

**DIPLÔME SUPÉRIEUR DE COMPTABILITÉ
ET DE GESTION**

UE2 – FINANCE

SESSION 2024

Éléments indicatifs de corrigé

DOSSIER 1 – Évaluation du groupe Bel

1. Procédez au calcul de la rentabilité exigée par les actionnaires à partir du MEDAF (annexe 1)

La rentabilité exigée par les actionnaires est déterminée à partir du MEDAF :

$$K_c = r_f + \beta_c \times (R_m - r_f)$$

Où r_f est le taux sans risque

β_c est le bêta du titre Bel

$R_m - r_f$ est la prime de risque de marché

Donc

$$K_c = r_f + \beta_c \times (R_m - r_f) = 0,42 + 0,67 \times 11,49 = 8,12 \%$$

Compte tenu du risque pays important, il convient d'ajouter à cette rentabilité exigée la prime de risque pays qui est de 0,76%. La rentabilité exigée par les actionnaires de Bel est donc de : $8,12 \% + 0,76\% = 8,88\%$

2. Déterminez la valeur de l'entreprise à partir de la méthode des flux de trésorerie disponible de 2021 à 2024 avant de déterminer la valeur des capitaux propres et la valeur théorique de l'action (annexe 2)

	2020	2021	2022	2023	2024	Valeur terminale
Chiffre d'affaires	3455,8	3611	3774	3944	4121	
EBIT		260	272	284	371	
-IS		-69	-72	-75	-98	
=Résultat net		191	200	209	273	
+DAP		166	174	181	190	
=CAF d'exploitation		357	373	390	462	
-Investissements		-166	-174	-181	-190	
- variation BFR		-15	-16	-17	-17	
=FTD		176	184	192	255	3969
FTD actualisé		163	158	152	187	2914
VGE	3575					

Pour 2021 :

$$CA = CA_{2020} \times (1+4,5\%) = 3455,8 \times 1,045 = 3611$$

$$EBIT = CA_{2020} \times 0,072 = 260$$

$$RN = EBIT \times 26,5\%$$

$$DAP = \text{investissements} = 4,6\% \text{ CA}$$

$$\text{FTD actualisé} = \text{FTD} / (1+\text{CMPC})^1$$

Valeur terminale :

Application de la méthode Gordon-Shapiro

$$= (FTD 2024 \times (1+g)) / (CMPC - g) = (255 \times 1,015) / (0,0803 - 0,015) = 3969$$

VGE :

$$FTD 2021 \times (1+CMPC)^{-1} + FTD 2022 \times (1+CMPC)^{-2} + FTD 2023 \times (1+CMPC)^{-3} + FTD 2024 \times (1+CMPC)^{-4} + \text{valeur terminale} \times (1+CMPC)^{-4} = 176 (1+8,03\%)^{-1} + 184 (1+8,03\%)^{-2} + 192 (1+8,03\%)^{-3} + 255 (1+8,03\%)^{-4} + 3969 (1+8,03\%)^{-4} = \mathbf{3575}$$

La valeur globale de l'entreprise est de **3 575 millions d'euros**.

La valeur des capitaux propres est déterminée par soustraction des dettes financières de la VGE, soit $3\,575 - 953 = \mathbf{2\,622\text{ millions d'euros}}$.

La valeur de l'action est donc d'environ : $2\,622\,000\,000 / 6\,872\,335 = \mathbf{381,48\text{ euros}}$.

3. Déterminez la valeur de l'entreprise à partir de la méthode des multiples sectoriels VGE/EBIT après avoir présenté l'intérêt et la limite de la méthode (annexe 3)

L'approche par les multiples des sociétés comparables cotées consiste à évaluer la société en appliquant aux agrégats financiers du plan d'affaires ajusté de Bel les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables cotées.

L'existence d'un certain nombre de sociétés opérant dans le même secteur d'activité que celui de la société et partageant des caractéristiques proches concernant le profil opérationnel et financier de Bel (taille, implantations géographiques, portefeuille de produits, niveau de marge, intensité capitalistique) permet de retenir cette approche.

La principale limite est que, compte tenu de la spécificité du modèle de Bel, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable.

Société	Pays	VGE	EBIT	Multiple VGE/EBIT
Saputo	Canada	11791	756	15,6
Meiji Holdings	Japon	7841	808	9,7
Yakult Honsha	Japon	5570	416	13,4
Emmi	Suisse	5227	274	19,1
Glanbia	Irlande	4423	244	18,1
Bright Dairy Food	Chine	2673	195	13,7
Savencia	France	1687	225	7,5
Moyenne				13,87
EBIT de Bel				203
VGE de Bel				2815,9

La valeur globale de l'entreprise est de : $13,87 \times 203 = \mathbf{2\,815,9\text{ millions d'euros}}$.

