

On distingue aisément que plus la rentabilité économique du projet sera importante (Retour sur investissement ici) et que plus le coût demandé en fonction des caractéristiques financières de la société sera faible (Coût Moyen Pondéré du Capital ici) plus l'EVA sera susceptible d'être grande. Le capital investi où CI conditionne également le niveau de la création de valeur ajoutée dans le modèle néanmoins nous partirons que cet élément est neutre du fait qu'il soit « imposé » par le prix du projet d'investissement et par conséquent forcément positif.

Après avoir défini les concepts théoriques il va falloir calculer les différents termes de cette opération afin de calculer la création de valeur associée.

Le **ROI - Retour sur investissement** s'obtiendra en calculant la rentabilité prévisionnelle du projet d'investissement.

Le **CMPC – Coût Moyen Pondéré du Capital** ne pose aucun problème quant à son calcul, étant lui-même connu en interne.

Les **CI – Capitaux investis** seront le prix d'achat de la société achetée.

## II. LE COUT MOYEN PONDERE DU CAPITAL - CMPC

Le mesurer revient à calculer le taux de rentabilité attendu en fonction des caractéristiques financières de la société.

La formule est la suivante :

$$CMPC = \frac{C * k_c + D * k_d * (1 - t)}{C + D}$$

Où

**C** Est la somme des capitaux propres

**k<sub>c</sub>** Est le coût des capitaux propres

**D** Est la somme du financement par la dette financière

**k<sub>d</sub>** Est le coût du financement par la dette financière

$t$  Est le taux d'imposition en vigueur

Obtenir les valeurs de  $C$  et  $D$  est simple, il suffit de les lire dans les états financiers de la société. Respectivement  $C$  sera la somme des capitaux propres, c'est à dire les ressources de la société qui appartiennent aux actionnaires. Ils sont principalement composés du :

- Capital Social – Ressource apportée par les actionnaires à la société
- Des éventuelles réserves – Compte où l'on peut affecter une partie du résultat non distribué sous forme de dividende
- De l'éventuel report à nouveau – Compte où l'on peut affecter une partie du résultat non distribué sous forme de dividende
- Du résultat de l'exercice avant la répartition de ce dernier – Un bénéfice ou une perte.

Ensuite  $D$  sera la somme du financement générée par de la dette financière, cette dernière sera principalement composée de :

- Dettes financières à long et moyen termes souscrites auprès des établissements de crédits.
- Dettes financières à court terme souscrites auprès des établissements de crédits.
- L'émission d'obligations

La dernière donnée obtenue aisément est  $t$ , c'est le taux d'imposition à déduire du coût de la dette :  $k_d$ . Nous déduisons ce dernier car dans certains pays, comme en France par exemple, étant donné que les intérêts financiers sont des charges, nous pouvons les déduire du résultat et donc par conséquent de l'imposition qui en découle.

Il nous reste maintenant deux données à calculer,  $k_d$  et  $k_c$ , nous commencerons par  $k_d$ .

Pour obtenir la valeur du  $k_d$ , il convient d'estimer le taux auquel les bailleurs de fonds vont accepter de prêter des fonds à la société en fonction de son profil de risque crédit (Risque que l'emprunteur ne rembourse pas totalement ou partiellement son emprunt). Bien entendu le principe financier qui dit que le risque est rémunérateur s'applique également ici, par conséquent plus la société aura un profil de risque élevé plus le taux de rentabilité exigé sera élevé. D'une certaine manière nous pouvons formaliser le  $k_d$  de la manière suivante :



$$k_d = \text{Taux sans risque} + \text{prime de risque}$$

Où

Le *Taux sans risque* est le rendement d'un actif sans risque, qui servira de socle théorique, car si nous reprenons l'adage financier qui énonce que c'est le risque qui est rémunérateur, alors théoriquement rien ne peut être moins risqué que l'actif sans risque et par conséquent moins rentable.

La *prime de risque* sera donc la différence (ou le Spread) qui sera propre aux caractéristiques de la société souhaitant se financer par la souscription d'un emprunt (Dette financière classique ou émission d'obligations). Cette *prime de risque*, contrairement au *Taux sans risque* n'est pas connue, il va donc falloir l'évaluer.

Reprenons le couple Rentabilité/Risque, un des termes, le risque, dépend de la société et de ses caractéristiques, tandis que l'autre, la rentabilité, dépend du risque. Il conviendra donc de calculer précédemment le risque puis ensuite d'en faire découler la rentabilité exigée associée. Pour ce faire, il va falloir procéder à une analyse des risques de la cible, ici une analyse crédit, dont l'objectif est d'estimer les probabilités du bon remboursement de la dette émise.

Sachant cela, il suffira juste d'effectuer un « Rating », c'est à dire une notation financière comme il est pratiqué dans les agences de notation (Les plus connues : Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings). Ensuite une rentabilité exigée sera émise par les prêteurs éventuels (ou souscripteur d'obligation) en fonction de la notation financière. Néanmoins les exigences de rentabilité ne seront pas forcément les mêmes pour tous les acteurs, en général la variation reste faible. Nous pouvons tout à fait imaginer le tableau suivant d'obtention de la *prime de risque* :

<b>Standard &amp; Poor's</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch Ratings</b>	<b>Prime de risque</b>	<b>Commentaire</b>
Aaa	AAA	AAA	1% à 2%	Sécurité maximale
Aa1	AA+	AA+	1,2% à 2,2%	Bonne qualité
Aa2	AA	AA	1,4% à 2,4%	
Aa3	AA-	AA-	1,6% à 2,6%	
A1	A+	A+	1,8% à 2,8%	Qualité au dessus de la moyenne
A2	A	A	2% à 3%	
A3	A-	A-	2,2% à 3,2%	
Baa1	BBB+	BBB+	2,4% à 3,4%	Qualité en dessous de la moyenne
Baa2	BBB	BBB	2,6% à 3,6%	
Baa3	BBB-	BBB-	2,8% à 3,8%	
Ba1	BB+	BB+	3% à 4%	Qualité spéculative
Ba2	BB	BB	3,4% à 4,4%	
Ba3	BB-	BB-	3,8% à 4,8%	
B1	B+	B+	4,2% à 5,2%	Qualité fortement spéculative
B2	B	B	4,6% à 5,6%	
B3	B-	B-	5% à 6%	
Caa	CCC+		5,4% à 6,4%	Risque crédit important
Ca	CCC	CCC	6% à 7%	
C	CCC-		6,8% à 7,8%	
/		DDD	Refus	En défaut de paiement
/	D	DD	Refus	
/		D	Refus	

Dans cette illustration nous avons simplement repris les grilles de notations des trois principales agences de notation en y ajoutant le commentaire associé, ensuite nous avons imaginé une répartition des taux possibles exigés compte tenu du risque de crédit. Cette illustration est bien entendu un exemple ayant pour but de montrer qu'il n'existe pas nécessairement un seul et unique taux d'emprunt en fonction d'un profil de risque, mais que

ce dernier peut varier légèrement en fonction des attentes et objectifs des prêteurs (ou souscripteurs d'obligations).

Une fois le  $k_d$  obtenu, il conviendra de calculer la dernière donnée manquante, le  $k_c$ .

### III. LE MODELE D'EVALUATION DES ACTIFS FINANCIERS

Pour obtenir le  $k_c$  nous allons utiliser une des méthodes possibles, le MEDAF.

