

DIPLÔME SUPÉRIEUR DE COMPTABILITÉ ET DE GESTION

UE2 – FINANCE

SESSION 2022

Éléments indicatifs de corrigé et barème national

DOSSIER 1 – DIAGNOSTIC FINANCIER

1. Faire le diagnostic de l'évolution des marges et de la profitabilité ;

1. La marge brute est un indicateur de positionnement sur un produit par rapport à un marché. Elle permet de comprendre immédiatement le positionnement du groupe entre les achats et les ventes et donc d'apprécier le pouvoir que le groupe peut avoir sur son secteur, ses fournisseurs, ses clients, ses concurrents. La marge brute se détériore de manière significative entre 2019 et 2021 puisqu'elle perd 11,64 points. Cela préjuge de difficultés à venir.
2. L'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) n'a pas de définition officielle. Il ressemble à l'EBE. Il fournit une indication de la performance du groupe avant effet des choix d'investissement, de financement et de l'impôt. Contrairement à la marge brute, l'EBITDA progresse de 1,83 points sur la période étudiée.
3. De même, l'EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), qui est un indicateur proche du REX ou ROC, progresse de 0,34 points même si le taux reste faible en 2021 à 5,94%. Comparativement à l'EBITDA, cet indicateur est affecté par le choix des méthodes et durées d'amortissement des immobilisations.
4. La profitabilité de cette société est faible puisqu'elle s'élève en 2021 à 1,55 euros pour 100 euros de chiffre d'affaires. De plus, elle se dégrade sur la période de 0,41 points.

2. Faire le diagnostic de la rentabilité financière et économique ;

1. Le ROE (*Return on Equity*) est le ratio qui mesure la rentabilité des capitaux propres. Cet indicateur diminue durant la période pour passer de 3,13% en 2019 à 2,59% en 2021. Autrement dit, en 2021 pour 100 euros de capitaux propres, Energy+ ne dégageait qu'un bénéfice de 2,59 euros.
2. Le ROCE (*Return on Capital Employed*) vise à mesurer la rentabilité et l'efficacité des investissements en capital nécessaires à l'activité d'une firme. Comme pour le ROE, les ROCE annuels sont bas et se dégradent pour atteindre 3% en 2021 au lieu de 3,42% en 2019. Notons que les ROCE sont supérieurs au ROE, ce qui suppose un effet pénalisant lié à l'endettement trop important de ce groupe, qui en vient à dégrader la rentabilité destinée aux actionnaires (ROE).

3. Faire le diagnostic des risques d'Energy+.

1. Le ratio de liquidité réduite est un indicateur qui permet d'apprécier la capacité de la firme à honorer ses dettes à court terme (moins d'un an) avec ses actifs à moins d'un an réputés liquides donc sans tenir compte des stocks dont l'éventualité d'une vente n'est pas certaine. Cet indicateur doit par convention être supérieur à 80%. La liquidité d'Energy+ est excellente puisqu'elle est supérieure à 100% sur l'ensemble de la période. Elle diminue légèrement passant de 105,3% à 104,5%.
2. Le ratio de solvabilité appréhende la capacité de la firme à honorer ses engagements avec ses dettes non exigibles à savoir ses capitaux propres. Cet indicateur fait le rapport entre les capitaux propres et le total bilan. En l'occurrence pour Energy+, la solvabilité n'est pas assez bonne sur les trois années mais surtout se dégrade pour passer de 28,06% en 2019 à 23,80% en 2021. Cette dégradation suit-elle les contreperformances identifiées précédemment ?
3. Le ratio d'endettement qui mesure le niveau d'endettement de la firme comparé à ses capitaux propres ne doit pas être supérieur à 100%. En effet, les créanciers apportent un euro quand les actionnaires fournissent le même euro. Dans ce cas, le niveau d'endettement d'Energy+ est trop important et s'aggrave sur les trois années passant de 136% à 180% en 2021. Sur cet indicateur, le niveau de risque pris par le groupe est trop important.

DOSSIER 2 – GOUVERNANCE ET TURNOVER DU DIRIGEANT

1. Définir ce qu'est la gouvernance des entreprises. Quel est l'objectif du dirigeant dans le cadre d'une approche actionnariale ? Comment réduit-on les divergences d'intérêt entre le dirigeant et les actionnaires ?

La gouvernance des entreprises désigne l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui « gouvernent » leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire, selon Charreaux (1997).

Si le dirigeant ne détient pas directement d'actions, il n'a pas d'incitation à maximiser la performance de la firme, c'est à dire la rente des actionnaires. Le dirigeant a pour objectif de maximiser la création de valeur actionnariale.

Des divergences d'intérêt entre les actionnaires et le dirigeant peuvent exister. Pour cela des coûts d'agence sont mis en œuvre pour réduire ces divergences au travers des mécanismes de gouvernance : des coûts de contrôle mis en œuvre par le conseil d'administration, des coûts de dédouanement mis en œuvre par le dirigeant. Une perte résiduelle persiste malgré les coûts précédemment cités.

