

Comment les fonds d'investissement apprécient-ils le positionnement stratégique et commercial des entreprises ?





Contexte et objectif de l'enquête

Un environnement économique de plus en plus complexe qui suscite de nouveaux besoins d'analyse

L'accélération des évolutions technologiques, l'amplification des échanges internationaux et l'évolution plus rapide des positions des acteurs sur leur marché rendent plus volatiles les avantages concurrentiels d'une entreprise-cible. Par ailleurs, le nombre croissant de fonds d'investissement disposant de moyens financiers de plus en plus importants induit une concurrence qui se traduit par une augmentation du prix des acquisitions.

Dans ce contexte, les professionnels du capital-investissement conduisent avant d'investir, des analyses permettant de mieux apprécier les risques et les opportunités auxquels l'entreprise-cible est confrontée sur le plan stratégique et commercial.

Ces analyses requièrent une connaissance approfondie de l'environnement concurrentiel et des perspectives de marché et sont généralement appelées Due Diligence Commerciales et Stratégiques.

Qu'est ce qu'une étude Due Diligence Commerciale et Stratégique (DDCS) ?

L'objectif de la DDCS est d'analyser le positionnement stratégique et l'environnement concurrentiel d'une entreprise. Ces analyses peuvent être externalisées auprès d'un cabinet spécialisé et peuvent inclure les analyses suivantes :

- caractéristiques de l'offre de l'entreprise-cible et de ses principaux segments de marché ;
- structure des clients et critères d'achat ;
- perspectives d'évolution de la demande : pouvoir d'achat, réglementation, évolution technologique, etc ;
- principaux concurrents et leur offre de produits et services ;
- évolution possible du champ concurrentiel : nouveaux facteurs clés de succès, nouveaux entrants, etc ;
- revue des éléments de marché du Business Plan.

Une étude réalisée par PricewaterhouseCoopers et l'Afic

L'Afic (Association Française des Investisseurs en Capital) et le département Transaction Services de PricewaterhouseCoopers, qui dispose d'une équipe dédiée aux DDCS, ont mené une enquête auprès des directeurs de participation des principaux fonds d'investissement en France.

Objectifs de l'enquête

La présente enquête vise principalement à cerner la position des fonds d'investissement concernant :

- les besoins d'analyse du positionnement stratégique et commercial d'une entreprise cible ;
- les raisons qui les incitent à conduire eux-mêmes des analyses ou à les faire réaliser par des cabinets ;
- les critères de choix d'un prestataire de services ;
- leur appréciation de la qualité des études commerciales et stratégiques déjà réalisées.

Modalités de l'enquête

Une étude réalisée entre novembre 2001 et janvier 2002 auprès des 72 principaux fonds d'investissement adhérents de l'Afic

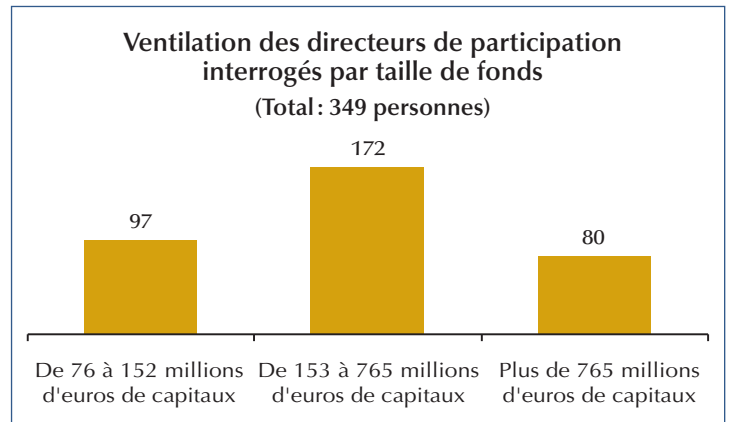
Cette enquête a été menée auprès des principaux fonds d'investissement adhérents de l'Afic. La sélection des interlocuteurs a porté sur les sociétés de capital-investissement qui gèrent des fonds de plus de 76 millions d'euros (500 millions de FRF) à l'exception des fonds de fonds, soit un total de 72 investisseurs en capital dont la liste est disponible en annexe. Cette enquête a été effectuée entre novembre 2001 et janvier 2002.

Un questionnaire s'adressant de manière personnelle à 349 directeurs de participation

Un questionnaire a été adressé à tous les directeurs de participation de ces fonds, soit 349 personnes. Ils ont répondu à titre personnel, les méthodes de chacun pouvant être différentes à l'intérieur d'une même société de gestion. Les réponses ont été reçues et traitées de manière confidentielle.

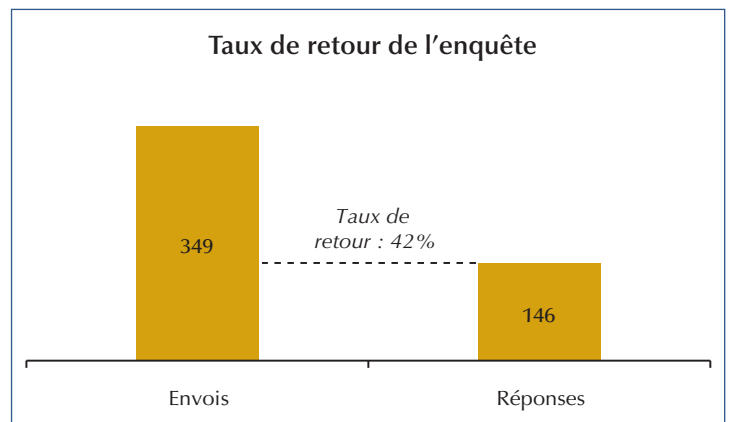
Une répartition des participants par taille de fonds d'investissement

Les 349 responsables de participation appartiennent à 3 tailles de fonds selon la classification de l'Afic : les premiers dont les fonds disponibles en 2000 se situent entre 76 et 152 millions d'euros, les fonds de taille moyenne dont les capitaux s'élèvent entre 153 et 765 millions d'euros, et enfin les plus importants avec plus de 765 millions d'euros de capitaux.



