

SESSION 2015

UE 2 – FINANCE

Durée de l'épreuve : 3 heures – Coefficient : 1

SESSION 2015

UE 2 - FINANCE

Durée de l'épreuve : 3 heures – Coefficient : 1

Document remis au candidat :

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 11 pages numérotées de 1 à 11.

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

Le sujet se présente sous la forme de 2 dossiers indépendants :

	Page
Page de garde	1
DOSSIER 1 – Étude de cas (75 points, soit 15/20)	3
DOSSIER 2 – Réflexion sur le rachat d'actions (25 points, soit 5/20)	3

Le sujet comporte les annexes suivantes :

	Page
DOSSIER 1 – ÉTUDE DE CAS : LE GROUPE NUMÉRICABLE	
Annexe 1 : Etats financiers du Groupe Fierté de Bretagne	5
Annexe 2 : Informations complémentaires - Stratégie et annexes des états financiers	7
Annexe 3 : Valorisation de l'entreprise Fierté de Bretagne à partir des options réelles	9
Annexe 4 : Gestion du risque de change	9
DOSSIER 2 – POLITIQUE DE RACHAT D' ACTIONS	
Annexe 5 : Dividendes et rachats d'actions à consommer avec modération	10

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 :**ETUDE DE CAS – LE GROUPE FIERTE DE BRETAGNE**

Dans le cadre d'une procédure de *due diligences* réalisée par le département Fusions-Acquisitions du cabinet dans lequel vous effectuez votre stage d'expertise comptable, il vous est demandé de réaliser une série de travaux pour le compte d'un important fonds souverain souhaitant entrer dans le capital d'un grand groupe français.

Travail à faire

A l'aide des annexes 1 et 2.

1. Définir la notion de fonds souverain.**2. Réaliser les différentes opérations suivantes permettant de réaliser les premiers éléments d'un diagnostic financier du groupe FIERTE DE BRETAGNE :**

a. Analyser l'aptitude du groupe à dégager des résultats en étudiant l'évolution entre N-1 et N en valeur et en structure du chiffre d'affaires de trois indicateurs (dont l'EBITDA) vous apparaissant comme les plus pertinents.

b. Apprécier l'autonomie financière, la capacité de remboursement et la solvabilité du groupe à partir de la détermination pour N-1 et N, des indicateurs les plus pertinents.

c. Apprécier la rentabilité à partir de la détermination, pour N-1 et N, de la rentabilité économique après impôts et de la rentabilité financière. Ce dernier indicateur sera calculé pour l'ensemble de l'entité ainsi que pour le groupe en tant que tel.

3. A partir des premières analyses réalisées dans la question 2, effectuer un diagnostic financier au regard de ce qu'une rapide lecture des états financiers laisse entrevoir de la stratégie mise en œuvre. Vous indiquerez si la situation est susceptible de répondre aux spécificités de l'investisseur précité.

A l'aide de l'annexe 3.

4. Montrer dans quelle mesure les capitaux propres pourraient être considérés comme une option d'achat sur les actifs de l'entreprise. Pour cela, indiquer quels sont les paramètres de cette option d'achat.

5. Indiquer de quelle façon il est possible de déterminer la valeur de marché des capitaux propres.

6. En supposant que la valeur de marché des capitaux propres soit de 9,77 milliards à fin N, déterminer la valeur de marché de la dette compte tenu du risque de faillite.

7. Après avoir établi le bilan classique et le bilan optionnel à fin N, il vous est demandé d'émettre un avis sur l'intérêt pour le fonds souverain d'entrer dans le capital du groupe FIERTE DE BRETAGNE.

A l'aide de l'annexe 4.

8. Le rapport de gestion du groupe FIERTE DE BRETAGNE indique que, le groupe, réalisant une part de plus en plus importante de ses activités à l'international, souhaite mieux se couvrir contre le risque de change. Il envisage de recourir aux trois instruments suivants : l'achat à terme de devises, le swap de change et l'option de change. Expliquer le mécanisme de fonctionnement et justifier l'intérêt d'y recourir compte tenu des données fournies en annexe.

DOSSIER 2 – POLITIQUES DE RACHATS D' ACTIONS

A l'aide de vos connaissances et de l'*annexe 5*, il vous appartient de répondre au sujet suivant :

« Les politiques de rachats d'actions »

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

Après avoir rappelé la définition et le cadre législatif des rachats d'actions en France, vous indiquerez quelles sont les motivations des rachats d'actions pour les actionnaires et pour les dirigeants avant d'en exposer les principales limites. Vous appuierez votre réponse en vous référant aux théories et pratiques financières en vigueur.