2. Quelles sont les dispositions prévues par le code AFEP-MEDEF et dans quelles mesures le protocole d'accord (Annexe 3) conclut entre Energy+ et son ancienne dirigeante respecte-t-il ces dispositions ?

- Rôle majeur donné aux actionnaires : dans le protocole d'accord, chaque proposition est soumise à l'approbation en AG des actionnaires.
- Indemnités de départ soumises à des conditions de performance : dans le protocole d'accord, un taux de réussite est imposé à hauteur de 94,5% pour l'exercice 2021.
- Conditions de performance appréciées sur deux années au moins : dans le protocole d'accord, seule l'année 2021 est mentionnée donc les deux exercices d'appréciation ne sont pas respectés.
- Départ contraint du dirigeant : effectivement non-renouvellement des fonctions de Directeur Général par le conseil d'administration (cf. introduction du cas) début 2022.
- Indemnité de départ ne doit pas dépasser deux ans de rémunérations (fixe et variable) : dans le protocole d'accord, indemnité de 672.736 euros bruts qui correspond à une valeur inférieure aux montants fixes (1 000 000 euros, cf. annexe 4) et variables (661.500 euros bruts pour 2021). Ces chiffres laissent supposer que l'indemnité de départ est dans la limite fixée par le code.
- Indemnité de non-concurrence plafonnée avec l'indemnité de départ à deux années de rémunérations : dans le protocole d'accord, indemnité de 1.231.320 euros bruts qui correspond bien au montant plafond fixé par le code.

DOSSIER 3 – REACTION DES MARCHES FINANCIERS

1. Quels sont les enseignements de la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers développée par Eugène Fama ? Quels sont les postulats de départ de cette théorie ? Quel est le degré d'efficience d'un marché comme Euronext ?

L'hypothèse des marchés financiers suggère que le prix des actions est « juste ». Le cours boursier reflète la valeur de chaque action compte tenu de l'information disponible sur les marchés. L'hypothèse des marchés financiers efficients suggère sur le long terme que les revenus générés sont positifs. Cette hypothèse sous-entend que les investisseurs ne peuvent pas battre de manière répétée et régulière le marché.

Les postulats de départ sont :

- les individus sont rationnels : Un investisseur rationnel cherche à maximiser sa rentabilité pour un niveau de risque donné.
- le marché assure la liquidité des titres : l'efficacité informationnelle est possible car les marchés sont bien organisés (efficacité organisationnelle) et très concurrentiels et les changements de prix suivent une marche aléatoire (les évolutions futures sont impossibles à prévoir car elles sont totalement aléatoires).
- l'accès à l'information est libre pour tous ;
- les coûts de transaction comme l'imposition sont faibles.

Le degré d'efficience d'un marché comme Euronext est a priori dit « semi fort ». Le prix des actions reflète non seulement toute l'information contenue dans les mouvements de prix passés mais aussi toute l'information publique disponible. Il n'y a donc pas de bénéfices dans l'analyse de l'information existante (rapports annuels, annonces de dividendes, salaires des nouveaux dirigeants...) après que l'information a été révélée. Le marché des actions a déjà répercuté cette information dans le prix actuels des actions.

2. Quels les apports de la finance comportementale dans la compréhension de l'irrationalité des investisseurs ?

- La finance comportementale prend appui sur les travaux de **psychologues** comme Daniel Kahneman et Amos Tversky (1979).
- Elle mesure les écarts entre le processus décisionnel humain (*homo sapiens*) et le processus décisionnel rationnel (*homo economicus*).
- Elle permet de comprendre les **anomalies** sur les marchés des actions dont les **sur réactions et les sous-réactions**, la formation des bulles et le pessimisme irrationnel.
- Elle identifie les comportements irrationnels des individus comme **l'aversion à la perte, l'hubris** (orgueil) se traduisant par **sur optimisme** ou de la sur-confiance doublée par une illusion de contrôle.
- Des biais de représentativité ou d'ancrage sont aussi identifiés ainsi que **l'instinct grégaire** ou mimétisme qui explique la formation de bulle ou l'aggravation de crises.

3. Expliquez l'évolution du cours boursier d'Energy+ (annexe 5) selon ces deux paradigmes de l'efficience et de la finance comportementale. Argumentez cette baisse du cours boursier à partir de J.

