

SESSION 2009

UE 2 – FINANCE

Durée de l'épreuve : 3 heures - coefficient : 1

Document autorisé :

Aucun

Matériel autorisé :

Une calculatrice de poche à **fonctionnement autonome sans imprimante et sans aucun moyen de transmission, à l'exclusion de tout autre élément matériel ou documentaire (circulaire n° 99-186 du 16/11/99 ; BOEN n° 42).**

Document remis au candidat :

Le sujet comporte 9 pages numérotées de 1/9 à 9/9.

Il vous est demandé de vérifier que le sujet est complet dès sa mise à votre disposition.

Le sujet se présente sous la forme de deux dossiers indépendants

Page de garde	page 1
DOSSIER 1 - Étude de cas	(75 points, soit 15/20)..... page 2
DOSSIER 2 - Réflexion sur la Gouvernance.....	(25 points, soit 5/20)..... page 3

*Le sujet comporte les annexes suivantes***DOSSIER 1**

Annexe 1 - États financiers consolidés	page 4
Annexe 2 - Estimation du coût du capital	page 5
Annexe 3 - Construction du plan d'affaires	page 5
Annexe 4 - Évaluation par actualisation des flux de trésorerie disponibles.....	page 5
Annexe 5 - Évaluation par comparaison	page 6
Annexe 6 - Taux d'intérêts pratiqués sur le marché monétaire	page 6

DOSSIER 2

Annexe 7 - Rémunération des dirigeants de groupes cotés.....	page 6
Annexe 8 - Extrait du rapport annuel 2007, Groupe Bouygues	page 7

AVERTISSEMENT

Si le texte du sujet, de ses questions ou de ses annexes, vous conduit à formuler une ou plusieurs hypothèses, il vous est demandé de la (ou les) mentionner explicitement dans votre copie.

*Il vous est demandé d'apporter un soin particulier à la présentation de votre copie.
Toute information calculée devra être justifiée.*

DOSSIER 1 - ÉTUDE DE CAS

La société Siniaque souhaite acquérir la société Peletier. Pour cela, ses dirigeants vous demandent de procéder à un bref diagnostic de sa performance, puis à son évaluation. Enfin, compte tenu du fait qu'une partie du financement ne sera disponible que dans 10 mois, ils vous interrogent sur une possible couverture du risque de taux.

Travail à faire

Toutes les questions peuvent être traitées indépendamment, à partir des informations fournies en annexes.

1. Calcul de la performance de Peletier (*annexe 1*)

À partir des comptes consolidés, vous déterminerez la rentabilité économique des capitaux employés et la rentabilité des capitaux propres Groupe de la société Peletier ainsi que le taux de marge opérationnelle, sur les trois dernières années. Un taux d'imposition normatif de 33 1/3% sera retenu.

Vous justifierez les options retenues pour le calcul des différents agrégats.

2. Estimation du coût moyen pondéré du capital de la société de Peletier (*annexe 2*)

La société Peletier n'étant pas cotée, il n'est pas possible d'estimer directement son coût du capital. Sur la base des données de ses principaux concurrents, vous estimerez successivement le bêta de l'activité, le bêta de l'action, le coût des fonds propres de la société (à partir du MEDAF majoré d'une prime d'illiquidité) ainsi que son coût moyen pondéré du capital (CMPC).

3. Construction du plan d'affaires (*business plan*) de Peletier (*annexe 3*)

Le diagnostic financier réalisé, il est possible de tirer des projections sur les 5 prochaines années. Vous estimerez ainsi les flux de trésorerie disponibles (*free cash-flows*) sur cet horizon.

4. Évaluation de la société Peletier par actualisation des flux de trésorerie disponibles de Peletier (*annexe 4*)

Suite à de multiples réunions et échanges, le coût moyen pondéré du capital de Peletier ainsi que son plan d'affaires sont revus. Sur la base de ces derniers et des hypothèses précisées en annexe, évaluez la valeur de marché des capitaux propres (hors intérêts minoritaires) de la société Peletier sur la base de l'actualisation de ses flux de trésorerie disponibles (les calculs seront effectués en milliers d'euros).