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

Annexe 1
Etats financiers (en IFRS) du groupe FIERTE DE BRETAGNE

ACTIF en millions d'euros	N	N-1
Goodwill	4540	5543
Marques et autres immobilisations incorporelles	10200	10123
Immobilisations corporelles	1424	1862
Participations dans des sociétés mises en équivalence	748	706
Actifs financiers non courants	271	302
Actifs d'impôts différés	560	551
Autres actifs non courants	11	11
Actif non courant	17754	19098
Stocks	2227	2348
Créances clients	955	891
Concours à la clientèle	238	215
Créances d'impôts exigibles	124	78
Autres actifs financiers courants	50	28
Autres actifs courants	1948	698
Trésorerie	1398	944
Actif courant	6940	5202
Actifs détenus en vue de la vente		75
TOTAL ACTIF	24694	24375

PASSIF en millions d'euros	N	N-1
Capital social	507	506
Réserves	2498	2480
Titres d'autocontrôle	-10	-7
Réserves de conversion	-38	-226
Réévaluation des instruments financiers	-32	8
Autres réserves	7674	7119
Capitaux propres -part du groupe	10599	9880
Part revenant aux intérêts non contrôlés	1052	1066
Capitaux propres	11651	10946
Emprunts et dettes financières à long terme	3341	4358
Provisions pour retraites et autres avantages similaires	166	192
Provisions	191	104
Passifs d'impôts différés	2851	2860
Passif non courant	6549	7514
Emprunts et dettes financières à court terme	1878	1006
Financement des concours à la clientèle	238	215
Autres passifs financiers courants	55	57
Dettes fournisseurs	1928	2057
Provisions pour retraites et autres avantages similaires	9	12
Provisions	163	252
Dettes d'impôts exigibles	387	212
Autres passifs courants	1836	2053
Passif courant	6494	5864
Dettes associées à des actifs détenus en vue de la vente		51
TOTAL PASSIF	24694	24375

Compte de résultat consolidé du groupe

En millions d'euros	N	N-1
Produits des activités ordinaires	14605	13584
Coût des ventes	-7175	-6901
Marge brute	7430	6683
Charges de personnel	-2226	-2049
Autres produits et charges opérationnels courants	-3672	-3395
Résultat opérationnel courant	1532	1239
Autres produits et charges opérationnels non courants	-194	-374
Résultat opérationnel	1338	865
Charges financières nettes	-254	-363
Résultat avant impôt	1084	502
Impôt sur le résultat	-304	-172
Quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence	36	0
Résultat net de l'ensemble consolidé	816	330
dont part du groupe	764	313
dont part des intérêts non contrôlés	52	17

Bilan économique

ACTIF en millions d'euros	N	N-1	PASSIF en millions d'euros	N	N-1
Actifs immobilisés d'exploitation	16164	17528	Capitaux propres groupes	10599	9880
BFRE	1492	1397	Intérêts minoritaires	1052	1066
Trésorerie normative	1398	944	Endettement financier brut	5632	5783
Actifs nets hors exploitation	-1771	-3140			
Capitaux employés	17283	16729	Capitaux employés	17283	16729
Capitaux investis	19054	19869	Capitaux investis	19054	19869

Annexe 2 - Informations complémentaires**2.1. Stratégie du groupe**

Le groupe FIERTE DE BRETAGNE est spécialisé sur la fabrication et la commercialisation de produits de décoration pour la maison. Ses produits sont commercialisés sous le nom de différentes marques et distribués dans de nombreux pays européens, asiatiques et américains. Ce groupe d'origine familiale s'est développé à la fois par la création de partenariats avec des petites entreprises spécialisées dans les produits de luxe ainsi que par l'acquisition d'entreprises disposant de réseaux de distribution bien implantés. Sa communication institutionnelle est axée sur « la capacité d'entreprendre et l'esprit d'imagination » tout en insistant sur sa prise en compte des problématiques de développement durable. Il cherche ainsi notamment à développer une « école » en matière de design capable de fédérer sous une seule bannière commerciale ses différentes marques.

Son principal concurrent, le groupe Suisse BLANCMONT est également axé sur la fabrication et la commercialisation de produits de marque. Beaucoup plus ancien dans cette activité, il développe des produits recherchés, de très haute qualité mais plus traditionnels en termes de positionnement.