En considérant l'hypothèse d'efficience les investisseurs craignent une diminution des performances de l'entreprise et ne comprennent pas la validation économique de ce choix. En raisonnant en intégrant les biais mis en évidence par la finance comportementale : les investisseurs se demandent comment les autres investisseurs vont réagir et risquent d'accentuer un biais de sous-confiance initial dans la société par des phénomènes de mimétisme

La chute du cours boursier d'Energy+ durant la journée d'annonce J du non-renouvellement du mandat de la directrice générale (annexe 5) s'explique par l'adoption d'un raisonnement à court terme par les investisseurs au détriment d'un investissement à long terme. En effet, les investissements dans la transition énergétique réalisés par l'entreprise sont obérés par cette annonce qui laisse présager une revente du titre de façon imminente. Ce raisonnement est en contradiction avec l'hypothèse d'efficience des marchés financiers qui suppose que les investisseurs rationnels vont privilégier les investissements à long terme puisqu'ils ont du sens économique. Ainsi, un comportement de court terme est jugé plutôt de manière irrationnelle. Anticipant une vente du titre sur le marché, les investisseurs vont vendre pour limiter leurs pertes à court terme créant une prophétie autoréalisatrice où la baisse sera effective suite à ces premières ventes. Ce comportement est renforcé par le phénomène social de mimétisme où les investisseurs vont vendre car d'autres dont les investisseurs institutionnels vendent en premier.

DOSSIER 4 – RSE

1. Qu'est que l'approche partenariale de la gouvernance ? Quelles sont les différences entre l'approche partenariale et l'approche actionnariale de la gouvernance ?

L'entreprise évolue dans un écosystème complexe, en interaction avec un ensemble de partenaires. Selon Charreaux (2020), la gouvernance partenariale est « un système institutionnel, qui en encadrant les décisions des dirigeants, influence l'efficacité des organisations dans l'utilisation qu'elles font des ressources qui leur sont apportées par les différentes parties prenantes. Cette perspective est partenariale en retenant l'ensemble des parties prenantes, elle permet d'intégrer la notion de responsabilité sociale de l'organisation. »

Dans l'approche de la gouvernance partenariale, la création de valeur doit se faire en tenant compte des multiples parties prenantes (pour une liste non exhaustive : investisseurs, dirigeants, salariés, syndicats, clients/ utilisateurs, fournisseurs et associés de la chaîne d'approvisionnement, partenaires et alliés, communauté locale, gouvernement, autorités réglementaires, ONG, citoyens...).

Dans l'approche partenariale, l'entreprise :

- Poursuit un objectif social plus large ;
- Doit créer de la valeur pour la société. Elle a de multiples obligations notamment RSE ;
- Doit prendre en considération toutes les parties prenantes.

Dans l'approche actionnariale, l'entreprise doit maximiser les profits pour les actionnaires (propriétaires et créanciers résiduels).

2. Quelles sont les différentes parties prenantes pour un groupe en transition énergétique comme Energy+ ?

Les différentes parties prenantes sont les actionnaires, les investisseurs, les agences de notation, les clients privés et publics, les fournisseurs, le monde académique, les citoyens, les ONG, les salariés du groupe, les syndicats.

3. Classez les enjeux cruciaux pour le groupe et pour les parties prenantes selon six items. Comparez les enjeux les plus cruciaux pour les parties prenantes et l'engagement RSE d'Energy+ dans la création de valeur

Social :

- Santé et sécurité au travail
- Dialogue social
- Motivation des salariés
- Droits humains

Sociétal :

- Sécurité des installations
- Chaîne d'approvisionnement responsable (achats)
- Communautés

Environnement :

- Lutte contre le changement climatique (climat)
- Préservation de l'environnement

Affaires :

- Innovation et adaptation
- Relations et satisfaction clients
- Efficacité énergétique
- Sécurité et utilisation des données (cybersécurité)

Gouvernance :

- Éthique et conformité
- Réputation et transparence (transparence)
- Management des risques (risques)

Finance :

- Solidité financière
- Croissance à long terme (croissance durable)

L'enjeu le plus crucial partagé par le groupe et par les parties prenantes concerne l'enjeu sociétal de la sécurité des installations.

Les enjeux les plus cruciaux, en haut du graphique, pour les parties prenantes concernent l'environnement avec la lutte pour le climat et contre le changement climatique et dans une moindre mesure la préservation de l'environnement. Parmi les enjeux globaux, les communautés (ONG, collectivités, etc.) sont un enjeu sociétal crucial. Les enjeux internes au groupe les plus appréciés par les parties prenantes sont l'innovation en tant qu'enjeu des affaires, l'éthique et la conformité en tant qu'enjeu de gouvernance et la santé au travail pour ce qui concerne les enjeux sociaux. Les enjeux financiers sont moins importants pour les parties prenantes.

En revanche, pour Energy+ les enjeux financiers - comme la croissance durable et dans une moindre mesure la solidité financière - sont importants. Dans les enjeux sociaux, contrairement aux parties prenantes, la motivation des salariés prime sur la santé et la sécurité au travail, s. Les enjeux d'affaires sont importants comme l'innovation, la satisfaction des clients et l'efficacité énergétique. L'enjeu de l'environnement avec le climat est également une préoccupation.

Cette comparaison des enjeux cruciaux montre que le groupe reste focalisé sur la pérennité et sur la viabilité financière et business de son revirement stratégique de transition écologique, là où les parties prenantes s'attachent plus aisément à des enjeux plus globaux comme la protection de l'environnement, sociétaux et sociaux.