Un taux de retour très satisfaisant de 42 % et équilibré selon la taille des fonds

146 directeurs de participation ont répondu à l'enquête soit un taux de retour de 42 %. Le taux de réponse par taille de fonds est bien équilibré avec 44 % de retour sur les fonds de 76 à 152 millions d'euros et 40 % de retour sur chacune des 2 autres catégories de fonds.



Synthèse

L'appréciation du positionnement commercial et stratégique d'une entreprise-cible par les fonds d'investissement repose principalement sur des entretiens avec la direction, sur des études sectorielles et dans une moindre mesure sur des interviews menées auprès des clients ou des fournisseurs.

Près de 60 % des dossiers traités par les fonds d'investissement en France ne font pas l'objet d'une Due Diligence Commerciale et Stratégique (DDCS) réalisée par un cabinet. Les fonds d'investissement qui ne font pas effectuer d'études DDCS estiment disposer de ressources internes permettant de conduire eux-mêmes ces analyses.

Pour les investisseurs qui font appel à une étude DDCS, c'est principalement le besoin d'une forte expertise sectorielle et d'un avis indépendant et objectif qui les incitent à faire appel à un cabinet. Faire appel à des équipes qui ont déjà mené des missions dans le secteur concerné permet de comprendre les enjeux du secteur et le positionnement concurrentiel de la société-cible dans des délais très courts.

Les études DDCS apportent aux fonds d'investissement avant tout une bonne compréhension du marché, du positionnement de la cible et de ses perspectives de développement. C'est pour cela qu'elles sont appréciées par les fonds d'investissement qui valorisent aussi fortement la capacité à conduire des entretiens auprès des clients ou des fournisseurs.

Les points d'amélioration dans la conduite des DDCS portent sur l'interface insuffisante avec les autres intervenants externes lors d'une transaction (Due Diligence Financière en particulier).

Les investisseurs font encore rarement appel à des études DDCS en dehors des processus d'acquisition et la majorité des études reste conduite durant la période d'exclusivité.

Avis de PricewaterhouseCoopers

Les Due Diligence Commerciales et Stratégiques : une mesure de sécurité pour l'investisseur

Un nombre significatif de professionnels du capital-investissement ont d'ores et déjà constaté l'intérêt de faire réaliser des DDCS préalablement à toute décision d'acquisition. De telles analyses complètent notamment leur appréciation des risques financiers, juridiques et fiscaux d'une entreprise-cible. Ce mouvement devrait se poursuivre et s'amplifier pour trois raisons principales :

- à l'opposé d'autres types d'investigations, les DDCS sont résolument orientées vers le futur et permettent d'appréhender le potentiel de croissance d'une entreprise sur son marché, c'est-à-dire ce qui fait réellement l'objet de la transaction pour les investisseurs ;
- les DDCS offrent une appréciation qualitative mais aussi quantitative du potentiel de développement d'une entreprise ; sur ce dernier point elles permettent aux investisseurs d'identifier plus précisément les facteurs de fragilité et de solidité d'un business plan qui sert souvent de base à la valorisation ;
- la pertinence des DDCS est reconnue depuis plusieurs années en Grande-Bretagne où les fonds d'investissement ont systématiquement recours à ce type d'études. La présence en France de représentants de fonds anglo-saxons, associée à l'harmonisation des pratiques entre professionnels de l'investissement à l'échelle européenne va sans aucun doute accélérer le développement de telles pratiques.

L'externalisation auprès d'un cabinet de l'analyse commerciale et stratégique n'est pas de nature à amputer le cœur de métier de l'investisseur en capital. Au contraire, cette pratique offre à l'investisseur un plus grand confort en complétant et en approfondissant ses propres analyses préalables à la décision d'investissement notamment grâce à des informations auxquelles il a très difficilement accès (enquêtes auprès de clients, fournisseurs, concurrents...).

Les Due Diligence Commerciales et Stratégiques peuvent s'avérer utiles à tous les stades de l'investissement

Préalablement à une transaction, les DDCS sont utiles pour mieux valoriser celle-ci en percevant plus finement le potentiel d'une entreprise-cible ; c'est actuellement la principale utilisation que font les investisseurs en capital des DDCS.

Les DDCS peuvent aussi s'avérer efficaces pour maximiser le retour sur investissement en identifiant de nouvelles sources de chiffre d'affaires pour ces entreprises en portefeuille. Elles aident à développer leur activité dans des métiers connexes à l'activité principale ou à apprécier et mettre en œuvre leur potentiel de développement à l'international.

Enfin, les DDCS peuvent accompagner un processus de Due Diligence vendeur visant à mieux préparer, donc à mieux négocier une cession d'entreprise. Dans ce contexte, elles permettent au vendeur de mieux quantifier et mettre en perspective les facteurs de croissance de l'entreprise au vu des nouvelles opportunités de marché.

Avis de PricewaterhouseCoopers

Les trois facteurs clés de succès d'une Due Diligence Commerciale et Stratégique réalisée par un cabinet : réactivité, spécialisation, clarté

Pour offrir une valeur ajoutée optimale aux investisseurs en capital, les cabinets doivent réaliser des Due Diligence Commerciales et Stratégiques en respectant trois principes essentiels :

- **la réactivité** : le cabinet doit disposer de ressources rapidement disponibles et efficaces dans la mesure où l'équipe est mobilisée alors que le fonds entre en période d'exclusivité pour un délai limité ;
- **la spécialisation** : l'analyse commerciale et stratégique nécessite la conjonction d'une méthodologie structurée et d'une forte spécialisation sectorielle permettant au cabinet choisi d'identifier très rapidement les enjeux du secteur. Pour le cabinet, cela suppose de disposer d'outils de recherche d'informations performants et un réseau étendu d'experts sectoriels ;
- **la clarté des conclusions** : celle-ci apparaît trop généralement perfectible d'après les investisseurs en capital. Des conclusions plus claires, plus tranchées, basées sur un meilleur échange d'information avec les autres prestataires-conseils répondraient plus précisément aux besoins des investisseurs en capital qui doivent à la fois évaluer un risque, négocier avec les actionnaires de la cible et obtenir la confiance de la direction de l'entreprise-cible.