Annexe 2.2. Annexe des états financiers
Note 1

L'« EBITDA » (Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization) n'étant pas un indicateur normé, le Groupe utilise, pour le suivi de sa performance opérationnelle, comme méthode de détermination de son EBITDA le résultat opérationnel courant augmenté des dotations nettes aux amortissements et des provisions sur actifs opérationnels non courants.

en millions d'euros	N	N-1
Produits des activités ordinaires	14605	13584
Résultat opérationnel courant	1532	1239
Dotations nettes aux amortissements et des provisions sur actifs opérationnels non courants	329	335

Note 2

Les charges financières nettes s'analysent de la façon suivante :

en millions d'euros	N	N-1
Coût de l'endettement financier net	231	228
Autres produits et charges financiers	23	135
TOTAL	254	363

Note 3

La trésorerie figurant dans le bilan est considérée comme entièrement nécessaire à l'activité. Les autres actifs et passifs financiers courants et non courants ne sont pas nécessaires à l'activité. Concernant l'actif et le passif, ne seront retenus dans le BFRE que seuls les éléments nécessaires à l'exploitation.

Note 4

La capacité d'autofinancement du groupe FIERTE DE BRETAGNE est la suivante :

en millions d'euros	N	N-1
Capacité d'autofinancement	1167	1054

Note 5

Les informations suivantes sont nécessaires au calcul des rentabilités :

en millions d'euros	N	N-1
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	8	9
Autres produits et charges financiers	-23	-135

Note 6

Le groupe BLANCMONT, principal concurrent du groupe FIERTE DE BRETAGNE présente les rentabilités suivantes :

en %	N	N-1
ROCE (rentabilité économique)	15%	10%
ROE (rentabilité financière) globale	18%	13%
ROE (rentabilité financière) Groupe	18%	13%
ROE (rentabilité financière) Minoritaires	29%	22%

Annexe 3**Valorisation de l'entreprise FIERTE DE BRETAGNE à partir des options réelles**

Pour mieux estimer la valeur du groupe FIERTE DE BRETAGNE et de l'intérêt pour le fonds souverain de rentrer dans le capital du groupe, il vous est demandé de recourir à la théorie des options.

Fin N, les actifs du groupe FIERTE DE BRETAGNE sont évalués à 16 milliards d'euros. Leurs financements sont assurés à hauteur de 10 milliards par des fonds propres et de 6 milliards par de la dette financière au taux de 4,49% remboursable in fine dans 5 ans. Le taux sans risque est de 2,8%.

Annexe 4**Gestion du risque de change**

Le Groupe FIERTE DE BRETAGNE utilise essentiellement des contrats de change à terme et/ou swaps de change pour couvrir les risques commerciaux export et import et pour couvrir les risques financiers dus aux opérations de refinancement intragroupe en devises.

Le Groupe FIERTE DE BRETAGNE peut être amené, par ailleurs, à mettre en place des stratégies optionnelles simples pour couvrir des expositions futures.

Annexe 5**Dividendes et rachats d'actions : à consommer avec modération selon BlackRock et la théorie financière**

Par Michel Albouy, Professeur des Universités. Extrait des Echos, le 25 avril 2014

BlackRock qui gère 4 350 milliards de dollars, dont 2 300 milliards en actions, vient de rappeler dans une lettre adressée aux patrons des grandes entreprises américaines membres du S&P 500 et à 150 grandes entreprises européennes qu'ils ne devaient pas abuser des dividendes et des rachats d'actions.

Une telle démarche peut paraître étonnante ! En effet, voilà un investisseur, et pas n'importe lequel, qui tire la sonnette d'alarme en disant aux dirigeants de ces grandes entreprises qu'ils ne devraient pas sacrifier la rémunération immédiate des actionnaires aux investissements porteurs de croissance future. Bref, de ne pas sacrifier le présent au futur. Ainsi donc, il existerait des fonds d'investissement qui penseraient au long terme, contrairement à la vulgate bien connue de la myopie des marchés ?

On savait déjà que Warren Buffet, appelé "le sage d'Omaha", gère son célèbre fonds Berkshire Hathaway dans une perspective de long terme et sur des analyses fondamentales, et que même des fonds de pension gèrent aussi leurs investissements à long terme, mais de là à écrire directement aux patrons des entreprises de ne pas abuser des dividendes et des rachats d'actions, il y a un pas.