5. Évaluation de la société Peletier par comparaison (*annexe 5*)

En complément de la précédente évaluation, vous évalueriez la valeur de marché des capitaux propres (hors intérêts minoritaires) de la société Peletier sur la base de multiples de son résultat opérationnel et de son résultat net.

6. Financement de l'opération (*annexe 6*)

Le rachat de Peletier par la société Siniague se fera dans deux mois. Les disponibilités nécessaires ne seront disponibles que dans 10 mois. Siniague envisage de contracter un emprunt d'un montant de 15 M€ dans deux mois pour une période de 8 mois.

Que craint Siniague? Quel type de *forward-forward* va-t-elle conclure avec sa banque ?

Quel est le taux minimum que la banque va proposer à Siniague pour ce *forward-forward* ?

DOSSIER 2 – RÉFLEXION SUR LA GOUVERNANCE

Sujet :

Gouvernance et pratiques de rémunération des dirigeants

À la lumière de la crise financière, les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées ont fait l'objet de polémiques. Il vous appartient, sur la base de vos connaissances et des deux textes en annexe (annexes 7 et 8), d'éclairer la question suivante :

Dans une optique de bonne gouvernance, les théories financières ou managériales apportent-elles des éléments de réponses à la question de la rémunération des dirigeants de sociétés cotées ?

Il est attendu de la part du candidat de répondre de **manière précise et structurée** à la question posée.

Il est demandé de **limiter votre réponse à 4 pages au maximum** sur votre copie d'examen.

Annexe 1

États financiers consolidés de Peletier (en K€)

Compte de résultat	N	N-1	N-2
Chiffre d'affaires	41 600	35 110	32 170
Charges d'exploitation (hors amort. & prov.)	- 36 360	- 30 910	- 28 140
Amortissements et provisions	- 1 520	- 1 340	- 1 290
Résultat d'exploitation	3 720	2 860	2 740
Autres produits et charges opérationnels	- 390	- 310	- 320
Résultat opérationnel	3 330	2 550	2 420
Coût de l'endettement financier brut	- 680	- 460	- 450
Produits de trésorerie	50	50	60
Coût de l'endettement financier net	- 630	- 410	- 390
Autres produits et charges financiers	- 120	- 160	- 150
Résultat financier	- 750	- 570	- 540
Impôts sur les résultats	- 890	- 690	- 610
Résultat net de l'ensemble consolidé	1 690	1 290	1 270
- Résultat net Part du Groupe	1 640	1 260	1 240
- Part revenant aux intérêts minoritaires	50	30	30

Bilan - Actif	N	N-1	N-2
Ecarts d'acquisition	9 330	9 720	5 200
Autres immobilisations incorporelles	3 200	3 200	1 800
Immobilisations corporelles	12 770	12 820	9 370
Autres actifs non courants	980	1 030	810
Total de l'actif non courant	26 280	26 770	17 180
Stocks	5 630	5 530	4 810
Créances clients	6 300	5 800	4 750
Autres créances	2 000	1 020	1 070
Disponibilités et équivalents de trésorerie	1 470	2 080	2 900
Total de l'actif courant	15 400	14 430	13 530
TOTAL DE L'ACTIF	41 680	41 200	30 710