Tout d'abord un petit rappel théorique sur ce qu'est le  $k_c$  et également sur ses possibilités d'obtention.

Le  $k_c$  est le coût du financement des capitaux propres, c'est à dire, en effectuant une analogie avec le calcul du  $k_d$ , la rentabilité exigée pour souscrire à une augmentation de capital de la société ou plus simplement une prise de participation dans cette dernière. Comme nous l'avons vu précédemment, l'actionnaire est exposé au risque économique de la société, c'est un risque plus important que celui de cessation des paiements car l'actionnaire en plus d'être soumis au risque de faillite de la société est également soumis au risque d'exploitation. La composition de ces deux risques est le risque économique. Voyant cela nous pouvons conjecturer que d'une manière rationnelle  $k_c$  sera toujours plus important que  $k_d$ .

Pour obtenir le  $k_c$  nous pourrions tout à fait conceptualiser une grille de décision en fonction du risque économique de la société par le biais d'une notation (ou « Rating »). D'une certaine manière l'analyse serait proche de celle du  $k_d$  sauf qu'elle serait plus large car elle tiendrait également compte de la partie opérationnelle de la société afin d'encadrer au mieux le risque d'exploitation.

Là encore le  $k_c$  sera composé d'une part d'un taux sans risque et d'autre part de la prime de risque liée à l'investissement.

Analyse du risque	Prime de risque
Qualité économique maximale	8%
Bonne qualité économique	10%
Qualité économique au dessus de la moyenne	15%
Qualité économique en dessous de la moyenne	18%
Qualité économique spéculative	20%
Qualité économique fortement spéculative	25%
Risque économique important	30%
Faillite	Refus

Néanmoins dans la théorie financière un modèle d'évaluation des actifs financiers bien plus précis et offrant le même cadre de référence à tous les acteurs financiers a émergé, le MEDAF.

Le MEDAF ou Modèle d'évaluation des actifs, se définit comme un modèle permettant d'établir une rentabilité donnée en fonction d'un profil de risque d'une société.

La formule est la suivante :

$$E(R_{actif}) = Rf + \beta_{actif} * [E(R_M) - Rf]$$

Où

$E(R_{actif})$  Est l'espérance de rentabilité de l'actif évalué

$Rf$  Est le taux sans risque (Correspondant à une obligation d'un état)

$\beta_{actif}$  Est la volatilité de la rentabilité de l'actif évalué par rapport à celle du marché de référence

$[E(R_M) - R_f]$  Est la prime de risque d'un investissement sur le marché de référence, c'est à dire le supplément de rentabilité exigé par un investisseur pour ne pas souscrire une obligation étatique à la place

$E(R_M)$  Est l'espérance de rentabilité du marché de référence

Les termes  $R_f$  et  $E(R_M)$  sont connus, tandis que  $\beta_{actif}$  doit être calculé. On peut le calculer de la manière suivante :

$$\beta_{actif} = \frac{Cov(R_M; R_{actif})}{Var(R_M)}$$

Où

$R_M$  Est la rentabilité passée du marché de référence

$R_{actif}$  Est la rentabilité passée de l'actif évalué

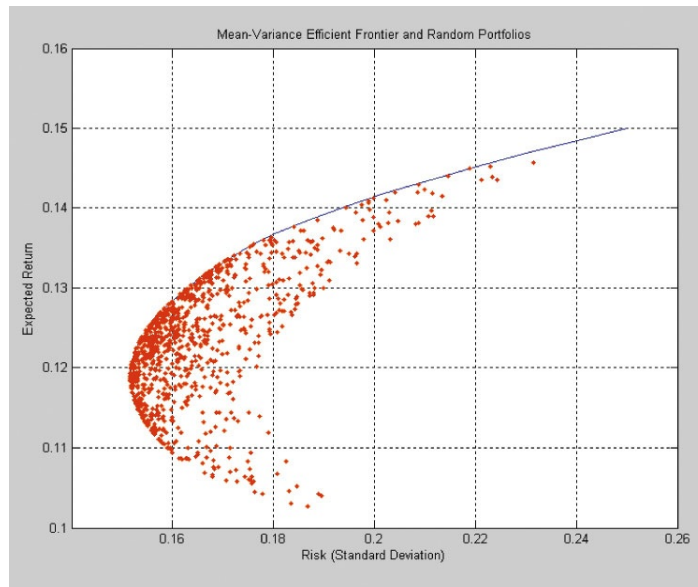
Premièrement nous voyons que le MEDAF dans sa forme initiale ne peut être utilisé que sur des sociétés cotées et disposant d'indices et marchés de références. Cette caractéristique sera notre principale contrainte puisque nous ne pourrons uniquement développer notre réflexion sur ce type de société.

Il existe également d'autres contraintes d'ordre théorique lors de l'établissement de ce modèle :

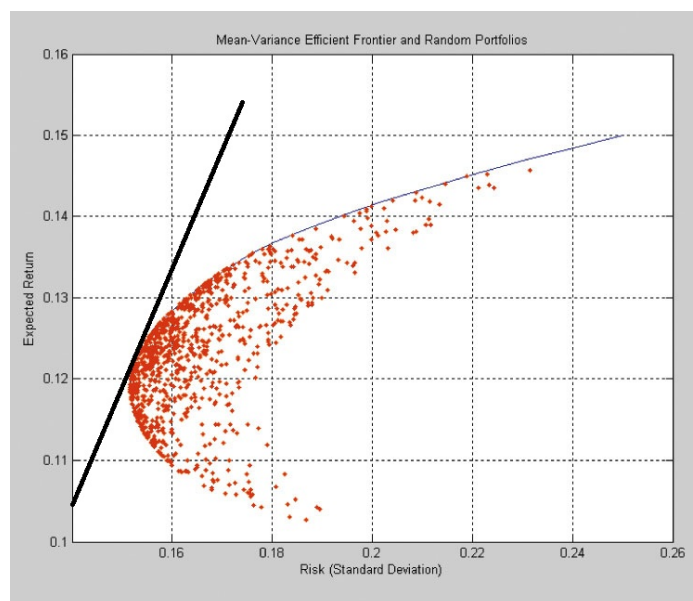
1. Il n'y a pas de coût de transaction
2. Un investisseur peut librement acheter ou vendre l'action de son choix sans incidence importante sur le prix de cette dernière
3. Il n'y a pas de taxe et d'impôt
4. Les investisseurs ont une aversion pour le risque
5. Les investisseurs ont le même horizon temporel
6. Tous les investisseurs ont un « Portefeuille de Markowitz »
7. Les investisseurs mitigent les risques grâce à la diversification
8. L'ensemble des actifs peut être acheté et vendu librement sur le marché
9. Les investisseurs peuvent emprunter et prêter au taux sans risque

Le « Portefeuille de Markowitz » est un portefeuille d'investissement théorique disposant d'une rentabilité maximale pour un niveau de risque minimal. Cette théorie va

donc modéliser une frontière efficiente composée d'un couple (Rentabilité ; Risque) et ainsi donner un cadre de réflexion rationnel pour la sélection d'un portefeuille pour un investisseur.



Sur ce graphique, on distingue bien la frontière efficiente en noir ainsi que des portefeuilles jugés non optimaux, les points rouges, par la théorie du portefeuille de Markowitz.