Dans sa lettre, Larry Fink, le PDG de BlackRock écrit : "Trop d'entreprises ont réduit leurs investissements et même accru leur endettement pour pouvoir augmenter leurs dividendes et leurs rachats d'actions. La distribution de cash aux actionnaires, si elle est faite pour de mauvaises raisons et au détriment de l'investissement, peut menacer la capacité de l'entreprise à générer durablement du rendement sur le long terme".

Qu'en est-il des entreprises françaises en matière de dividendes et de rachats d'actions ? En 2013 celles du CAC 40 ont versé 36 milliards d'euros de dividendes, un chiffre proche de celui de 2012, mais nettement inférieur à celui de 2008 (43 milliards). On observe sur 10 ans une belle progression de ces montants puisqu'on passe de 21 milliards en 2003 à 36 milliards en 2013, soit une croissance annuelle de 5,5 %.

À noter que cinq groupes (Total, Sanofi, GDF Suez, EDF et BNP Paribas) versent à eux seuls presque 50 % des dividendes du CAC 40. Alors que les versements de dividendes sont relativement stables, il n'en va pas de même des rachats d'actions qui fluctuent beaucoup plus, confirmant la nature discrétionnaire de ce flux. Ainsi en 2013 les entreprises du CAC 40 ont racheté pour 6,6 milliards d'euros d'actions, alors qu'en 2007 le montant racheté était de 19,2 milliards et rien en 2009.

Comme pour les dividendes, la concentration des entreprises pratiquant ces rachats est forte. Alors qu'aux États-Unis, les versements de cash aux actionnaires excèdent les investissements réalisés, en Europe ce n'est pas le cas. Selon Goldman Sachs, les sociétés du Stoxx Europe 600 (hors financières) ont versé 272 milliards d'euros à leurs actionnaires contre 806 milliards pour leurs investissements. Même si le conseil de BlackRock s'adresse donc davantage aux entreprises américaines qu'européennes que penser de ces pratiques ? Comment les justifier ?

Parmi les mauvaises raisons se trouve celle qui consiste à croire qu'en versant de généreux dividendes on peut soutenir le cours de bourse et l'empêcher de descendre plus bas. Orange a pratiqué cette politique avec le succès que l'on sait en 2013 ! Alors que le rendement de l'action (dividende/cours) était de 7,5 % (le double de celui du marché) le cours de bourse a largement sous-performé le CAC 40.

De même, si racheter ses actions diminue le nombre d'actions et donc augmente mécaniquement le bénéfice par action, on ne peut en conclure que la valeur de l'action va augmenter d'autant (via un

Price/Earning ratio supposé constant). Selon la théorie financière classique, ces opérations ne sont pas créatrices de valeur. Au mieux, elles sont neutres.

Créer de la valeur suppose avant tout faire des investissements à valeur actuelle nette positive au coût moyen pondéré du capital. Distribuer du cash aux actionnaires revient à diminuer d'autant la valeur de marché de l'entreprise et donc, comme le montant de la dette reste inchangé, c'est bien sur la valeur des fonds propres que s'imputent ces versements.

Bien sûr, certains développements récents issus de la théorie des signaux et de l'agence permettent d'expliquer ces comportements et révéler un certain intérêt à court terme pour les actionnaires, mais pour l'essentiel il faut bien savoir que ces distributions de cash ne sont pas créatrices de valeur, tout au moins à long terme, surtout si l'entreprise est conduite à limiter ses opportunités d'investissement.

Parmi les bonnes raisons de ces distributions de cash aux actionnaires se trouve celle qui consiste à dire qu'en l'absence de projets d'investissements rentables, il vaut mieux rendre l'argent aux actionnaires plutôt que de le gaspiller dans des projets destructeurs de valeur. C'est le discours des actionnaires activistes qui disent en clair aux dirigeants de rendre le cash aux actionnaires s'ils n'en font rien. Aujourd'hui, on constate que de nombreuses entreprises ont des trésoreries nettes très positives du fait d'une accumulation de cash.

Du reste, pour beaucoup d'entre elles, les distributions aux actionnaires n'entament pas significativement leurs trésoreries qui restent fortement positives et on peut donc douter que ces versements limitent leurs investissements. Ceci étant, un tel comportement n'est pas vraiment porteur d'avenir – et BlackRock a alors raison –, car il revient à dire que les dirigeants de ces grandes entreprises n'ont plus de projets d'investissements qu'ils jugent suffisamment rentables. Manque de créativité, d'initiative, d'ambition, trop grande aversion au risque ? Toutes ces explications sont recevables.