Bilan - Passif	N	N-1	N-2
Capitaux propres du Groupe	14 160	11 990	10 630
Intérêts minoritaires	320	330	240
Capitaux propres de l'ensemble consolidé	14 480	12 320	10 870
Dettes financières	9 880	11 310	5 630
Provisions pour retraites et avantages au pers.	2 200	3 430	2 760
Autres passifs non courants	2 160	2 020	1 100
Total des dettes non courantes	14 240	16 760	9 490
Partie court terme des dettes financières	990	920	1 340
Partie court terme des autres passifs	470	680	350
Dettes fournisseurs	5 520	4 780	3 950
Autres dettes	3 780	3 050	2 560
Emprunts à moins d'un an et banques créditrices	2 200	2 690	2 150
Total des dettes courantes	12 960	12 120	10 350
TOTAL DU PASSIF	41 680	41 200	30 710

Annexe 2

Estimation du coût du capital de Peletier

Pour estimer le coût moyen pondéré du capital de Peletier, vous vous fondez sur les données de trois sociétés cotées européennes, comparables en termes d'activités. Pour ce faire, vous utiliserez la formule de désendettement du coefficient bêta suivante :

$$\beta_c = \beta_a + (\beta_a - \beta_d) \times \frac{VDF}{VCP}$$

où β_c représente le bêta de l'action, β_a le bêta de l'activité, β_d le bêta des dettes financières, VDF la valeur de marché des dettes financières et VCP la valeur de marché des capitaux propres.

	Société A	Société B	Société C
Bêta de l'action	1,15	1,22	1,40
Bêta de la dette	0,1	0,1	0,2
VDF (M€)	200	300	400
VCP (M€)	400	500	400

Dans le cas de la société Peletier, vous retiendrez un levier d'endettement (VDF/VCP) de 0,7 et un bêta des dettes financières de 0,2. Le taux des obligations assimilables du Trésor est de 4% et la prime de risque du marché de 6%. S'agissant d'une société non cotée, pour l'estimation du coût des fonds propres, une prime d'illiquidité de 4 points sera ajoutée au taux obtenu dans le cadre du MEDAF.

Compte tenu de sa situation financière, Peletier estime pouvoir s'endetter à un taux d'intérêt de 8 %. Quant au coût des fonds propres à retenir pour le coût du capital, après divers ajustements, il est retenu à 16%. La structure financière sera arrondie à la dizaine près (par exemple, on retiendra 40 % au lieu de 38%). Le taux de l'impôt sur les sociétés est de 33 1/3 %.

Annexe 3

Construction du plan d'affaires de Peletier

Le chiffre d'affaires prévisionnel pour l'exercice N+1 est de 44 millions d'euros. Vous anticipez une augmentation du chiffre d'affaires en N+2 de 15%, de 10% en N+3, de 5% en N+4, puis une stabilisation de la croissance à 2% par an. Le taux de marge opérationnelle prévisionnel est de 8% pour N+1, 9% pour N+2 puis de 10% pour les exercices suivants. Les dotations aux amortissements sont estimées à 4% du chiffre d'affaires, de même que les investissements annuels. Le besoin en fonds de roulement est évalué à 10% du chiffre d'affaires de l'année.

Annexe 4

Évaluation par actualisation des flux de trésorerie disponibles

À l'issue de nombreux échanges, il est décidé de retenir un coût moyen pondéré du capital de 12% et les projections de flux de trésorerie disponibles suivantes :

(en K€)	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Flux trésorerie disponibles	2 400	2 500	3 200	3 600	3 800

Au-delà de l'année N+5 (et sur un horizon infini), il sera retenu un taux de croissance constant des flux de trésorerie disponibles de 2% par an. La valeur retenue pour les dettes sera celle du bilan.

Annexe 5

Évaluation par comparaison

Pour l'évaluation par comparaison, le même échantillon d'entreprises comparables que pour l'estimation du coût des fonds propres de la société Peletier est retenu. Les inducteurs de valeur (ou multiples) servant à la comparaison sont :

- le résultat opérationnel anticipé pour l'exercice N+1
- le résultat net part du Groupe anticipés pour l'exercice N+1.