Sur ce graphique il y a été rajouté une droite tangente à la frontière efficiente ayant pour ordonnée à l'origine le taux sans risque. Si nous constituons un portefeuille sur la droite tangente, à l'ordonnée à l'origine, il sera composé de 100% d'actif sans risque et 0% d'actif risqué, au point de tangence, de 0% de l'actif sans risque et 100% de l'actif risqué, ensuite, l'investisseur emprunte au taux sans risque pour souscrire des actifs risqués. En faisant cela nous remarquons qu'un investisseur par le biais d'un actif sans risque peut améliorer le couple (Rentabilité ; Risque) de la frontière efficiente.

Cela est très théorique car le modèle suppose la possibilité d'un emprunt au taux sans risque d'un montant infini (puisque une droite est infinie). Mais revenons à notre sujet principal, le calcul de la création de valeur en finance.

#### **IV. DEVELOPPEMENT SUR LA DUE DILIGENCE**

Reprenons notre formule initiale traitant de la création de valeur :

$$EVA = (ROI - CMPC) * CI$$

Où

**ROI** Est le retour sur investissement

**CMPC** Est le Coût Moyen Pondéré du Capital nécessaire à l'investissement

**CI** Est la somme des Capitaux Investis

A ce stade de notre réflexion nous avons réussi à calculer le **CMPC** – Coût Moyen Pondéré du Capital, de la société ou de l'investissement, en arrivant à estimer respectivement le coût du financement par la dette financière et le coût du financement par capitaux propres. Nous savons également que la somme des capitaux investis, **CI** sera le prix d'achat des titres lors de l'opération de Fusion-Acquisition. Il nous reste donc à fournir une valeur, celle du Retour sur Investissement – **ROI**.

Le Retour sur Investissement – **ROI** est un ratio financier qui permet de mesurer le rendement relatif d'un investissement (c'est à dire en pourcentage par rapport à ce dernier).

La formule est la suivante :

$$ROI = \frac{\text{Résultat de l'investissement}}{\text{Capital investi}}$$

Les termes de cette formule sont transparents, il n'est donc pas nécessaire de les expliquer, néanmoins nous pouvons illustrer cette dernière avec un exemple :

*Soit un projet d'investissement demandant 100k€ et ayant, à la fin de la période, rapporté + 22k€, alors son ROI sera de :*

$$ROI = \frac{22k€}{100k€} \text{ C'est à dire 22\% ou encore 0,22 pour la période.}$$

Voyant cela un problème majeur émerge pour notre réflexion, le retour sur investissement s'obtient une fois la période écoulée, et non au préalable (Car pour rappel notre réflexion se situe lors de la phase de Due Diligence, c'est à dire avant la conclusion de l'opération ainsi que la mesure ex-post de la rentabilité et des rendements de l'opération).

Il conviendra donc de se contenter d'espérances de rentabilités et rendements.

L'espérance en mathématique est la moyenne d'une variable pondérée par sa probabilité d'occurrence, en finance cela va se traduire par une rentabilité espérée par l'acteur économique.

Si nous reprenons l'introduction de notre réflexion nous avons établi et énuméré (d'une manière non exhaustive) une partie des objectifs et motivations des acteurs économiques lors d'opérations de Fusions-Acquisitions. Reprenons ces trois grands ensembles et associons leur une espérance de gain propre à chacun :

- L'intégration verticale : *E (Intégration verticale)*
- L'intégration horizontale : *E (Intégration horizontale)*
- Le conglomérat : *E (Conglomérat)*

Ces espérances de gains représentent ce qu'espère gagner l'acteur économique à effectuer une opération de Fusion-Acquisition. Il est important de souligner un point essentiel avant de poursuivre, premièrement notre énumération n'est pas forcément exhaustive car les opérations de Fusions-Acquisitions possèdent toutes leurs propres



caractéristiques. Deuxièmement, ces espérances peuvent se décomposer en autant de facteurs qui les composent, par exemple :

$$E (\textit{Intégration verticale}) = E (\textit{Approvisionnements}) + E (\textit{Distribution})$$

Néanmoins comme notre réflexion se situe avant la finalisation de l'opération, par conséquent les prévisions sont établies avec des données qui ne sont pas correctes et réelles, que ce soit partiellement ou entièrement. Nous parlons d'une asymétrie d'information, la même que nous développons dans notre introduction. Ceci va avoir pour conséquence de faire apparaître une perturbation dans nos calculs afin d'obtenir l'espérance de gain correcte et réelle :

$$ROI = E (A) - A (A) + E (B) - A (B) - R(C) \dots$$

Où

**ROI** Est l'espérance nette de l'opération **X**

**E (A)** Est l'espérance brute de la motivation **A**

**A (A)** Est l'effet sur l'espérance de la motivation **A** de l'asymétrie informationnelle des données sélectionnées

**R(C)** Est l'effet d'un risque C nouvellement identifié sur l'espérance de rentabilité de l'opération

Si nous reprenons la première définition apportée à la Due Diligence dans l'introduction de notre réflexion, nous l'avons définie comme un ensemble de vérifications visant à minimiser ou supprimer l'asymétrie informationnelle dans une opération de Fusion-Acquisition. La pratique de la Due Diligence et plus précisément la valeur ajoutée de la pratique de la Due Diligence va donc intervenir à ce moment là.

Si nous reprenons le fonctionnement de la Data Room énoncé précédemment, dans son fonctionnement le plus basique et sans clause d'exclusivité nous avons imaginé un endroit physique ou virtuel contenant tous les acteurs intéressés par une opération de Fusion-Acquisition avec la cible. Les documents, qui nous le rappelons sont sensibles et confidentiels la plupart du temps, sont progressivement mis à disposition à des échéances

fixées dans le temps. Rappelons-le cela permet de procéder à une élimination, échéance par échéance de certains acheteurs potentiels afin de ne transmettre les documents les plus sensibles qu'à un nombre restreint d'acteurs.

Mais pourquoi des acheteurs potentiels renoncent et d'autres continuent ? (Dans l'hypothèse d'une décision rationnelle toujours)

Si nous faisons abstraction du prix d'achat, c'est à dire du montant de l'investissement, car nous partons du postulat que tous les acteurs ont le financement nécessaire, nous obtenons :

$$EVA_{\%} = ROI - CMPC$$

Où

***EVA<sub>%</sub>*** Est la valeur ajoutée de l'opération en %

***ROI*** Est le retour sur investissement

***CMPC*** Est le Coût Moyen Pondéré du Capital nécessaire à l'investissement

Comme nous l'avons vu précédemment le ***CMPC*** sera propre à chaque acheteur car étant composé de leurs caractéristiques financières. Concernant le ***ROI*** il sera également propre à chaque acteur du fait des prévisions différentes de synergies ou du renforcement dans le pouvoir de négociation avec les fournisseurs et clients par exemple. Néanmoins au fur et à mesure des échéances de parution des documents, le ***ROI*** subira des variations du fait de l'estimation puis de la suppression ou minimisation de l'asymétrie d'informations par la Due Diligence entre les prévisions des acteurs avec des données estimées et des données réelles (Dans notre réflexion nous considérerons que la Due Diligence est de même qualité pour tous les acteurs).

