

Rerolle, Jean-Florent

From: jtierny@groupe-casino.fr
Sent: vendredi 30 juin 2006 14:28
To: Rerolle, Jean-Florent
Subject: RE : A bientôt !
Attachments: Presentation SFEV.ppt

Cher Jean Florent.

Je n'ai pas dans ma boîte e.mail toutes les adresses de la note de François. Pourrais tu renvoyer à François ma réponse ci jointe avec copie aux personnes concernées et à moi même pour que j'enregistre leurs coordonnées.

Merci d'avance et bon week-end

Jacques

Cher François.

Merci pour la réaction bien documentée à ma présentation du 21.06, voici quelques éléments complémentaires sur les points soulevés la partie 5.

- 5.1 Tout à fait d'accord, c'est l'inégalité de MERTON/PEROLD à la fin de leur article de 1993 dans le JACF « Theory of risk capital in financial firms », appendix : l'effet diversification dans l'entreprise, entre les Business Units fait que le risque global est moindre, et le besoin en capital économique aussi, que la somme des parties. Le calcul d'ajustement est simple (facile à démontrer), il suffit de multiplier le capital économique « Standalone » par le coefficient de corrélation entre le cash-flow de la BU et celui de l'ensemble du Groupe, pour parvenir au « diversified capital » de la BU qui est inférieur au premier. (cf slide 18 de la présentation). C'est non pas le risque de l'entité qui compte, mais sa contribution au risque de l'ensemble.
- 5.2 D'accord aussi tout à fait avec ce point qui s'applique d'ailleurs à la FSA et la FTA, je n'ai pas traité le point de l'optimisation de la structure financière, sur lequel il serait bon d'avoir un autre débat un jour à la SFEV car elle génère beaucoup de valeur actionnariale, mais je recommande vivement de calibrer le capital économique sur un objectif de structure financière optimale qui dépendra bien entendu du risque propre des actifs ou des cash-flows (plus de risque, plus de fonds propres). J'ai présenté le choix des ratios de capital économique comme une décision de l'Entreprise (slides 11 à16), mais j'aurais dû insister plus sur le fait qu'il faut viser une structure financière optimale à travers les consommations de capital économique ad-hoc.
- La logique LBO pour moi, est l'illustration de la slide 51 : on peut trouver son capital dans de la dette subordonnée ou à long terme, ou des contrats d'assurance... pas seulement avec du « paid-up capital », il y a un « equity content » dans le transfert de risque d'autres instruments financiers. Le modèle du capital économique est à deux dimensions, mais il permet d'évaluer l'actif (investissements et opérations : règles de décision économiques), mais aussi le passif pour aller chercher notre capital dans des TSSDI ou engagements reçus ou assurances... et optimiser notre structure financière par arbitrage, et pas à n'importe quel prix (ex : titrisation, pas contre un WACC).
- 5.3 Entièrement d'accord avec le propos parfaitement illustré par ailleurs dans le graphique en annexe. Le coût d'un levier insuffisant est bien inférieur à celui d'un levier excessif et il n'est pas mauvais de conserver un peu de flexibilité financière, mais il suffit de paramétrer notre allocation de capital économique sur l'optimum.
- Bien cordialement
- Jacques TIERNY

-----Message d'origine-----

De : Rerolle, Jean-Florent [mailto:JRerolle@hlhz.com]

Envoyé : 22 juin 2006 08:06
À : TIERNY,JACQUES
Objet : A bientôt !

Jean-Florent Rérolle
Houlihan Lokey Howard & Zukin
+33 1 75 00 14 03

-----Original Message-----

From: francois_meunier <francois_meunier@coface.com>
To: "Rérolle" <jean-florent.rerolle@wanadoo.fr>; Bruno Husson (b.husson@dcbfairness.com) <bruno.husson@cbfairness.fr>; Daniel Beaumont <daniel.beaumont@associes-finance.com>; jcl@ricol-lasteyrie.fr <jcl@ricol-lasteyrie.fr>; Rerolle, Jean-Florent <JRerolle@hlhz.com>; Jean-Pierre Colle <jcolle@kpmg.com>; jl.mullenbach@bma-paris.com <jl.mullenbach@bma-paris.com>; michel.leger@leger-associes.com <michel.leger@leger-associes.com>; "Nicolas Véron" <n.veron@ecif.info>; Thomas Bouvet <bouvet@europeoffering.com>; Pascal QUIRY (pascal.quiry@bnpparibas.com) <pascal.quiry@bnpparibas.com>
Sent: Wed Jun 21 23:59:04 2006
Subject:

J <<solvabilité et évaluation.doc>> ean-Florent,

Je voulais réagir après l'intéressant exposé de Jacques Tierny l'autre jour. Finalement j'ai écrit un papier, en allant un peu plus à fond que je voulais au début. En voilà le premier jet.

Merci de le passer à Jacques, avec mes sentiments très cordiaux et mes coordonnées, et peut-être aussi aux participants du petit-déjeuner SFEV.

Vos avis m'intéressent.

Amicalement

François

Coface facilite les échanges entre les entreprises partout dans le monde. Pour cela, elle offre à toutes les entreprises des solutions pour gérer, financer et protéger leur poste client : information et notation mondiale d'entreprises, gestion et recouvrement de créances, affacturage et assurance-crédit. Coface est notée AA par Fitch Ratings et Aa3 par Moody's.

Coface facilitates business-to-business trade throughout the world by offering companies solutions to help them manage, finance and protect their receivables : information and company ratings, receivables management, receivables finance and protection. Coface is rated AA by Fitch ratings and Aa3 by Moody's.

This e-mail message and any attachments are for the sole use of the intended recipient(s) and may contain confidential information. If you are not an intended recipient, or an intended recipient's authorized agent, you are hereby notified that any dissemination, distribution or copying of this e-mail message or any attachments is strictly prohibited. If you have received this message in error, please notify the sender by reply e-mail and delete this e-mail message and any attachments from your computer system.