Mais si cela est le cas, on peut, comme BlackStone, être inquiet pour le futur à long terme de nos entreprises. À cet égard, le contraste avec le comportement des entrepreneurs asiatiques est frappant. Là-bas, en Asie, tout semble possible alors qu'ici, en Europe, rien ne semble l'être. Et si, in fine, ces politiques de distributions généreuses de cash aux actionnaires n'étaient que le reflet d'absence de projets industriels ou commerciaux de la part de nos grandes entreprises ? L'avenir nous le dira, mais il sera alors peut-être trop tard.

PROPOSITION DE CORRIGE PAR M. JEAN MICHEL PALOU
DOSSIER 1 – ETUDE DE CAS – LE GROUPE FIERTE DE BRETAGNE
1. Définir la notion de fonds souverain.

Les fonds souverains sont des fonds d'investissement publics à long terme, sans passif exigible, qui sont au moins partiellement investis en actifs étrangers. Ils sont contrôlés par un Etat, le plus souvent alimentés par des recettes provenant de revenus de matières premières (pétrole, ...), investis dans une logique normalement financière à fin de procurer des ressources à cet Etat.

Les fonds souverains gèrent l'épargne nationale et l'investissent dans des placements variés (actions, obligations, immobilier, etc.).

2. Réaliser les différentes opérations suivantes permettant de réaliser les premiers éléments d'un diagnostic financier du groupe FIERTE DE BRETAGNE :

a. Analyser l'aptitude du groupe à dégager des résultats en étudiant l'évolution entre N-1 et N en valeur et en structure du chiffre d'affaires de trois indicateurs (dont l'EBITDA) vous apparaissant comme les plus pertinents.

Plusieurs indicateurs de profitabilité permettent de faire une analyse sur l'aptitude du groupe à dégager du résultat.

1 – Indicateur de marge et ratio de marge

En K€	N	N-1	Variation
Produits des activités ordinaires	14 605	13 584	7,51 %
Coût des ventes	-7 175	-6 901	3,97 %
Marge brute	7 430	6 683	11,17 %
Ratio = Marge brute/CA	50,87 %	49,19 %	

La progression de l'activité de 7,51 % avec une augmentation du coût des ventes de 3,97 % permet une amélioration de la marge du groupe de 11,20 %.

Le taux de marge brute s'améliore de 1,68 %.

2 – EBITDA et ratio d'EBITDA

L'« EBITDA » (Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization) n'étant pas un indicateur normé, le Groupe utilise, pour le suivi de sa performance opérationnelle, comme méthode de détermination de son EBITDA le résultat opérationnel courant augmenté des dotations nettes aux amortissements et des provisions sur actifs opérationnels non courants.

en k€	N	N-1	Variation
Résultat opérationnel courant	1 532	1 239	
Dotations nettes aux amortissements et des provisions sur actifs opérationnels non courants	329	335	
EBITDA	1 861	1 574	18,23 %
Ratio = EBITDA/CA	12,74 %	11,58 %	

Etudions l'évolution des postes suivants :

	N	N-1	Variation
Charges de personnel	2 226	2 049	8,63 %
Autres produits et charges opérationnels courants sans les dotations nettes amortissements	3 343	3 060	9,24 %

La variation de ces postes est légèrement supérieure à la variation de l'activité de 7,51%.

L'EBIDTA s'améliore et progresse de 18,23 % sous l'effet conjugué de la progression de la marge brute (+ 11,17 %) et d'une augmentation maîtrisée des postes de charges de personnel et des autres charges opérationnelles.

Le taux de profitabilité (EBITDA/CA) progresse de 1,16 %.

3 – Résultat avant impôt

en k€	N	N-1	Variation
Résultat opérationnel courant	1 532	1 239	23,64 %
Charges financières nettes	254	363	
Dont coût de l'endettement financier net	231	228	
Résultat avant impôt	1 084	502	115,94 %
Poids de l'endettement = Coût de l'endettement net/CA	1,58 %	1,67 %	
Poids de l'endettement = Coût de l'endettement net/EBITDA	12,41 %	14,48 %	

Le poids de l'endettement est relativement faible et permet ainsi au groupe d'améliorer de façon significative son résultat avant impôt (+ 115,94 %).

b. Appréier l'autonomie financière, la capacité de remboursement et la solvabilité du groupe à partir de la détermination pour N-1 et N, des indicateurs les plus pertinents.