D'une certaine manière nous pouvons illustrer cette fonction de décision avec un exemple :

	<u>Société 1</u>			<u>Société 2</u>			<u>Société 3</u>		
	ROI / En(X)	CMPC	EVA %	ROI / En(X)	CMPC	EVA %	ROI / En(X)	CMPC	EVA%
1 Échéance	20%	10%	<b>10%</b>	17%	12%	<b>5%</b>	19%	14%	<b>5%</b>
2 Échéance	18%	10%	<b>8%</b>	13%	12%	<b>1%</b>	18%	14%	<b>4%</b>
3 Échéance	19%	10%	<b>9%</b>	14%	12%	<b>2%</b>	17%	14%	<b>3%</b>
4 Échéance	16%	10%	<b>6%</b>	15%	12%	<b>3%</b>	18%	14%	<b>4%</b>
5 Échéance	17%	10%	<b>7%</b>	14%	12%	<b>2%</b>	16%	14%	<b>2%</b>
6 Échéance	15%	10%	<b>5%</b>	13%	12%	<b>1%</b>	13%	14%	<b>-1%</b>

Dans notre exemple à l'issue de la dernière échéance (la numéro 6) nous remarquons que la société numéro 3, en conservant l'hypothèse de rationalité, ne doit pas continuer les négociations d'achat sachant que l'opération ne lui apportera pas de valeur ajoutée. Concernant la Société numéro 1 puis numéro 2 nous remarquons un écart de 4%. Nous sommes donc en droit de conjecturer que dans cet exemple il y a de fortes chances que ce soit la Société 1 qui formule la meilleure offre de rachat.

Dans cet exemple, la pratique de la Due Diligence est incluse dans la création de valeur, non pas comme élément principal mais comme un support permettant de préciser la valeur possible de cette dernière, elle est également un outil d'aide à la décision qui permet aux différents acteurs économiques de pouvoir rationaliser leurs choix lors d'une opération de Fusion-Acquisition. Elle permet, par le biais du modèle de création de valeur que nous développons, de donner un cadre rationnel de prise de décisions.

Cependant si nous reprenons les modalités de calcul de l'espérance des rentabilités et rendements, c'est à dire **ROI** nous pouvons également conjecturer que la création de valeur de la Due Diligence portera sur la différence entre la somme des anomalies dans les hypothèses de rentabilités et risques trouvés avec son coût.

Ainsi nous obtenons cette formule :

$$V(DD) = \sum |A(X)| + \sum |R(Y)| - P(DD)$$

Où

**V(DD)** Est la création de valeur ajoutée par la pratique de la Due Diligence

$\sum |A(X)|$  Est la somme des valeurs absolues des asymétries informationnelles trouvées par la Due Diligence

$\sum |R(Y)|$  Est la somme des valeurs absolues des risques mis en évidence par la Due Diligence

**P(DD)** Est le coût de la Due Diligence

Cela tend à confirmer ce que nous avançons dans l'introduction de notre réflexion à savoir que c'était au niveau de la différence entre d'une part les découvertes de la Due Diligence et d'autre part son coût pour la société qu'allait se trouver la création de valeur ajoutée.

Plus la Due Diligence sera complexe et importante plus elle sera chère ce qui, pour conserver un niveau satisfaisant de création de valeur, ou du moins une création de valeur positive, devra amener la Due Diligence à trouver des éléments importants pour justifier son recours.

## **PARTIE 3**

-

## **APPLICATION ET ILLUSTRATION DU MODELE**

Nous allons à l'aide d'un exemple portant sur une partie d'opération de Fusion-Acquisition illustrer notre modèle. Cet exemple se déroulera dans une Data Room, lieu physique ou virtuel que nous avons présenté dans la partie 1. L'illustration sera composée d'une société cotée devant être vendue ainsi que de 3 sociétés participant aux négociations d'achat, chacune avec son expert réalisant la Due Diligence nécessaire.

## I. DEFINITION DES MOTIVATIONS

Au préalable nous allons définir les motivations des sociétés qui souhaitent racheter la société en vente. Pour ce faire nous utiliserons notre fonction de décision (EVA%) car nous continuons de supposer la rationalité des acteurs économiques.

### A. Société 1

La société numéro 1 va donc devoir définir précisément ses motivations afin de vérifier si celles-ci sont supérieures au CMPC du financement de l'opération. Cela sert rappelons-le à savoir si l'opération permet de dégager de la valeur et doit être maintenue, ou au contraire détruit de la valeur et doit être abandonnée.

La société numéro 1 souhaite participer au rachat car elle estime qu'elle va pouvoir :

- Gagner en pouvoir de négociation avec 3 de ses fournisseurs
- Contrôler son distributeur (la société cible)
- Récupérer des parts de marché sur un nouveau produit

Cette société estime que :

<b>Société 1</b>	<b>Espérance brute</b>
Pouvoir négociation Fournisseur 1	3,0%
Pouvoir négociation Fournisseur 2	2,0%
Pouvoir négociation Fournisseur 3	2,5%
Contrôle du Distributeur	5,0%
Nouvelles parts de marché	4,0%
<b>TOTAL</b>	<b>16,5%</b>

Pour se financer compte tenu de ses caractéristiques ainsi que des caractéristiques et motivations de l'opération, elle peut espérer :

<b>Société 1</b>	<b>C</b>	<b>D</b>	<b>kc</b>	<b>kd</b>	<b>t</b>	<b>CMPC</b>
<b>Valeurs en %</b>	50,0%	50,0%	15,0%	5,0%	33,0%	<b>9,2%</b>

Nous obtiendrons donc avant le début de la Due Diligence et grâce à la fonction de décision les données suivantes :

<b>Société 1</b>	<b>Espérance Brute</b>	<b>CMPC</b>	<b>EVA%</b>
<b>Valeurs en %</b>	16,50%	9,2%	<b>7,3%</b>

### *B. Société 2*

La société numéro 2 va donc devoir définir précisément ses motivations afin de vérifier si celles-ci sont supérieures au CMPC du financement l'opération. Cela sert rappelons-le à savoir si l'opération permet de dégager de la valeur et doit être maintenue, ou au contraire détruit de la valeur et doit être abandonnée.

La société numéro 2 souhaite participer au rachat car elle estime qu'elle va pouvoir :

- Gagner en pouvoir de négociation avec 2 de ses distributeurs
- Contrôler son fournisseur (la société cible)
- Récupérer des parts de marché sur un produit ayant les mêmes caractéristiques que son produit principal en catalogue

Cette société estime que :

<b>Société 2</b>	<b>Espérance brute</b>
Pouvoir négociation distributeur 1	2,5%
Pouvoir négociation distributeur 2	4,0%
Contrôle du Fournisseur	6,0%
Nouvelles parts de marché	3,0%
<b>TOTAL</b>	<b>15,5%</b>

Pour se financer compte tenu de ses caractéristiques ainsi que des caractéristiques et motivations de l'opération, elle peut espérer :

<b>Société 2</b>	<b>C</b>	<b>D</b>	<b>kc</b>	<b>kd</b>	<b>t</b>	<b>CMPC</b>
<b>Valeurs en %</b>	40,0%	60,0%	17,0%	6,0%	33,0%	<b>9,2%</b>

Nous obtiendrons donc avant le début de la Due Diligence et grâce à la fonction de décision les données suivantes :

<b>Société 2</b>	<b>Espérance Brute</b>	<b>CMPC</b>	<b>EVA%</b>
<b>Valeurs en %</b>	15,50%	9,2%	<b>6,3%</b>

### *C. Société 3*

La société numéro 3 va donc devoir définir précisément ses motivations afin de vérifier si celles-ci sont supérieures au CMPC du financement l'opération. Cela sert rappelons-le à savoir si l'opération permet de dégager de la valeur et doit être maintenue, ou au contraire détruit de la valeur et doit être abandonnée.