M€	Société A	Société B	Société C
Résultat opérationnel	60	70	80
Résultat net part du Groupe	50	64	45
VDF (M€)	200	300	400
VCP (M€)	400	500	400

En ce qui concerne la société Peletier, les anticipations sont de 3,5 M€ pour le résultat opérationnel et de 2,3 M€ pour le résultat net part du Groupe.

Annexe 6

Taux d'intérêts pratiqués sur le marché monétaire

Les taux sont les suivants :

Taux à 2 mois de : 4,50 %

Taux à 10 mois de : 5,00 %

Annexe 7

Rémunération des dirigeants de groupes cotés : nouvel environnement, nouveaux outils ?

Option Finance, n° 1014, lundi 2 février 2009, par Jean-François Louit et Jérémie Jeausserand

La déprime persistante des marchés couplée à un cadre réglementaire de plus en plus sévère affectent les packages de rémunération des dirigeants des groupes cotés. C'est dans ce contexte que certains groupes réfléchissent à l'utilisation de nouveaux outils de motivation.

La crise financière actuelle a significativement affecté certains plans d'actionnariat salarié mis en place au sein des groupes cotés. Ces plans ont ainsi perdu toute valeur à court terme, supprimant, de fait, un élément de fidélisation des principaux dirigeants des groupes cotés, qu'il s'agisse des mandataires sociaux ou des principaux cadres. En outre, la pression fiscale et sociale sur les différents éléments de rémunération de ces dirigeants n'a cessé de croître ces dernières années et cette tendance devrait se poursuivre dans les années à venir. Enfin, la question de la rémunération des dirigeants est devenue particulièrement sensible aux yeux des pouvoirs publics et de l'opinion, comme l'a rappelé le récent épisode médiatique sur les bonus des dirigeants des banques françaises.

Or, dans la période de crise actuelle, les groupes ont intérêt à conserver leurs meilleurs éléments, ce qui induit nécessairement un package financier efficient et motivant. Cette période devrait donc être l'occasion de repenser l'association des dirigeants des groupes cotés à la création de valeur à laquelle ils contribuent, alignant leurs intérêts avec ceux de leur groupe et de ses actionnaires.

Les solutions offertes en la matière sont limitées par une réglementation en constante évolution. Après la loi Breton et la loi Tépà, ce sont les recommandations Afep/Medef d'octobre 2008 qui mettent un tour de vis supplémentaire sur de nombreux sujets: prohibition du cumul mandat social et contrat de travail et encadrement sévère des indemnités de départ, des retraites supplémentaires et des attributions de stock-

options ou d'actions gratuites¹. Le principal objectif de ces règles est de sensibiliser les dirigeants au risque en les rendant responsables de leur gestion, notamment lorsque celle-ci s'est révélée inefficace, voire destructrice de valeur. Si les mandataires sociaux de la société cotée sont les premiers visés par cette évolution, il est probable qu'à terme l'ensemble des dirigeants, y compris les mandataires sociaux des filiales et les principaux cadres, sera concerné.

D'où l'idée d'abandonner certains éléments de rémunération contre la possibilité d'investir dans le groupe, en utilisant certains outils éprouvés dans le cadre du *private equity* (souscription de BSA *ratchet*, d'actions de préférence, etc.), dont la valeur à terme dépendra d'une formule de calcul reflétant la création de valeur attribuée au dirigeant, en fonction des missions qui lui ont été confiées (développement d'un nouveau produit, d'un nouveau territoire, etc.). Leur mérite essentiel est de donner au dirigeant le statut d'investisseur à risque dans le groupe qu'il gère. Ceci explique pourquoi ces outils sont compatibles avec l'évolution actuelle de la réglementation : s'ils offrent aux dirigeants une perspective de gain significatif, celui-ci ne pourra être réalisé qu'en cas de création de valeur avérée, et sera la contrepartie de la prise d'un risque patrimonial effectif. Autres avantages de ces outils :

- le gain réalisé bénéficie d'un régime fiscal et social avantageux, tant pour le dirigeant que pour la société;
- l'allocation de valeur est souple, puisque contractuelle, et plus fine qu'avec l'attribution de stock-options ou d'actions gratuites émises par la société mère ;
- les actionnaires peuvent ne subir aucune dilution en droits de vote.