		N	N-1
Endettement financier brut /capitaux propres = autonomie financière	Endettement financier brut	5 632	5 783
	Capitaux propres	11 651	10 946
		48,33 %	52,83 %
Endettement financier brut /Autofinancement = capacité de remboursement	Endettement financier brut	5 632	5 783
	Autofinancement	1 167	1 054
		4,82	5,48
Actif total/Passif exigible = solvabilité générale	Actif total	24 694	24 375
	Passif exigible	6 549 + 6 494	7 514 + 5 864
		189,32 %	182,20 %

L'évolution des 3 ratios est favorable.

La structure financière du groupe en N est de 67 % de capitaux propres et de 33 % d'endettement financier. Le faible endettement financier, et donc une bonne indépendance financière, permet au groupe de le rembourser sur moins de 5 ans. Globalement, la solvabilité est satisfaisante.

c. Apprécier la rentabilité à partir de la détermination, pour N-1 et N, de la rentabilité économique après impôts et de la rentabilité financière. Ce dernier indicateur sera calculé pour l'ensemble de l'entité ainsi que pour le groupe en tant que tel.

Le sujet présentait le bilan économique avec un endettement financier brut. La trésorerie était considérée nécessaire à l'exploitation. Le calcul de la rentabilité sera donc déterminé à partir de cet endettement financier brut.

En l'absence de précision sur le taux d'impôt, il fallait donc le calculer à partir du compte de résultat.

Soit pour N = $304/1\ 084 = 28,04\ %$

Soit pour N-1 = $172/502 = 34,26\ %$

Rentabilité économique		Exercice N	Exercice N-1
Résultat net (RN)	Résultat net	816	330
Coût de l'endettement (INT)	Coût de l'endettement financier brut après impôt	$(231 + 8) \times (1 - 28,04\%) = 172$	$(228 + 9) \times (1 - 34,26\%) = 156$
Résultat économique (RE)	RN + INT	988	486
Capitaux propres (CP)	Capitaux propres + Intérêts minoritaires	11 651	10 946
Dette financière brute (DFB)	Endettement financier brut	5 632	5 783
Actif économique (AE) ou capitaux employés	CP + DFB	17 283	16 279

RATIOS DE RENTABILITE		Exercice N	Exercice N-1
Rentabilité économique (ROCE)	RE/AE	5,71%	2,98%
Coût endettement après impôt	Coût endettement brut/Dettes financières brutes	$4,24\% \times (1 - 28,04\%) = 3,05\%$	$4,09\% \times (1 - 34,26\%) = 2,68\%$
Rentabilité financière globale (ROE)	Résultat net total/Capitaux Propres	7%	3,01%
Rentabilité financière du groupe (ROE)	Résultat net (part groupe)/Capitaux Propres (groupe)	7,20%	3,17%

Il faut noter une amélioration des rentabilités économique et financière sur les 2 années.

La rentabilité économique est faible en N-1 au regard des actifs investis. L'effet de levier est faiblement positif sur N-1 avec une rentabilité économique de 2,98% supérieure au coût de l'endettement financier de 2,68%. Sur N, l'effet de levier est nettement plus positif et permet ainsi une amélioration de la rentabilité financière au bénéfice des actionnaires.

Le résultat économique peut être calculé à partir du résultat opérationnel (variante de calcul).

Rentabilité économique	Exercice N	Exercice N-1
Résultat opérationnel	1 338	865
+ Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	8	9
- Autres produits et charges financiers	- 23	- 135
Résultat économique (RE) avant Impôt	1 323	739
Résultat économique (RE) après Impôt	$1\ 323 \times (1 - 28,04\%) = 952$	$739 \times (1 - 34,26\%) = 486$

La différence pour N de $988 - 952 = 36$ avec le calcul ci-dessus provient de la quote-part de résultat mis en équivalence.

3. A partir des premières analyses réalisées dans la question 2, effectuer un diagnostic financier au regard de ce qu'une rapide lecture des états financiers laisse entrevoir de la stratégie mise en œuvre. Vous indiquerez si la situation est susceptible de répondre aux spécificités de l'investisseur précité.