La société numéro 3 souhaite participer au rachat car elle estime qu'elle va pouvoir :

- Former un conglomérat pour entrer dans un nouveau secteur d'activité
- Mettre en commun une partie de ses fonctions support avec la cible
- Récupérer des parts de marché sur un secteur complémentaire au sien afin de proposer son produit principal en plus du nouveau produit ciblé.

Cette société estime que :

<b>Société 3</b>	<b>Espérance brute</b>
Conglomérat	2,0%
Fonction support Logistique	3,0%
Fonction support Administrative	1,8%
Fonction support RH	1,0%
Parts marché secteur complémentaire	5,0%
<b>TOTAL</b>	<b>12,8%</b>

Pour se financer compte tenu de ses caractéristiques ainsi que des caractéristiques et motivations de l'opération, elle peut espérer :

<b>Société 3</b>	<b>C</b>	<b>D</b>	<b>kc</b>	<b>kd</b>	<b>t</b>	<b>CMPC</b>
<b>Valeurs en %</b>	30,0%	70,0%	19,0%	4,0%	33,0%	<b>7,6%</b>

Nous obtiendrons donc avant le début de la Due Diligence et grâce à la fonction de décision les données suivantes :

<b>Société 3</b>	<b>Espérance Brute</b>	<b>CMPC</b>	<b>EVA%</b>
<b>Valeurs en %</b>	12,80%	7,6%	<b>5,2%</b>

En regardant les données avant le début de la Due Diligence pour l'ensemble des sociétés nous remarquons qu'elles sont toutes en situation de création de valeur. Cela est normal car si ce n'était pas le cas elles ne participeraient pas à l'opération de Fusion-Acquisition. Nous allons maintenant commencer la libération des documents par phases et regarder les effets correcteurs de la Due Diligence sur les prévisions de rentabilité. Notons néanmoins que le CMPC ne subira plus de variations.



## II. REALISATION DE LA DUE DILIGENCE

Nous allons maintenant libérer des documents regroupés en 4 phases successives. Nous observerons et analyserons les effets de la prise de connaissance ainsi que l'analyse de ces documents par les sociétés. Cela va avoir pour effet rappelons-nous, de lutter contre l'asymétrie informationnelle présente dans les espérances brutes de rentabilité précédemment énoncées. Les phases sont :

<b>Phase 1</b>	<b>Phase 2</b>	<b>Phase 3</b>	<b>Phase 4</b>
Bilan et Compte de résultat des 3 dernières années + Données financières permettant d'établir Bilan et Compte de résultat à la date d'aujourd'hui	Top 15 des Fournisseurs et Clients avec Rating financier de ces derniers et prévisions d'apurement des créances et dettes associées	Organigrammes détaillés avec schéma organisationnel et description des processus et procédures internes + L'ensemble des données RH	Prévisions de marché et contrats en-cours de signature + Ressources stratégiques et facteurs clés de succès

Pour chaque phase nous allons partir du ROI -Retour sur investissement- avant parution et analyse des documents puis le corriger avec l'effet d'asymétrie informationnelle mise en évidence par la Due Diligence et si besoin nous rajouterons un éventuel risque découvert par l'analyse pour enfin obtenir le ROI de fin de phase. Notons également que le ROI de fin de la quatrième et dernière phase sera le ROI final de l'opération de Fusion-Acquisition.

### A. Société 1

Pour la société 1 nous obtenons :

Société 1	Phase 1				Phase 2			Phase 3			Phase 4		
	ROI 0	AI	NR	ROI 1	AI	NR	ROI 2	AI	NR	ROI 3	AI	NR	ROI 4
Pouvoir négociation Fournisseur 1	3,0%			3,0%	-1,0%		2,0%			2,0%			2,0%
Pouvoir négociation Fournisseur 2	2,0%			2,0%	-1,3%		0,7%			0,7%			0,7%
Pouvoir négociation Fournisseur 3	2,5%			2,5%			2,5%			2,5%			2,5%
Contrôle du Distributeur	5,0%			5,0%	0,5%		5,5%			5,5%			5,5%
Nouvelles parts de marché	4,0%			4,0%			4,0%			4,0%	-0,8%		3,2%
Nouveau risque hors objectif			0,0%	0,0%		-1,5%	-1,5%		-1,0%	-2,5%		-1,1%	-3,6%
<b>TOTAL</b>	<b>16,5%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>16,5%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>13,2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>12,2%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>10,3%</b>

- **Phase 1** : Parution des éléments financiers jusqu'à N-3 et données permettant de construire le Bilan et Compte de résultat à la date d'aujourd'hui. Aucun effet d'asymétrie informationnelle et aucun nouveau risque mis en évidence.
- **Phase 2** : Parution des éléments relatifs aux Fournisseurs et Clients et créances/dettes associées. Nouveau risque de non apurement d'une créance estimé à -1,5% par l'expert. Correction du pouvoir de négociation sur les fournisseurs 1 et 2 grâce aux volumes réels traités chaque année. Correction positive sur le contrôle de distributeur du fait de la connaissance approfondie du portefeuille de clients.
- **Phase 3** : Parution des données RH, augmentation à venir des cadres dirigeants, estimation à -1% par l'expert.
- **Phase 4** : Parution des données stratégiques et nouveaux contrats en-cours de signature, correction des prévisions des nouvelles parts de marché grâce aux données stratégiques. Nouveau risque mis en évidence sur un contrat non honoré par la société, estimation à -1,1% par l'expert.

## B. Société 2

Pour la société 2 nous obtenons :

Société 2	Phase 1				Phase 2			Phase 3			Phase 4		
	ROI 0	AI	NR	ROI 1	AI	NR	ROI 2	AI	NR	ROI 3	AI	NR	ROI 4
Pouvoir négociation distributeur 1	2,5%			2,5%	0,8%		3,3%			3,3%			3,3%
Pouvoir négociation distributeur 2	4,0%			4,0%			4,0%			4,0%			4,0%
Contrôle du Fournisseur	6,0%			6,0%	-1,0%		5,0%			5,0%			5,0%
Nouvelles parts de marché	3,0%			3,0%			3,0%			3,0%	-1,0%		2,0%
Nouveau risque hors objectif			0,0%	0,0%		-1,8%	-1,8%		-1,0%	-2,8%		-1,0%	-3,8%
<b>TOTAL</b>	<b>15,5%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>15,5%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>13,5%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>12,5%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>10,5%</b>

- **Phase 1** : Parution des éléments financiers jusqu'à N-3 et données permettant de construire le Bilan et Compte de résultat à la date d'aujourd'hui. Aucun effet d'asymétrie informationnelle et aucun nouveau risque mis en évidence.
- **Phase 2** : Parution des éléments relatifs aux Fournisseurs et Clients et créances/dettes associées. Nouveau risque de non apurement d'une créance estimé à -1,8% par l'expert. Correction positive du pouvoir de négociation sur le distributeur 1 grâce aux volumes réels traités chaque année. Correction sur le contrôle du fournisseur du fait de la connaissance approfondie de ses caractéristiques.
- **Phase 3** : Parution des données RH, augmentation à venir des cadres dirigeants, estimation à -1% par l'expert.
- **Phase 4** : Parution des données stratégiques et nouveaux contrats en-cours de signature, correction des prévisions des nouvelles parts de marché grâce aux données stratégiques. Nouveau risque mis en évidence sur un contrat non honoré par la société, estimation à -1% par l'expert.