La valeur des capitaux propres est déterminée par soustraction des dettes financières de la VGE, soit $2815,9 - 953 = \mathbf{1\,862,9\text{ millions d'euros}}$.

La valeur de l'action est donc d'environ : $1\,862\,900\,000 / 6\,872\,335 = \mathbf{271,07\text{ euros}}$.

4. Déterminez la prime offerte par action au regard des différents cours boursiers disponibles en annexe 4

	Cours de bourse	Prime offerte par action (%)
Cours de référence de l'action au 17/03/2021	378	46%
Moyenne 1 mois	364,8	51%
Moyenne 6 mois	329,6	67%
Moyenne 12 mois	312,8	76%
Cours le plus bas 12 mois	246	124%
Cours le plus haut 12 mois	378	46%

5. Commentez la fourchette de négociation au regard du prix retenu pour l'OPR qui est de 550 euros

Comparativement au prix proposé lors de l'OPR, les différentes valorisations révèlent la générosité de l'offre, dans la mesure où le prix proposé offre une prime minimum de 44% au-dessus du prix déterminé par la méthode des FTD et plus du double par rapport à la méthode des multiples sectoriels ou par rapport au cours le plus bas constaté depuis 12 mois. En proposant un tel prix, les propriétaires de Bel agissant de concert avec Unibel souhaitent la réussite de l'opération de retrait et de radiation de la bourse.

	Prix de l'action	Prime offerte par action (%)
FTD	381,48	44%
Cours de référence de l'action au 17/03/2021	378	46%
Cours le plus haut 12 mois	378	46%
Moyenne 1 mois	364,8	51%
Moyenne 6 mois	329,6	67%
Moyenne 12 mois	312,8	76%
Multiples sectoriels	271,07	103%
Cours le plus bas 12 mois	246	124%

DOSSIER 2 – Gouvernance et offre publique de retrait de Bel par Unibel

1. Qu'est-ce qu'une offre publique de retrait, ainsi que le retrait obligatoire ?

Une offre publique de retrait est une procédure consistant pour un actionnaire majoritaire de racheter les actions d'une société (la part restant aux actionnaires minoritaires), afin de retirer les titres de la cotation sur un marché.

Le retrait obligatoire est la radiation de la totalité des actions cotées d'une société. Cette procédure à la demande de l'actionnaire majoritaire intervient si le nombre d'actions encore en circulation sur le marché passe en dessous du seuil de 5 %.

2. Quels sont les motifs d'une offre publique de retrait de la cotation boursière, notamment pour Bel ?

- Compte tenu de la structure actuelle de l'actionnariat familial et concentré de Bel et du faible volume d'échanges des actions sur le marché, un maintien de la cotation des actions n'est plus justifié.
- La mise en œuvre du retrait permettra à Bel de mettre fin à l'admission de ses titres aux négociations et ainsi de réduire ses coûts de fonctionnement en se libérant des contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris.

3. Sachant que chaque membre de la famille dispose d'un droit de vote qui lui confère 2/3 de droits supplémentaires comparativement à une action ordinaire, quelle est la nouvelle structure d'actionnariat en ce qui concerne les actions, les droits de vote théoriques et les droits de vote exerçables (annexe 5) ?

La détention de part du *GROUPE FAMILIAL FIEVET-BEL* diminue de 20 722 actions pour passer de 237 222 actions à 216 500 actions. Étant donné que ces actionnaires détiennent un droit de vote supplémentaire, le nombre de droits de vote théoriques et exerçables diminue de 34 445 soit un total de 432 999 droits de vote théoriques et exerçables. Cette vente se fait au profit d'Unibel dont la part dans le capital et les droits de vote de Bel augmente d'autant. La nouvelle structure de capital est donc la suivante :

Actionnaire de BEL SA après revente des titres des membres des familles	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote théoriques	Nombre de droits de vote exerçables	% Capital	% Vote théorique	% Vote exerçable
CONCERT				95,46%	82,22%	95,68%
<i>Dont Unibel SA</i>	6 560 551	9 756 195	9 756 195	67,98%	78,55%	91,44%
<i>Dont SICOPA</i>	4 671 959	9 323 196	9 323 196	23,16%	0,00%	0,00%
<i>Dont GROUPE FAMILIAL FIEVET-BEL</i>	1 591 472	-	-	3,15%	3,65%	4,25%
<i>Dont AUTO-DETENTION</i>	216 500	432 999	432 999	1,17%	0,00%	0,00%
SOFIL LACTALIS	80 620	-	-	0,90%	1,04%	1,21%
PUBLIC	61 851	123 702	123 702	3,64%	2,67%	3,10%
BEL SA	249 933	316 572	316 572			
Écart	6 872 335	11 868 561	10 196 469		14,09%	
		1 672 092				

4. Quel est l'intérêt du retrait de la côte pour la direction actuelle si elle est maintenue en fonction ?

L'équipe de direction actuelle de Bel va poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre et bénéficier de l'accompagnement dans son développement de la maison-mère Unibel. L'objectif est ici de poursuivre sa mission industrielle et commerciale liée à la fourniture d'aliments sains et durables.