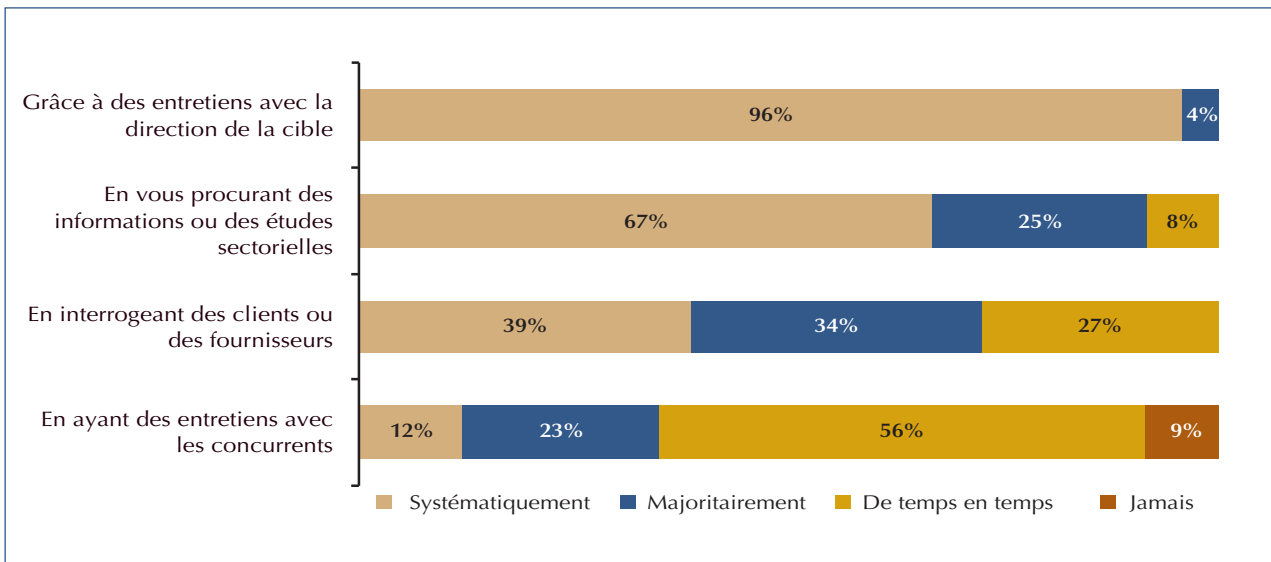
Nous remercions les investisseurs en capital qui ont massivement répondu à la présente enquête. Leurs réponses illustrent la professionnalisation croissante des métiers liés à la réalisation des transactions.

RÉSULTATS DÉTAILLÉS



L'appréciation du positionnement stratégique de la société-cible par les fonds d'investissement repose principalement sur des entretiens avec la direction

Pour les dossiers dans lesquels vous avez investi au cours des 2 dernières années, de quelle manière avez vous apprécié le positionnement stratégique de la cible ?



Avis d'un directeur de participation :

« Nous avons pour habitude de consulter toutes personnes ou organismes susceptibles d'avoir des informations pertinentes sur le marché mais les informations et analyses obtenues était souvent trop superficielles. »

Commentaire :

Les entretiens avec la direction sont le moyen le plus couramment utilisé pour apprécier le positionnement commercial et stratégique d'une cible. Ces entretiens ont aussi pour objectif d'évaluer la qualité de l'équipe dirigeante et d'approfondir les points clés du business plan.

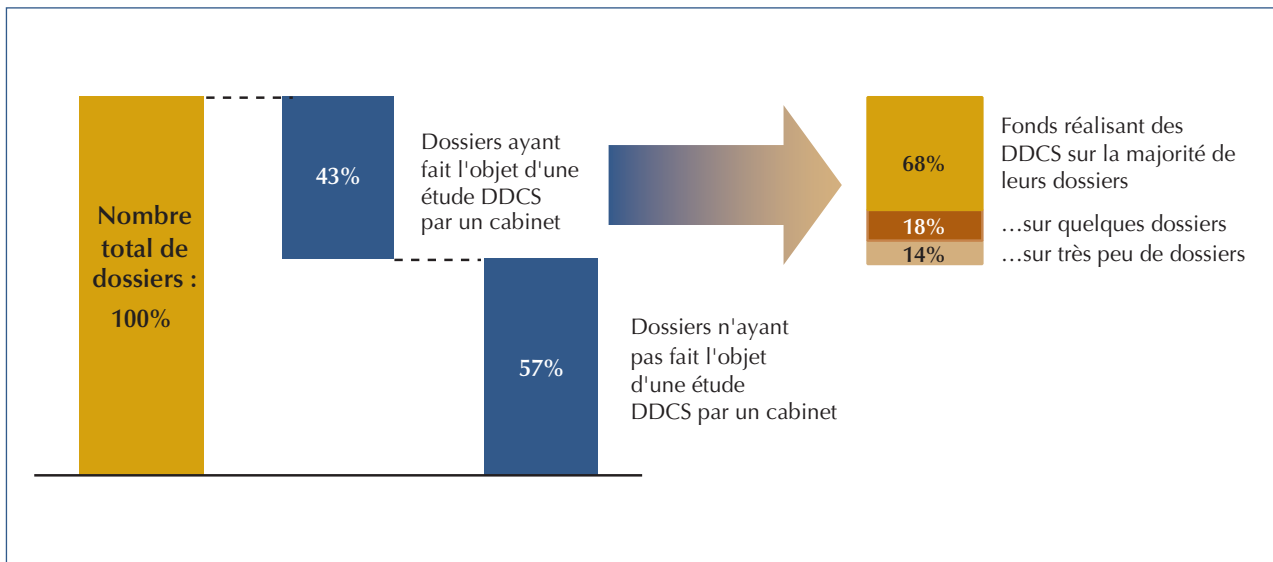
Par ailleurs, 67 % des fonds d'investissement se procurent systématiquement des informations ou des études sectorielles afin de mieux comprendre l'environnement économique et concurrentiel de leur cible. Cependant, ces études sectorielles couvrent en général de très larges segments de marché et leur pertinence s'avère souvent relative.