### C. Société 3

Pour la société 3 nous obtenons :

Société 3	Phase 1				Phase 2			Phase 3			Phase 4		
	ROI 0	AI	NR	ROI 1	AI	NR	ROI 2	AI	NR	ROI 3	AI	NR	ROI 4
Conglomérat	2,0%			2,0%			2,0%			2,0%			2,0%
Fonction support Logistique	3,0%			3,0%			3,0%	-0,4%		2,6%			2,6%
Fonction support Administrative	1,8%			1,8%			1,8%	-2,0%		-0,2%			-0,2%
Fonction support RH	1,0%			1,0%			1,0%	0,7%		1,7%			1,7%
Parts marché secteur complémentaire	5,0%			5,0%			5,0%			5,0%	1,2%		6,2%
Nouveau risque hors objectif			0,0%	0,0%		-2,2%	-2,2%		-1,0%	-3,2%		-1,6%	-4,8%
<b>TOTAL</b>	<b>12,8%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>12,8%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>10,6%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>7,9%</b>	<b>1,2%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>7,5%</b>

- **Phase 1** : Parution des éléments financiers jusqu'à N-3 et données permettant de construire le Bilan et Compte de résultat à la date d'aujourd'hui. Aucun effet d'asymétrie informationnelle et aucun nouveau risque mis en évidence.
- **Phase 2** : Parution des éléments relatifs aux Fournisseurs et Clients et créances/dettes associées. Nouveau risque de non apurement d'une créance estimé à -2,2% par l'expert.
- **Phase 3** : Parution des données RH, augmentation à venir des cadres dirigeants, estimation à -1% par l'expert. Correction des objectifs relatifs à la mise en commun de certaines fonctions support grâce aux données concernant les processus des fonctions concernées.
- **Phase 4** : Parution des données stratégiques et nouveaux contrats en-cours de signature, correction des prévisions des nouvelles parts de marché sur le secteur complémentaire grâce aux données stratégiques. Nouveau risque mis en évidence sur un contrat non honoré par la société, estimation à -1,6% par l'expert.

### III. CONCLUSION DE L'OPERATION ET CREATION DE VALEUR

Comme nous venons de le voir, la Due Diligence est venue diminuer voire supprimer l'effet d'asymétrie d'information lors de l'élaboration des prévisions de rentabilité de l'opération de Fusion-Acquisition. Nous obtenons donc pour chaque phase une prévision de ROI tenant compte de l'analyse et la parution des nouveaux documents. Reprenons notre fonction de décision précédemment définie dans notre réflexion et concluons au cas par cas sur la possible création de valeur de cette pratique dans le cadre de cette illustration.

#### A. Société 1

Pour la société numéro 1 :

<b>Société 1</b>	<b>Phase 1</b>	<b>Phase 2</b>	<b>Phase 3</b>	<b>Phase 4</b>
<b>ROI</b>	16,5%	13,2%	12,2%	10,3%
<b>CMPC</b>	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
<b>EVA%</b>	<b>7,3%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>1,1%</b>

Nous distinguons aisément que pendant toutes les phases de la Due Diligence, la Société 1 est restée en situation de création de valeur, c'est également le cas à la fin de la dernière phase. Cela va donc avoir pour effet de l'inciter à continuer les négociations.

#### B. Société 2

Pour la société numéro 2 :

<b>Société 2</b>	<b>Phase 1</b>	<b>Phase 2</b>	<b>Phase 3</b>	<b>Phase 4</b>
<b>ROI</b>	15,5%	13,5%	12,5%	10,5%
<b>CMPC</b>	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
<b>EVA%</b>	<b>6,3%</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>1,3%</b>

Nous distinguons aisément que pendant toutes les phases de la Due Diligence, la Société 2 est restée en situation de création de valeur, c'est également le cas à la fin de la dernière phase. Cela va donc avoir pour effet de l'inciter à continuer les négociations. Nous remarquons également que ses niveaux de rentabilités entre les phases - et notamment celui à la fin de la Due Diligence, le plus important - sont plus élevés que ceux de la Société 1.

Nous pouvons conjecturer que la Société 2 sera plus motivée pour remporter les négociations que la Société 1.

### C. Société 3

Pour la société numéro 3 :

Société 3	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4
ROI	12,8%	10,6%	7,9%	7,5%
CMPC	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
EVA%	5,2%	3,0%	0,3%	-0,1%

Concernant la Société 3, nous distinguons un passage dans le négatif lors de la phase 4. A la fin de la Due Diligence la société se retrouve donc en situation de destruction de valeur. Nous pouvons donc conjecturer que cette société mettra un terme aux négociations, si l'hypothèse de rationalité est conservée.

### D. Création de valeur de la pratique de la Due Diligence

Maintenant que nous avons formalisé les décisions rationnelles des sociétés candidates au rachat notre société cible, intéressons-nous à l'apport de la pratique de la Due Diligence.

Ci-joint pour l'ensemble des sociétés la somme des valeurs absolues d'une part de correction d'asymétries d'informations et d'autre part des nouveaux risques identifiés :

	Société 1	Société 2	Société 3
$\sum  A(X) $	3,6%	2,8%	4,3%
$\sum  R(Y) $	3,6%	3,8%	4,8%
$\Sigma$ totale	7,2%	6,6%	9,1%

Rappelons que :

$$V(DD) = \sum |A(X)| + \sum |R(Y)| - P(DD)$$

Où

$V(DD)$  Est la création de valeur ajoutée par la pratique de la Due Diligence

$\sum |A(X)|$  Est la somme des valeurs absolues des asymétries informationnelles trouvées par la Due Diligence

$\sum |R(Y)|$  Est la somme des valeurs absolues des risques mis en évidence par la Due Diligence

**$P(DD)$**  Est le coût de la Due Diligence

Pour évaluer la création de valeur grâce à notre formule, il nous manque deux inconnues :

- La première : Le coût de la Due Diligence
- La seconde : Le prix d'achat de la société en vente, nécessaire pour convertir les pourcentages en valeurs absolues.

Supposons que le prix d'achat de la société est à 10 millions d'euros et le coût de la Due Diligence à 500 000 euros (Il est admis que généralement la Due Diligence ne dépasse pas 5% du prix total de l'achat, nous utiliserons ce seuil), alors nous obtiendrons les valeurs suivantes :

	<b>Société 1</b>	<b>Société 2</b>	<b>Société 3</b>
<b>V(DD)</b>	<b>220 000</b>	<b>160 000</b>	<b>410 000</b>

Cela vient illustrer d'une part que la Due Diligence n'est pas la plus créatrice de valeur pour la société disposant du meilleur retour sur investissement. C'est la société ayant subi les corrections d'estimations de rentabilité les plus importantes qui bénéficiera de la création de valeur la plus importante. D'ailleurs ceci est confirmé par notre exemple qui nous fait constater le contraire, observation qui est parfaitement logique puisque plus une société subira d'ajustements par la Due Diligence plus il y aura des risques que ses nouvelles prévisions de rentabilités ne soient plus satisfaisantes.

D'autre part seulement une société peut acheter la société en vente et donc par conséquent deux des trois sociétés ne vont pas réellement bénéficier de la création de valeur calculée. Comme dans notre exemple avec d'une part la société 3 et d'autre part les sociétés 1 et 2, il conviendra également de séparer en deux catégories distinctes les sociétés n'achetant pas par choix (la Société 3), la Due Diligence ayant mis en évidence une destruction de valeur liée à l'opération et les sociétés n'achetant pas par contrainte (les sociétés 1 et 2) du fait du rachat par un éventuel concurrent.