L'OPR devrait se traduire par une charge administrative et une responsabilité moindre pour l'équipe de direction liées à la libération des contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris.

Logiquement, il n'y aurait pas d'effet sur la politique d'emploi ni sur le changement de l'équipe de direction. La seule mention faite est la séparation des fonctions de directeur général et de président de conseil d'administration.

5. Quelles sont les conséquences attendues en matière de gouvernance de cette OPR au regard de la loi Copé-Zimmermann (annexe 6) ?

Entrent dans le périmètre de la loi Copé-Zimmermann - qui a permis la féminisation des conseils d'administration grâce à l'instauration d'un quota de genre d'au moins 40% - les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ; or, sur 7 administrateurs, seules deux sont des femmes, soit un taux de 28,6% bien en deçà du seuil légal. Le retrait de la côte entraînera la fin de l'obligation de la tenue d'un conseil d'administration avec une proportion d'administrateurs de chaque sexe ne pouvant pas être inférieure à 40 %.

6. Pourquoi théoriquement la nomination de Cécile Béliot est un signal de bonne gouvernance ?

Les enseignements de la théorie de la gouvernance développée par Fama et Jensen montrent que l'efficacité organisationnelle passe par une séparation des fonctions de décision des fonctions de contrôle. Ainsi, deux personnes doivent exercer les mandats de DG et de Président de CA. La nomination de Cécile Béliot comme Directrice générale est ainsi un signal de bonne gouvernance, dans la mesure où elle exercera la fonction de décision, là où Antoine Fiévet exercera la fonction de contrôle comme Président de CA.

DOSSIER 3 – Responsabilité sociétale des entreprises

1. Quelle est la différence entre la RSE et l'ESG ?

Les deux termes sont souvent utilisés de manière interchangeable. Or, si les deux concepts sont complémentaires, ils ne sont pas synonymes.

RSE est un terme générique qui fait référence à la manière dont une entreprise se comporte envers les individus, la société et l'environnement. Il s'agit de l'intégration des enjeux environnementaux et sociaux dans le fonctionnement de l'entreprise, dans ses produits et ses services. Les principes de la RSE incitent l'entreprise à avoir un impact positif sur la société et l'environnement, tout en étant économiquement viable. La RSE couvre une multitude de valeurs et de pratiques, notamment la responsabilité environnementale, la responsabilité sociale, la gouvernance d'entreprise, l'éthique et la transparence. La RSE est souvent mise en œuvre par les entreprises pour garantir des pratiques commerciales responsables pour leurs employés, les communautés dans lesquelles elles opèrent et l'environnement. Les entreprises peuvent adopter une approche RSE proactive en mettant en place des programmes visant à améliorer les conditions de travail, à réduire les émissions de gaz à effet de serre ou encore à favoriser l'inclusion sociale.

L'ESG est un terme plus spécifique qui fait référence à l'évaluation de la performance RSE d'une entreprise, basée sur des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance. Ces facteurs sont mesurés sur une échelle de 0 à 100 et sont utilisés pour évaluer la performance des entreprises sur le long terme. Ils comprennent des questions liées à la pollution, à la diversité, à l'égalité des sexes, à la gouvernance d'entreprise, à la santé et à la sécurité, à la responsabilité des produits et à la protection des données. Ces critères permettent aux investisseurs de mieux appréhender les risques et les opportunités liés à la durabilité, et ainsi d'investir dans des entreprises qui favorisent la protection de l'environnement et du bien-être social.

On analyse les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance pour définir la performance RSE d'une entreprise. Il s'agit d'une analyse extra-financière de l'entreprise : comment l'entreprise se comporte-t-elle avec l'environnement et ses parties prenantes (salariés, partenaires, sous-traitants et clients) ?

Les deux notions sont étroitement liées : la RSE se mesure sur la base des critères ESG.

2. De quelle manière les indicateurs extra-financiers contribuent-ils à un meilleur pilotage de la performance financière de l'entreprise ?