Les fonds d'investissement ont également recours à des entretiens avec les clients et les fournisseurs afin d'obtenir des informations clés sur leur degré de fidélité, leurs facteurs clés d'achat ou encore les grandes tendances du marché.

Si la bonne compréhension de la stratégie des concurrents est cruciale, celle-ci est souvent difficile à obtenir et la désinformation parfois présente. Dans ce contexte, le recours à un cabinet permet d'avoir une opinion objective tout en conservant la confidentialité de la transaction.

Près de 60 % des transactions réalisées ne font pas l'objet d'une Due Diligence Commerciale et Stratégique effectuée par un cabinet

Pour les dossiers dans lesquels vous avez investi au cours des 2 dernières années, dans quelle proportion avez-vous fait réaliser une Due Diligence Commerciale et Stratégique par un cabinet spécialisé ?



Avis d'un directeur de participation :

« La nécessité de connaître les facteurs qui font évoluer le marché et les moyens dont la cible dispose pour faire face à la concurrence nous amène à faire réaliser une Due Diligence Commerciale dans 100% des cas. »

Commentaire :

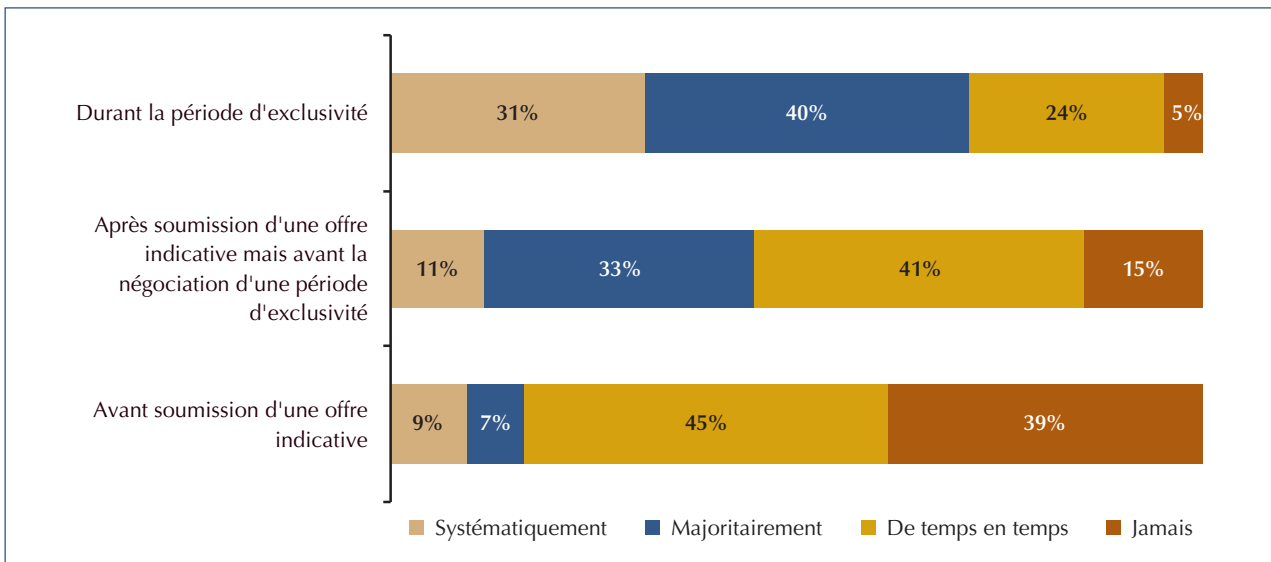
Les investigations commerciales et stratégiques sur les entreprises-cibles peuvent être réalisées par les sociétés d'investissement elles-mêmes ou être confiées à un cabinet (43% des dossiers).

Parmi les dossiers qui aboutissent à une transaction et qui ont fait l'objet d'une étude DDCS, plus des 2/3 concernent des investisseurs qui font appel à des cabinets externes sur la majorité de leurs dossiers.

L'implantation en France de nombreuses sociétés de capital-investissement d'origine anglo-saxonne a probablement contribué au développement des études DDCS dans la mesure où ce type d'étude est généralisé outre-Manche.

La majorité des Due Diligence Commerciales et Stratégiques est réalisée durant la période d'exclusivité

Lors d'une acquisition, quand faites-vous habituellement réaliser une étude Due Diligence Commerciale et Stratégique ?



Avis d'un directeur de participation :

« Nous avons pris l'habitude de faire réaliser une Due Diligence Commerciale avant même la période d'exclusivité. Il s'agit en général d'une étude limitée à l'analyse du marché afin de mieux comprendre ses caractéristiques. »

Commentaire :