# CONCLUSION

Les opérations de Fusions-Acquisitions sont un excellent moyen pour les sociétés de réaliser une forte croissance en un temps record. Néanmoins comme nous l'abordions dans l'introduction, la majeure partie est un échec. Nous dénonçons le problème de l'asymétrie informationnelle lors des prévisions du fait de la mauvaise qualité et quantité d'informations. C'est à dire que :

- si l'information est de mauvaise qualité, les facteurs clés de succès seront également de mauvaise qualité
- si l'information n'est pas en quantité suffisante, il y aura impossibilité pour la société absorbante/acheteuse d'établir les facteurs clés de succès de l'opération de Fusion-Acquisition.

Nous avons également introduit la pratique de la Due Diligence qui est en fait un audit préalable (ou un ensemble de vérifications) de la société qui va être achetée. Cette Due Diligence devait permettre de minimiser voire de supprimer l'asymétrie informationnelle de l'opération en :

- Rassemblant des données et documents sur la société afin de contrer le manque de quantité d'informations (Rappelons-nous l'utilité et le fonctionnement d'une Data Room).
- Analysant et en établissant des conjectures et hypothèses grâce à ces données et documents recueillis afin de contrer le manque de qualité des informations.

Faisant cela, la pratique de la Due Diligence avait réussi à s'intégrer pleinement dans le processus d'une Fusion-Acquisition. Nous étions en droit de nous poser la question : Est-ce que et le cas échéant, comment participait-elle à la création de valeur pour la société acheteuse ?

Pour ce faire nous avons choisi, comme dans la théorie et littérature financières de la fin du siècle dernier, d'assimiler la création de valeur pour une société à la création de valeur pour ses actionnaires. Nous avons donc repris le modèle le plus répandu de mesure de la création de la valeur ajoutée élaboré par le Cabinet Stern & Stewart : l'EVA – Economic Value Added (En français : Valeur économique ajoutée).

$$EVA = (ROI - CMPC) * CI$$



Où

**ROI** Est le retour sur investissement

**CMPC** Est le Coût Moyen Pondéré du Capital nécessaire à l'investissement

**CI** Est la somme des Capitaux Investis

Partant de cette formule nous avons délibérément sorti la somme des capitaux investis pour ne pas tenir compte d'un effet « Volume » et pour pouvoir raisonner de manière relative (C'est à dire en pourcentage pour faciliter les comparaisons). Nous avons donc obtenu une équation :

$$EVA_{\%} = ROI - CMPC$$

Où

**EVA<sub>%</sub>** Est la valeur ajoutée de l'opération en %

**ROI** Est le retour sur investissement

**CMPC** Est le Coût Moyen Pondéré du Capital nécessaire à l'investissement

Grâce à cette équation nous avons pu formaliser la création de valeur d'une opération de Fusion-Acquisition. C'est également une fonction d'aide à la décision avec si :

- **EVA<sub>%</sub> > 0** → Création de valeur donc réalisation de l'opération
- **EVA<sub>%</sub> = 0** → Création de valeur nulle donc abandon ou réalisation de l'opération
- **EVA<sub>%</sub> < 0** → Destruction de valeur donc abandon de l'opération

Dans cette fonction de décision, le **CMPC** – Coût Moyen Pondéré du Capital sera connu et propre à la société acheteuse, nous ne reviendrons pas sur ce point dans cette conclusion. Quant au **ROI** il constituera notre principale préoccupation du fait de sa complexité à obtenir.

Rappelons nous tout d'abord que puisque notre réflexion se situe avant la conclusion de l'opération de Fusion-Acquisition, nous ne disposons pas des rentabilités et rendements après coup, il va donc falloir établir des prévisions. Si nous reprenons l'effet d'asymétrie de l'information nous obtenons :

$$ROI = E(A) - A(A) + E(B) - A(B) - R(C) \dots$$

Où

**ROI** Est l'espérance nette de l'opération **X**

**E ( A )** Est l'espérance brute de la motivation **A**

**A ( A )** Est l'effet sur l'espérance de la motivation **A** de l'asymétrie informationnelle des données sélectionnées

**R(C)** Est l'effet d'un risque **C** nouvellement identifié sur l'espérance de rentabilité de l'opération

Nous distinguons aisément les deux parties de l'équation, une partie est composée d'un couple (Rendement brut ; Asymétrie Informationnelle) qui traduit une espérance nette, l'autre partie quant à elle est composée d'un certain nombre de risques nouvellement identifiés par la Due Diligence.

Comme nous l'avons vu dans l'exemple, c'est ici que va intervenir la contribution de la Due Diligence dans la création de valeur ajoutée à destination de la société acheteuse. Néanmoins peut-on réellement parler de création de valeur ?

Pour répondre à cette question il conviendra de formuler deux hypothèses :

La première hypothèse : Empêcher et/ou limiter une destruction de valeur s'assimile à une création de valeur. Alors il y a aura de création de valeur de la Due Diligence si la somme des valeurs absolues des asymétries informationnelles trouvées ainsi que des nouveaux risques mis en évidences est supérieure au coût de la Due Diligence.

Nous pouvons formaliser de la manière suivante :

$$V(DD) = \sum |A(X)| + \sum |R(Y)| - P(DD)$$

Où

**V(DD)** Est la création de valeur ajoutée par la pratique de la Due Diligence

$\sum |A(X)|$  Est la somme des valeurs absolues des asymétries informationnelles trouvées par la Due Diligence

$\sum |R(Y)|$  Est la somme des valeurs absolues des risques mis en évidence par la Due Diligence

**P(DD)** Est le coût de la Due Diligence

La seconde hypothèse : Empêcher et/ou limiter une destruction de valeur ne s'assimile pas à une création de valeur. Alors il n'y aura pas création de valeur lors de la pratique de la Due Diligence, cette dernière permettra d'encadrer et de mieux connaître la création ou destruction de valeur de l'opération de Fusion-Acquisition. Finalement ce sera une fonction support pouvant amener à la prise de décisions qui quant à elles seront créatrices de valeur ajoutée.

Que l'on considère que la pratique de la Due Diligence soit créatrice de valeur ou non, personne ne revient sur le fait de son utilité. Il existe cependant des freins pour les opérations concernant des petites sociétés, le principal étant son coût.

Néanmoins même en réalisant un audit préalable la majeure partie des Fusions-Acquisitions reste un échec, nous énonçons que deux tiers d'entre elles ont été, sont ou vont être des échecs d'après un banquier d'affaire spécialisé dans le domaine. Ces deux tiers étant des sociétés d'une certaine taille pour avoir recours aux services d'une banque d'affaire ont par conséquent eu recours à une Due Diligence avant de réaliser leurs achats.

Il est assez complexe de donner une explication à ce phénomène et si quelqu'un avait déjà trouvé un début d'explication ou mieux, de solution cela ne serait pas resté inconnu du monde financier. Cependant si comme nous l'avancions la Due Diligence vise à lutter contre les risques d'asymétrie d'information alors nous pouvons conjecturer que le taux de défaut des opérations de Fusions-Acquisitions provient d'une assimilation -volontaire ou involontaire par manque d'alternative- du risque et de l'incertitude.