Leur principal inconvénient est constitué par le risque de perte de l'investissement par le dirigeant, nécessaire contrepartie des avantages décrits ci-dessus. En pratique, la mise en place de ces outils nécessitera notamment de définir avec précision les caractéristiques des instruments financiers à émettre, leur valorisation initiale, l'identité de la société émettrice, le mode de liquidité à terme et la formule d'allocation de valeur entre les actionnaires et les dirigeants.

C'est aujourd'hui qu'il est intéressant pour les groupes de réfléchir à la mise en place de ces outils: afin d'éviter de perdre leurs meilleurs éléments bien sûr, mais aussi parce que ces solutions pourront être mises en place en bas de cycle en termes de valorisation, limitant ainsi leur coût d'acquisition.

Annexe 8

Extrait du Rapport annuel 2007, Groupe Bouygues

1. Comité des rémunérations

Mis en place en 1996, le comité des rémunérations a pour mission, en s'inspirant des recommandations sur la rémunération des dirigeants et mandataires sociaux de sociétés cotées formulées en janvier 2007 par l'Afep et le Medef :

- de proposer au conseil d'administration la rémunération à allouer aux mandataires sociaux, ainsi que les avantages de toute nature mis à leur disposition ;
- de définir à cet effet et de contrôler chaque année les règles de fixation de la part variable de la rémunération des mandataires sociaux en veillant à la cohérence avec l'évaluation de leurs performances et la stratégie à moyen terme de la société ;
- de définir une politique générale d'attribution des options, étant précisé que cette politique devra prévoir la suppression de toute décote en cas d'attribution d'options aux dirigeants du Groupe, en particulier les mandataires sociaux de la société ;
- d'examiner le ou les plans de souscription ou d'achat d'actions, en faveur des mandataires sociaux et des collaborateurs ; et de transmettre une proposition au conseil d'administration portant notamment sur le choix entre options d'achat ou de souscription ;
- d'émettre des propositions sur les systèmes de rémunération et d'incitation des dirigeants du Groupe ;

¹ Même si ces recommandations n'ont pas (encore) de force obligatoire et sont susceptibles d'être ajustées prochainement, la plupart des sociétés françaises cotées ont annoncé qu'elles s'y plieront, sous réserve de la marge de manœuvre, non négligeable, laissée par le principe de « *comply or explain* ».

- d'émettre des propositions, en cas d'attribution d'options ou d'attribution gratuite d'actions au président, au directeur général ou à un directeur général délégué, sur le nombre d'actions issues de levées d'options ou d'actions attribuées gratuitement que l'intéressé sera tenu de conserver jusqu'à la fin de ses fonctions.
- de soumettre chaque année au conseil le projet de rapport exigé par le Code de commerce :
 - sur la rémunération et les avantages de toute nature consentis aux mandataires sociaux par la société et les sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-16 du Code de commerce ;
 - sur les options de souscription ou d'achat d'actions, et levées par les mandataires sociaux et les dix salariés de la société, principaux bénéficiaires.
 - sur les options consenties et levées par les salariés des sociétés contrôlées majoritairement par Bouygues.

Pour l'accomplissement de ses travaux, le comité peut entendre le président du conseil d'administration ou toute personne désignée par celui-ci. Le comité des rémunérations est composé de deux ou trois administrateurs indépendants de la direction de la société. La présidence du comité est assurée par un administrateur indépendant au sens du rapport Afep/Medef d'octobre 2003 et de la Recommandation européenne du 15 février 2005.

Un administrateur ou censeur ne peut être nommé membre du comité des rémunérations si un mandataire social ou un administrateur salarié de Bouygues est membre du comité analogue d'une société dans laquelle cet administrateur ou censeur exerce lui-même une fonction de mandataire social.