Ce groupe d'origine familiale s'est développé à la fois par la création de partenariats avec des petites entreprises spécialisées dans les produits de luxe ainsi que par l'acquisition d'entreprises disposant de réseaux de distribution bien implantés. Cette stratégie de croissance externe se traduit par d'importants actifs incorporels au bilan consolidé. Les prises de contrôle à la juste valeur ont dégagées des goodwill ainsi que des marques qui représentent près de 60% des actifs investis en N.

Il faut donc vérifier si cette stratégie a permis au groupe d'améliorer ses performances.

Analyse de la profitabilité

Dans la seconde question, nous avons constaté une amélioration de la profitabilité du groupe. Ces investissements, en particulier sur les marques, ont renforcé son positionnement sur des produits de luxe (haut de gamme).

Analyse de l'équilibre financier

$$\text{FRNG N} = 17\,283 - 16\,164 = 1\,119$$

$$\text{FRNG N-1} = 16\,279 - 17\,528 = -1\,249$$

Le groupe a retrouvé un équilibre financier dans le haut de bilan en N suite à une amélioration des capitaux propres du groupe sans augmentation de l'endettement financier. Le faible endettement financier permettrait au groupe de financer de nouvelles acquisitions.

Analyse de rentabilité

Comparativement à son concurrent principal, le groupe fait apparaître des rentabilités économique et financière nettement inférieures.

Nous ne disposons d'aucune information sur la profitabilité et les actifs investis de ce concurrent qui pourrait justifier ces différences.

Investisseur fonds souverain

En période de crise, l'analyse des politiques d'investissements de fonds souverain fait apparaître que beaucoup d'entre eux ont adopté des stratégies d'acquisitions opportunistes, conformes à celles d'investisseurs institutionnels privés.

Aucune information sur les taux de profitabilité et de rentabilité attendus par le fonds souverain ne sont communiqués.

On peut penser que les faibles rentabilités dégagées au regard du concurrent peuvent conduire le fonds à ne pas investir sur le long terme dans ce groupe.

Sa stratégie pourrait être aussi d'acheter cet actif a priori sous-évalué qui présente un certain potentiel, à le garder en portefeuille, avant de le revendre lorsqu'une plus-value est possible.

4. Montrer dans quelle mesure les capitaux propres pourraient être considérés comme une option d'achat sur les actifs de l'entreprise. Pour cela, indiquer quels sont les paramètres de cette option d'achat.

On peut définir la position de l'actionnaire en utilisant la logique des options : il peut s'approprier les actifs de l'entreprise si celle-ci est en mesure de rembourser les créanciers à l'échéance de la dette. À cette date, soit la valeur globale de l'entreprise est supérieure à celle de la dette et les actionnaires récupèrent la valeur résiduelle, soit elle est inférieure, auquel cas les actionnaires abandonnent leurs actifs aux créanciers, ceux-ci devant accepter de perdre la différence entre la valeur des actifs et celle de la dette.

La valeur des capitaux propres de l'entreprise est donc équivalente à celle d'une option d'achat dont la valeur de l'actif sous-jacent est celle de l'actif économique, le prix d'exercice est la valeur de

remboursement de la dette (en cas d'exercice de l'option), la volatilité est celle de l'actif économique et enfin la maturité est celle de l'échéance de la dette.

5. Indiquer de quelle façon il est possible de déterminer la valeur de marché des capitaux propres.

La valeur des capitaux propres (valeur de l'option d'achat) peut être déterminée à partir du modèle Black and Scholes avec prise en compte de différents paramètres (prix d'exercice, temps à courir jusqu'à l'échéance, taux d'intérêt sans risque, écart type du taux de rendement annuel de l'actif sous jacent....).

6. En supposant que la valeur de marché des capitaux propres soit de 9,77 milliards à fin N, déterminer la valeur de marché de la dette compte tenu du risque de faillite.

Valeur de l'actif économique = Valeur de marché des capitaux propres + Valeur de marché de l'endettement financier

Valeur de marché de l'endettement financier = $16 - 9,77 = 6,23$.

7. Après avoir établi le bilan classique et le bilan optionnel à fin N, il vous est demandé d'émettre un avis sur l'intérêt pour le fonds souverain d'entrer dans le capital du groupe FIERTE DE BRETAGNE.

Bilan économique classique

ACTIF	16	Capitaux propres	10
		Endettement financier	6

Bilan optionnel

ACTIF	16	Capitaux propres	9,77
		Endettement financier	6,23

Dans le cas des options d'action, si le cours de l'action est supérieur au prix d'exercice, il faut exercer l'option d'achat (call).