Ce sont les travaux de Frank Knight qui ont théorisé cela en économie pour la première fois. Le risque par opposition à l'incertitude est un élément qui est probabilisable, c'est à dire que nous pouvons trouver ou calculer sa probabilité d'occurrence contrairement à l'incertitude où nous ne pouvons pas. Et toujours selon l'auteur Frank Knight, c'est en essayant de convertir de l'incertitude en risque pour pouvoir adopter un raisonnement rationnel par le biais de modèles ou théories, que nous réalisons des erreurs conduisant à des scénarios que nous jugions improbables ou même que nous n'avions pas imaginés. Et c'est précisément là que se situent les limites des vérifications, Due Diligence ou autre, consistant à garantir le bon déroulement d'une opération de Fusion-Acquisition.

# BIBLIOGRAPHIE

Akerlof George, *The Market for "Lemons" : Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, Quarterly Journal of Economics, 1970, no 84, pp. 488-500.

Albouy Michel, « *Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur* », Revue française de gestion 1/2006 (n° 160) , p. 139-157

Black, Fischer., Michael C. Jensen, and Myron Scholes (1972). *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests*, pp. 79–121 in M. Jensen ed., Studies in the Theory of Capital Markets. New York: Praeger Publishers.

Fama, Eugene F. (1968). *Risk, Return and Equilibrium: Some Clarifying Comments*. Journal of Finance Vol. 23, No. 1, pp. 29–40.

Goetz Etienne, « *2015, année de tous les records pour les fusions-acquisitions* », Les Echos, no. 22093, Une, mercredi 23 décembre 2015, p.1

Groupe de travail « Fusions/Acquisitions » du CR2PA, *L'archivage managérial face aux opérations de fusions et acquisitions*

Kipping Matthias, « *Assurer le succès des fusions et acquisitions : les contributions d'une approche historique* », Le journal de l'école de Paris du management 6/2010 (N°86) , p. 14-20

Knight, Frank H. *Risk, Uncertainty, and Profit*. 1921. Library of Economics and Liberty.

Les Echos, *Création de valeur*. Disponible sur : [http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition\\_creation-de-valeur.html](http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_creation-de-valeur.html)

Markowitz, Harry M. (1999). *The early history of portfolio theory: 1600-1960*, Financial Analysts Journal, Vol. 55, No. 4

Meier Olivier et Schier Guillaume, « *Fusions acquisitions -4<sup>e</sup> 2d. : Stratégie. Finance. Management* », P. 1-40

Rappaport A., *Creating shareholder Value : The new standard for business performance*, Free Press, New York. 1986.

Stewart G. B., *The Quest for Value*, Harper Collins, New York, 1991.

## SITOGRAPHIE

ABCBOURSE. *La théorie moderne du portefeuille.* Disponible sur : [http://www.abcbourse.com/apprendre/19\\_theorie\\_moderne\\_du\\_portefeuille.html](http://www.abcbourse.com/apprendre/19_theorie_moderne_du_portefeuille.html)

Anaxago. Fiche – *La Due Diligence, Qu'est-ce que la Due Diligence ?* Disponible sur : <http://www.anaxago.com/fr/fiches/la-due-diligence>

BDO – Hincourt Stéphane. *Due Diligence : Les étapes pour mener à bien l'acquisition d'une entreprise !* Disponible sur : <http://www.bdo.fr/actualites/due-diligence-les-etapes-pour-mener-a-bien-lacquisition-dune-entreprise/>

FUSACQ – Chameroy Pierre. *A quoi sert la lettre d'intention ? Que contient-elle ? Est-elle engageante ?* Disponible sur : <http://www.fusacq.com/buzz/ae40,a-quoi-sert-la-lettre-d-intention-que-contient-elle-est-elle-engageante.html>

Les Echos - Goetz Etienne, *Les fusions-acquisitions battent le record mondial de 2007,* Disponible sur : [http://www.lesechos.fr/22/12/2015/lesechos.fr/021575464724\\_les-fusions-acquisitions-battent-le-record-mondial-de-2007.htm](http://www.lesechos.fr/22/12/2015/lesechos.fr/021575464724_les-fusions-acquisitions-battent-le-record-mondial-de-2007.htm)

## **SIGLES ET ABBREVIATIONS UTILISES**

**CMPC** : Coût Moyen Pondéré du Capital

**EVA** : Economic value Added

**FA** : Fusion-Acquisition

**MA** : Merger-Acquisition

**ROI** : Return on Investment

# GLOSSAIRE

Tous les termes et acronymes sont expliqués au sein même de la rédaction par nécessité de compréhension du lecteur.

## TABLES DES MATIERES

<b>DECLARATION ANTI-PLAGIAT .....</b>	<b>5</b>
<b>REMERCIEMENTS .....</b>	<b>7</b>
<b>SOMMAIRE .....</b>	<b>8</b>
<b>AVANT-PROPOS .....</b>	<b>8</b>
<b>INTRODUCTION.....</b>	<b>11</b>
<b>PARTIE 1 : - LA DUE DILIGENCE – COMPOSITION ET DESCRIPTION.....</b>	<b>16</b>
I. De quoi s’agit-il ?.....	17
II. Qui sont les acteurs concernés .....	19
III. Quand la réaliser ?.....	19
IV. Où la réaliser ? .....	20
V. Pourquoi la réaliser .....	22
<b>PARTIE 2 - LA CREATION DE VALEUR FINANCIERE .....</b>	<b>24</b>
I. L’économic value added – EVA .....	25
II. le cout moyen pondere du capital - CMPC .....	26
III. Le Modèle d’Evaluation des Actifs Financiers.....	30
IV. Développement sur la Due Diligence.....	34
<b>PARTIE 3 - APPLICATION ET ILLUSTRATION DU MODELE .....</b>	<b>40</b>
I. Définition des motivations .....	41
A. Société 1 .....	41
B. Société 2 .....	42
C. Société 3 .....	42
II. Réalisation de la Due Diligence.....	44
A. Société 1 .....	44
B. Société 2 .....	45
C. Société 3 .....	46
III. Conclusion de l’opération et création de valeur .....	48
A. Société 1 .....	48
B. Société 2 .....	48
C. Société 3 .....	49
D. Création de valeur de la pratique de la Due Diligence .....	49
<b>CONCLUSION.....</b>	<b>51</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>	<b>55</b>
<b>SITOGRAFIE .....</b>	<b>56</b>
<b>SIGLES ET ABREVIATIONS UTILISES .....</b>	<b>57</b>
<b>GLOSSAIRE .....</b>	<b>58</b>
<b>TABLES DES MATIERES .....</b>	<b>58</b>

## RÉSUMÉ

Les opérations de Fusions-Acquisitions atteignent des niveaux sans précédent dans l'économie mondiale si nous faisons abstraction des différentes crises financières. Néanmoins selon les experts du secteur plus de deux tiers ont été, sont ou vont être des échecs. Sachant cela n'existe-t-il pas un moyen d'encadrer ces opérations afin de leur garantir un taux de réussite plus élevé ? Ce moyen permet-il de créer de la valeur et s'il le peut comment le fait-il ?

Au travers d'un enchaînement de modèles financiers ainsi que la description de la pratique de la Due Diligence, nous essayerons d'apporter une réponse à cette problématique.

**MOTS CLÉS** : Fusion, acquisition, audit, audit préalable, comptabilité, finance, création valeur, Due Diligence, accounting, finance, value added, merger.