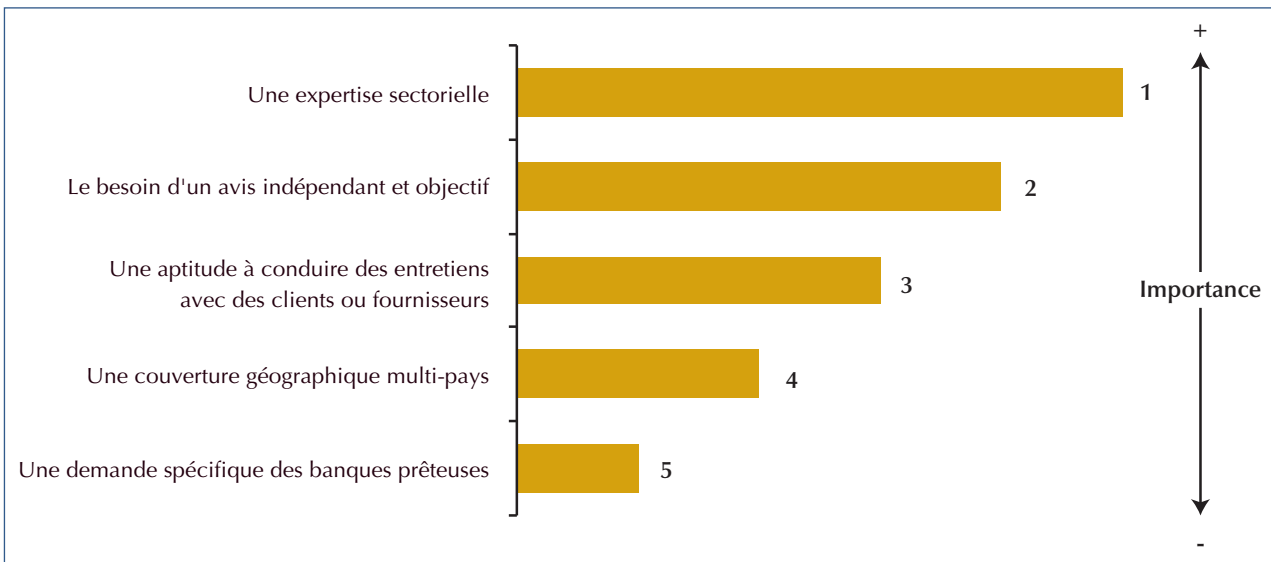
Seuls 16 % des investisseurs font réaliser de manière quasi-systématique des études DDCS dans la première phase d'investigation d'un dossier. Près de la moitié des fonds d'investissement conduisent de temps en temps des études DDCS à ce stade, essentiellement lorsqu'il s'agit de secteurs d'activité relativement complexes ou difficiles à appréhender.

Après avoir soumis une offre indicative, de nombreux dossiers font alors l'objet d'une étude DDCS. Seule une minorité d'investisseurs n'y a jamais recours.

Durant la période d'exclusivité, dans laquelle le fonds d'investissement a été retenu comme seul acquéreur potentiel, plus de 70 % des directeurs de participation font réaliser des études DDCS de façon quasi-systématique. La perspective de réalisation de la transaction conduit en effet l'investisseur, parfois à la demande des banques assurant le financement de l'opération, à analyser de manière approfondie la cible dans son marché.

Le recours à un cabinet s'explique par la recherche d'une forte expertise sectorielle et d'un avis indépendant et objectif

Pouvez-vous nous préciser les raisons qui vous incitent à faire appel à un cabinet spécialisé, en les classant par ordre d'importance ?



Avis d'un directeur de participation :

« Les courts délais qui nous sont généralement impartis sur un projet d'investissement nous amènent à faire appel à des cabinets spécialisés qui nous garantissent une analyse exhaustive et rapide. »

Commentaire :

La principale raison qui incite les investisseurs à utiliser un cabinet spécialisé est la recherche d'une forte expertise sectorielle. Faire appel à des équipes qui ont déjà conduit des missions dans le secteur concerné leur permet d'apprécier les enjeux du secteur et le positionnement concurrentiel de la société cible dans des délais très courts.

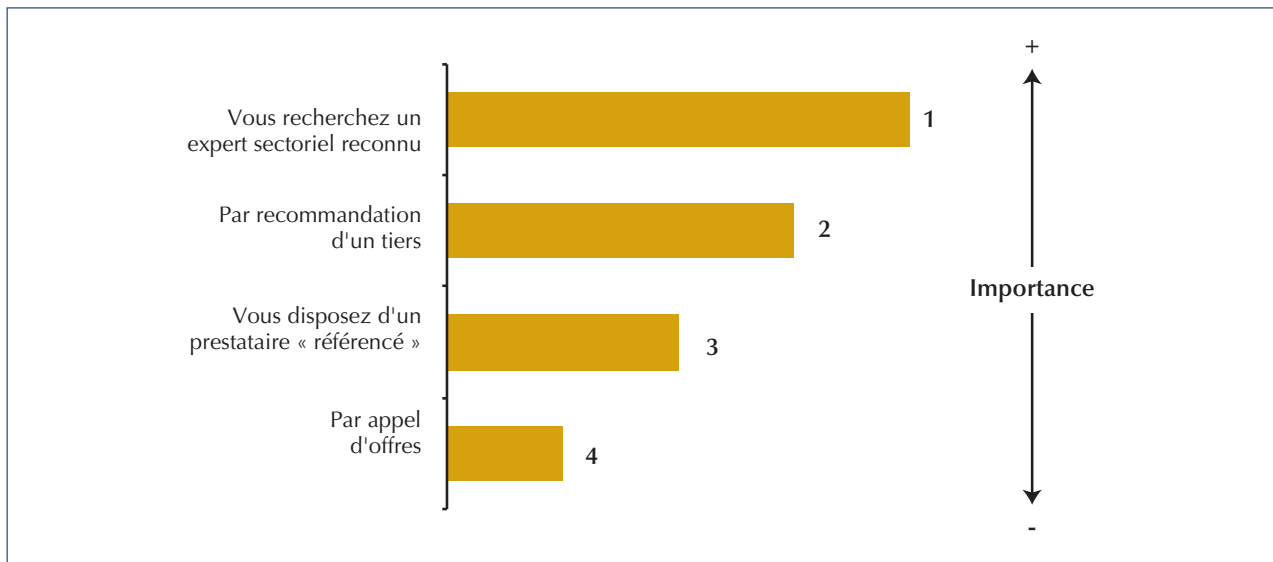
Les équipes des fonds d'investissement ont généralement des échanges approfondis avec la direction de la société-cible. Cependant, elles apprécient de pouvoir partager et compléter leurs analyses avec un cabinet offrant un avis indépendant et objectif.

Les cabinets spécialisés sont aussi sollicités pour conduire des entretiens avec les clients et fournisseurs de la société-cible. Étape clé pour comprendre les avantages concurrentiels d'une société et les facteurs-clés de succès du secteur, cette démarche est souvent confiée à un cabinet dans une période où les investisseurs n'ont ni le temps ni les ressources à y consacrer.