Les indicateurs extra-financiers, tels que les critères ESG, contribuent à un meilleur pilotage de la performance financière en permettant de mieux gérer les risques, réduire les coûts (efficacité énergétique, réduction des déchets, amélioration des conditions de travail), améliorer la réputation (fidélisation des clients), attirer des investisseurs et talents, et favoriser l'innovation (*greentech*, *cleantech*). Ils aident à se conformer aux réglementations et à accéder à des financements avantageux (prêts verts), ce qui soutient une croissance durable à long terme.

3. Dans l'approche partenariale de Freeman (1984), citez quatre parties prenantes de l'entreprise Bel (deux internes et deux externes) et quelle est la nature de la valeur créée ?

L'approche partenariale de Freeman (1984) met l'accent sur l'importance de considérer toutes les parties prenantes d'une entreprise pour créer de la valeur partenariale. Dans le cas de l'entreprise Bel, qui est un acteur majeur dans l'industrie agroalimentaire, les différentes parties prenantes et la nature de la valeur créée pour chacune peuvent être les suivantes :

Partie prenante	Nature de la valeur
Investisseurs/Actionnaires	Rentabilité et rendement
Employés	Conditions de travail sûres et équitables, opportunités de développement professionnel, rémunération juste et avantages sociaux Actionnariat salarié
Clients/Consommateurs	Produits alimentaires de haute qualité, sûrs et innovants
Fournisseurs et Producteurs de Lait	Relations équitables et durables, soutien technique et financier, contrats à long terme et prix justes
Partenaires et Distributeurs	Relations commerciales solides et équitables, accès à de nouveaux marchés
Communautés Locales	Contribution au développement économique local, création d'emplois, soutien à des initiatives sociales et environnementales locales
Environnement	Pratiques durables, réduction de l'empreinte carbone, gestion efficace des ressources naturelles, initiatives de recyclage et de réduction des déchets
Régulateurs et Gouvernements	Conformité aux réglementations, contribution aux politiques publiques sur la nutrition et la durabilité

4. Quelles sont les principales différences de la société à mission que devient Bel avec l'approche actionnariale classique des entreprises ?

La transformation de l'entreprise Bel en société à mission implique un changement fondamental dans son modèle d'affaires et sa gouvernance par rapport à l'approche actionnariale classique.

Au-delà de la recherche de profit, une société à mission inscrit dans ses statuts des objectifs sociaux et environnementaux spécifiques à poursuivre dans le cadre de son activité. Bel s'engage dans une approche à long terme afin de conjuguer rentabilité et durabilité. Pour se faire, Bel se dote d'une raison d'être qui est inscrite dans ses statuts : « en donnant accès à une alimentation plus saine et plus durable pour tous ».

Le contrôle du respect de cet engagement statutaire est du ressort du comité de mission, qui est un nouvel organe de gouvernance d'entreprise, en charge du suivi et du contrôle des objectifs sociaux et environnementaux afin de rendre compte aux parties prenantes (employés, clients, fournisseurs, communautés, environnement, etc).

5. Comment l'actionnariat salarié contribue-t-il à renforcer la création de valeur au sein de Bel ?

L'actionnariat salarié contribue à renforcer la création de valeur chez Bel, à la suite de la mise en place du plan mondial « We Share », grâce à :

- Un alignement des intérêts : Les employés, en tant qu'actionnaires, sont plus motivés et engagés car ils bénéficient directement du succès de l'entreprise (*« avec des minimums garantis et des perspectives de valorisation prometteurs, visant à la fois la sécurité et la performance »*) ;
- Une rétention et attractivité plus importante des talents : Il aide à retenir les talents et à attirer de nouveaux employés en offrant des perspectives financières à long terme (*« Proposer à nos collaborateurs de devenir actionnaires de Bel est une étape importante de notre ambition pour un partage de la valeur à long terme »*) ;
- Une amélioration de la performance : Les employés actionnaires sont plus innovants et responsables, ce qui améliore la productivité et la qualité du travail ;
- Une plus grande cohésion et collaboration : il favorise l'esprit d'équipe et la collaboration, renforçant la cohésion interne (*« Le plan s'adresse aux collaborateurs à tous les niveaux du groupe »*);
- Une plus grande stabilité financière : il encourage une vision à long terme et la répartition des bénéfices, contribuant à la solidité financière (*« Le groupe s'engage ainsi dans un processus long terme pour construire une base actionnariale salariale forte et renforcer sa solidité »*) ;
- Une meilleure gouvernance : il permet une participation accrue des employés dans les décisions stratégiques, améliorant la gouvernance et la transparence de l'entreprise familiale dans la lignée du souhait *« de la famille actionnaire et de l'équipe dirigeante d'associer l'ensemble des collaborateurs au partage de la valeur qu'ils créent »*.