Actuellement, le comité est composé de Pierre Barberis (président) et Patricia Barbizet. Tous deux sont des administrateurs indépendants.

Le comité des rémunérations s'est réuni deux fois en 2007. Le taux de présence a été de 100 %. Il a examiné la rémunération des mandataires sociaux et les attributions d'options qui leur ont été consenties. Il a proposé les critères servant à déterminer la partie variable de la rémunération. Il a été consulté sur la mise à jour du règlement intérieur en vue de préciser le régime des stock-options (période d'attribution, fenêtres négatives). Il a formulé des propositions en ce qui concerne la conservation par les mandataires sociaux d'une partie des actions résultant d'une levée de stock-options ; il a proposé la mise en place d'un nouveau plan d'options. Le comité a également examiné et proposé au conseil les rapports sur les rémunérations des mandataires sociaux, ainsi que sur les attributions et levées de stock-options au cours de l'exercice.

2. Rapport sur les rémunérations

(Articles L. 225-102-1 et L. 225-37 dernier alinéa, du Code de commerce)

Les principes et règles de détermination des rémunérations accordés aux mandataires sociaux

Le conseil d'administration a arrêté comme suit les principes et règles de détermination des rémunérations et avantages accordés aux mandataires sociaux. Le conseil d'administration a pris en compte dès l'exercice 2007 les recommandations Afep/ Medef qui ont été publiées en janvier 2007 et qui traitent des rémunérations des dirigeants, mandataires sociaux de sociétés cotées.

Rémunération fixe et avantages en nature

Les règles de détermination de la rémunération fixe ont été définies en 1999 et ont été appliquées depuis de façon constante. La rémunération fixe est déterminée en prenant en compte le niveau et la difficulté des responsabilités, l'expérience dans la fonction, l'ancienneté dans le Groupe, ainsi que les pratiques relevées dans les groupes ou dans les entreprises exerçant des activités comparables. Les avantages en nature consistent en la mise à disposition d'une voiture de fonction, à laquelle s'ajoute, pour Martin Bouygues et Olivier Bouygues, la mise à disposition pour des besoins personnels d'une partie du temps d'une assistante de direction et d'un chauffeur-agent de sécurité.

Rémunération variable

Les règles de détermination de la rémunération variable ont également été arrêtées en 1999 et n'ont pas été modifiées jusqu'en 2007. Le conseil a décidé en février 2007 de modifier les critères de la rémunération variable, en tenant compte des recommandations Afep/Medef.

La rémunération variable est individualisée : le conseil a défini pour chaque dirigeant des critères de détermination de la rémunération variable et plafonné celle-ci à un pourcentage de la rémunération fixe. Le plafond a été fixé à un pourcentage de la rémunération fixe qui varie lui aussi selon le dirigeant concerné.

Les critères ont été retenus en tenant compte de la fonction confiée au mandataire social et du métier dans lequel il exerce son activité.

La rémunération variable est fondée sur les performances de l'entreprise dirigée par le mandataire social et/ou celle du Groupe, celles-ci étant déterminée par référence à des indicateurs économiques significatifs.

- Progression du résultat opérationnel courant.
- Évolution du bénéfice net consolidé (part du Groupe) de Bouygues.
- Cash-flow libre, avant BFR, de Bouygues.
- Évolution du bénéfice net consolidé (part du Groupe) de la filiale dirigée par le mandataire social (Bouygues Construction, Bouygues Immobilier, Colas, TF1 ou Bouygues Telecom).
- Cash-flow libre avant BFR de la filiale dirigée par le mandataire social (Bouygues Construction, Bouygues Immobilier, Colas, TF1 ou Bouygues Telecom).

Chaque mandataire social se voit appliquer une sélection de ces critères. Chaque critère détermine une partie de la rémunération variable.