Sur les opérations à effet de levier, les banques prêteuses demandent généralement des études sur le marché de l'entreprise-cible, mais ce n'est pas la raison principale qui incite les fonds d'investissement à faire appel à un cabinet spécialisé.

Le principal critère de choix d'un cabinet est l'expertise sectorielle ; A contrario les appels d'offres sont peu fréquents

Comment choisissez-vous habituellement votre cabinet spécialisé en Due Diligence Commerciales et Stratégiques ?



Avis d'un directeur de participation :

« Nous ne disposons pas de prestataire référencé. Le cabinet faisant preuve d'expériences dans le secteur concerné se verra beaucoup plus facilement attribuer la mission. »

Commentaire :

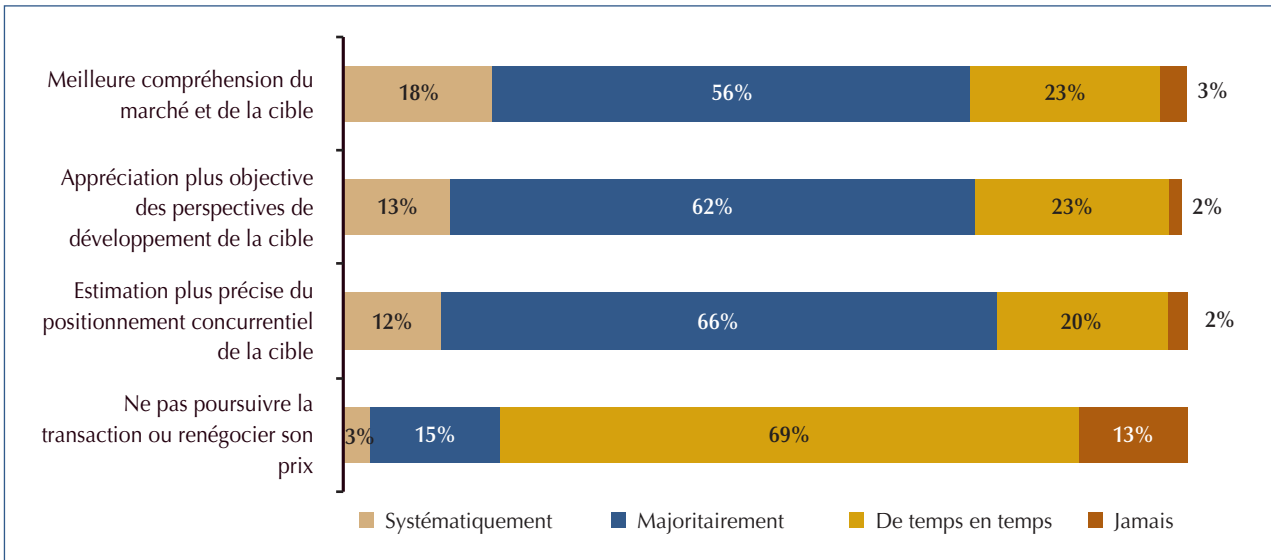
L'expertise sectorielle étant la première raison incitant les sociétés de capital-investissement à faire appel à un cabinet spécialisé, la sélection du cabinet se fait bien évidemment sur ce critère. Les fonds d'investissement recherchent en effet des cabinets réputés pour leur expérience dans le secteur de la cible afin d'analyser les entreprises plus efficacement et avec une forte réactivité.

Les fonds d'investissement choisissent aussi fréquemment leur cabinet par recommandation d'une personne de leur réseau relationnel.

L'appel d'offres semble par conséquent plus rarement utilisé pour sélectionner un cabinet.

Les Due Diligence Commerciales et Stratégiques apportent aux fonds d'investissement une meilleure compréhension du marché, du positionnement de la cible et de ses perspectives de développement

Quels enseignements avez-vous tirés des conclusions des Due Diligence Commerciales et Stratégiques réalisées par un cabinet ?



Avis d'un directeur de participation :

« Les conclusions d'une Due Diligence Stratégique apportent une meilleure compréhension du marché et de la position concurrentielle des principaux acteurs. »

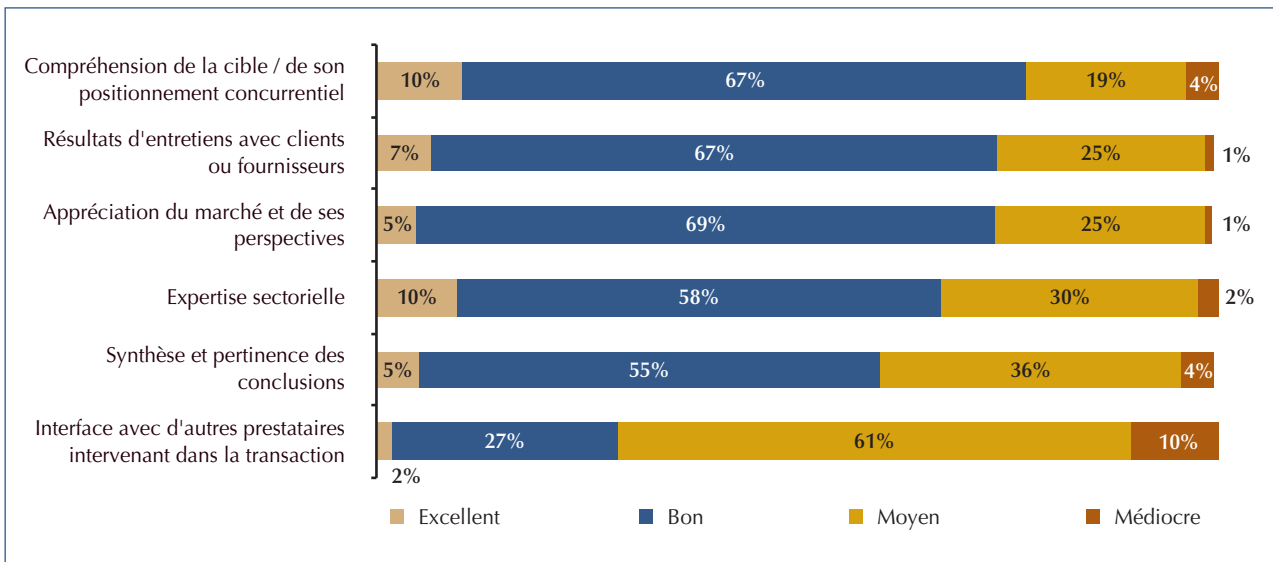
Commentaire :

Les conclusions d'une étude DDCS permettent aux investisseurs d'approfondir le diagnostic stratégique et concurrentiel de l'entreprise-cible grâce notamment à l'évaluation des forces et faiblesses de l'entreprise sur son marché et à l'identification des facteurs clés de succès du secteur. Les études DDCS permettent également d'apporter un éclairage objectif sur les perspectives de développement de l'entreprise.

La décision de renégocier le prix de l'acquisition reste du ressort des fonds d'investissement. Les études DDCS peuvent parfois contribuer à cette renégociation, notamment lorsque leurs conclusions remettent en cause le potentiel de l'entreprise-cible.

L'interface entre les cabinets intervenant sur la même transaction peut être sensiblement améliorée

D'après votre expérience, quelle est votre appréciation de la qualité des Due Diligence Commerciales et Stratégiques réalisées par les cabinets que vous avez utilisés ?



Avis d'un directeur de participation :

« Il est difficile d'attribuer un jugement général sur la qualité des rapports des cabinets sachant que celle-ci varie beaucoup en fonction du secteur de la cible. »

Commentaire :

D'après les directeurs de participation interrogés, la qualité des études DDCCS réalisées par les cabinets réside principalement dans leur capacité à analyser la société-cible et son positionnement concurrentiel.

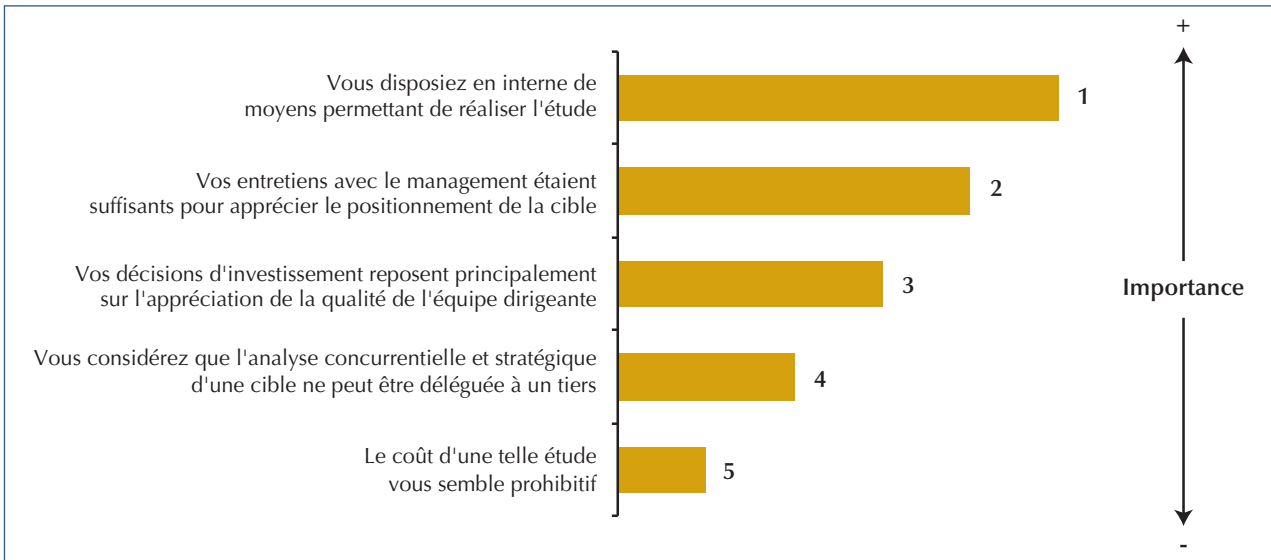
Conduire des entretiens avec les clients ou les fournisseurs de la société-cible et avec des observateurs du marché constitue aussi un savoir-faire des cabinets fortement apprécié.

L'expertise sectorielle, premier critère de sélection des cabinets, laisse plus de 30 % des répondants insatisfaits.

Plus de 70 % des directeurs de participation interrogés estiment que la qualité de l'interface qu'entretiennent les cabinets avec les autres prestataires intervenant dans la transaction pourrait être fortement améliorée.

Les fonds d'investissement qui ne font pas réaliser des Due Diligence Commerciales et Stratégiques estiment disposer de ressources internes permettant de conduire ces analyses

Dans les cas où vous n'avez pas fait réaliser de Due Diligence Commerciale et Stratégique, pouvez-vous nous en préciser les raisons en classant par ordre d'importance les critères suivants ?



Avis d'un directeur de participation :

« Nos moyens en interne s'avèrent vite limités lorsqu'il s'agit d'identifier des experts compétents sur une niche de marché très spécifique. »

Commentaire :

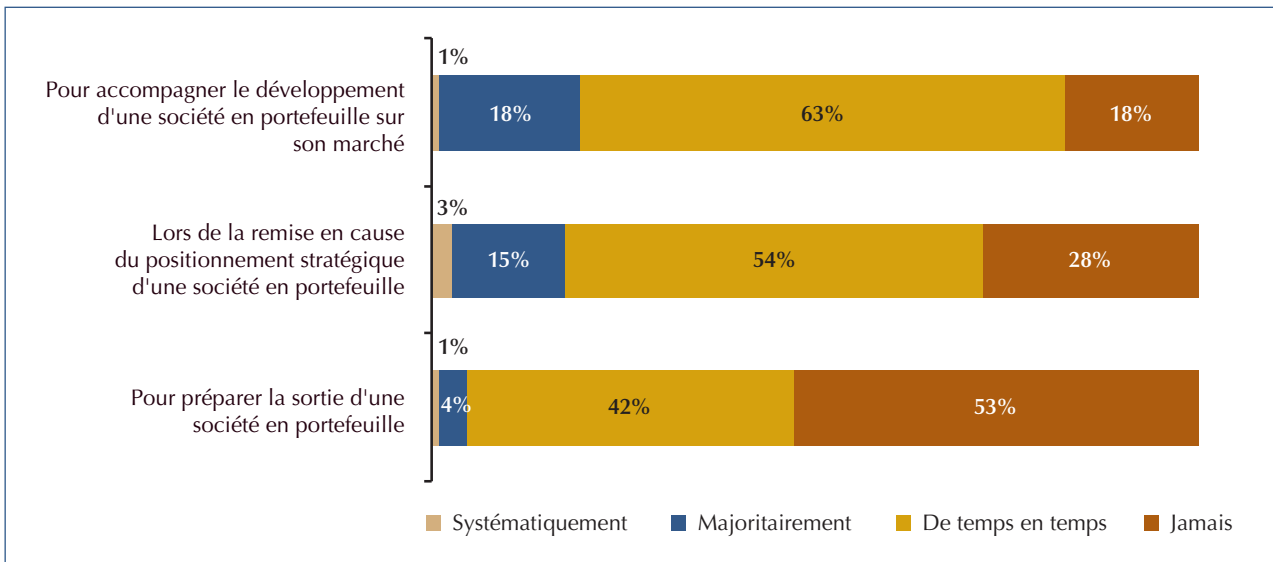
Les investisseurs qui ne font pas réaliser d'étude DDCS par un cabinet considèrent que leurs compétences internes sont suffisantes. Par ailleurs, ils estiment que les entretiens avec la direction suffisent pour apprécier le positionnement de la société-cible. Cependant, certains reconnaissent que leurs moyens en interne s'avèrent limités lorsqu'il s'agit d'un segment de marché spécifique.

Dès lors que l'appréciation des marchés de l'entreprise par les dirigeants semble objective et argumentée, les investisseurs ont recours moins fréquemment à une analyse externe.

Le coût ne semble pas être un critère de choix important dans la décision d'utiliser ou non les services d'un cabinet sur une transaction.

Les investisseurs font encore rarement appel à des Due Diligence Commerciales et Stratégiques en dehors des processus d'acquisition

En dehors des acquisitions, dans quelles circonstances faites-vous réaliser une Due Diligence Commerciale et Stratégique par un cabinet spécialisé ?



Avis d'un directeur de participation :

« Comme la plupart de nos confrères, nous n'avons pas le réflexe d'utiliser la Due Diligence Commerciale et Stratégique comme un outil de pilotage stratégique. »

Commentaire :

Les études DDCS sont rarement utilisées en dehors de la phase initiale d'investissement en capital. Lorsque c'est le cas, il s'agit principalement d'études visant à accompagner le développement d'une société en portefeuille.

Des retournements de marché, des modifications sensibles de l'univers réglementaire ou concurrentiel d'une entreprise peuvent amener des investisseurs à redéfinir le positionnement stratégique de l'entreprise acquise. Cependant, ils ne font réaliser ce type d'études qu'occasionnellement dans ce cas.

La cession d'une société en portefeuille fait rarement l'objet d'une étude DDCS. En fait, ce sont les acquéreurs potentiels qui sont amenés à conduire l'étude. Pourtant, la préparation, dans le cadre d'une due diligence vendeur, d'un business plan argumenté par une analyse fine du marché contribue à accélérer et faciliter le processus de cession.

ANNEXE



Liste des fonds d'investissement interrogés

21 Centrale Partners
3i Gestion
ABN AMRO
ACE
Acland Capital Investissement
Activa Capital
Advent International
AGF Private Equity
Air Liquide Ventures
Alpha (Groupe CGIP)
Apax Partners
Argos Soditic France
Astorg
Atlas Venture
Atria Capital Partenaires
Avenir Entreprises Gestion
Axa Investment Managers Private Equity Europe
Azeo
Banexi Capital Partenaires
Banque De Vizille
Barclays Private Equity France
BC Partners
BNP Paribas Développement
BNP Private Equity
Bridgepoint Capital
Butler Capital Partners
CDC-Services Industrie Gestion
CDC Equity Capital
CDC Ixis Private Equity
CDC-Innovation Partners
Charterhouse/Chequers Capital
CIC Finance
CICLAD
Cinven
CLAM Private Equity
CVC Capital Partners
Dassault Développement
Electra Partners Europe
Finama Private Equity
Fonds Partenaires Gestion
Galileo Partners
Goldman Sachs Paris
IDI
IDIA Participations
IFE Conseil
Industries & Finances Partenaires
Initiative & Finance
Innovacom
IPO
IRDI
La Compagnie Financière
Edmond de Rothschild Banque
Legal & General Ventures
LMBO
Maignon Investissement et Gestion
Natexis Industrie
Natexis Investissement/Sofinindex
P.A.I. Management
Part'com
Partech International
Rothschild Gestion
Schroder Partenaires/Permira
SG Capital Développement
SGAM Private Equity
Siparex Groupe
Sofinnova Partners
SPEF
TCR Europe
Turenne Capital Partenaires
UBS Private Equity
Union d'Etudes et d'Investissements
Ventech
Viventures Partners

Vos Contacts



Association Française des Investisseurs en Capital

76, avenue Marceau
75008 Paris

Tél. 01 47 20 99 09

Fax 01 47 20 97 48

Arnaud de Dinechin

Tél. 01 47 20 99 09

add@afic.asso.fr



Transaction Services Strategy Group

32, rue Guersant
75017 Paris

Tél. 01 56 57 58 59

Fax 01 56 57 58 60

John Hadley

Tél. 01 56 57 82 64

john.hadley@fr.pwcglobal.com

Didier Sidois

Tél. 01 56 57 83 57

didier.sidois@fr.pwcglobal.com

Charles Guilleux

Tél. 01 56 57 80 74

charles.guilleux@fr.pwcglobal.com

Christian Mille

Tél. 01 56 57 81 71

christian.mille@fr.pwcglobal.com