Dans le cas présent, la valeur de l'actif économique est supérieure à la valeur de l'endettement financier (prix d'exercice), il faut donc exercer l'option d'achat.

Le fonds souverain peut s'approprier les actifs du groupe car celui-ci est en mesure de rembourser les créanciers à l'échéance de la dette. À cette date, la valeur globale de l'entreprise est supérieure à celle de la dette et le fonds récupère la valeur résiduelle.

8. Le rapport de gestion du groupe FIERTE DE BRETAGNE indique que, le groupe, réalisant une part de plus en plus importante de ses activités à l'international, souhaite mieux se couvrir contre le risque de change. Il envisage de recourir aux trois instruments suivants : l'achat à terme de devises, le swap de change et l'option de change. Expliquer le mécanisme de fonctionnement et justifier l'intérêt d'y recourir compte tenu des données fournies en annexe.

Achat à terme de devises :

L'achat à terme de devises est un contrat ferme entre la banque et son client, qui permet au client de figer, au moment de la conclusion de l'opération, le cours de change d'une devise contre une autre, à une date future pour un montant défini.

Il permet au client de figer et de garantir au moment de la conclusion de l'opération, sans payer de prime, un cours d'achat / de vente de ses devises pour une opération dont l'échéance et le montant sont déterminés.

Le cours garanti permet au client de bénéficier d'un report favorable de la devise pour l'exportateur ou d'un déport favorable de la devise pour l'importateur.

Avantage : dans ce contrat, le cours est garanti et connu dès la couverture.

L'option de change

L'option de change est un contrat entre deux contreparties par lequel l'acheteur de l'option paye une prime au vendeur pour le droit mais non l'obligation d'acheter ou de vendre une quantité spécifiée de devise avant ou à une date déterminée (appelée maturité ou expiration) à un cours de change déterminé (appelé prix d'exercice ou "strike").

L'acheteur choisira alors d'exercer son droit en fonction du cours de la devise.

Avantages avec exemple : l'achat d'une option de vente en devise permet à un exportateur recevant 1 000 USD de les vendre 1 000 EUR (prix d'exercice 1 USD = 1 EUR) au lieu de 950 EUR (cours spot 1 USD = 0,95 EUR)

Pour un importateur, l'achat d'une option d'achat permet d'acheter les 1 000 USD nécessaires pour 950 EUR (prix d'exercice 1 USD = 0,95 EUR) au lieu du cours spot de 1 USD = 1 EUR.

Swap de change :

Il se subdivise en 2 étapes :

Etape 1 :

Echange du capital. Les contreparties échangent les montants nominaux de leur dette respective. Il s'agit d'une opération de change au comptant.

Etape 2 :

Remboursement du capital. A l'échéance, chacun remboursera à l'autre le montant du capital, et les intérêts.

Avantages : les deux contreparties peuvent monter un swap de change gré à gré (en décidant de toutes les caractéristiques telles que l'échéance, le montant, le cours).

DOSSIER 2 – POLITIQUES DE RACHATS D' ACTIONS**Introduction**

(Accroche) Les entreprises pratiquant les rachats d'action sont nombreuses. Aux États-Unis, les versements de cash aux actionnaires excèdent les investissements réalisés, en Europe ce n'est pas le cas. Selon Goldman Sachs, les sociétés du Stox Europe 600 (hors financières) ont versé 272 milliards d'euros à leurs actionnaires.

(Sujet) Nous sommes ici amenés à nous interroger sur les politiques de rachats d'actions mises en œuvre en sein des entreprises.

(Définition des termes du sujet) La politique désigne l'intervention. Ici l'intervention concerne les rachats d'actions, c'est-à-dire l'acte juridique qui consiste acquérir une partie des droits de propriété de l'entreprise. Ces actions émises par le passé et détenues par des actionnaires deviennent alors propriété de l'entreprise. L'achat par une société de ses propres actions est actuellement autorisé dans les sociétés non cotées dans deux cas : (i) Pour la mise en œuvre d'une réduction de capital non motivée par des pertes, sous réserve que les actions achetées soient immédiatement annulées (c. com. art. L. 225-207) ; (ii) pour attribuer des actions aux salariés ou dirigeants de la société dans le cadre de la participation, de l'attribution d'actions gratuites et de stock-options (c. com. art. L.225-208).

(Cadre) En France, ces rachats sont autorisés depuis 1998. Pour les sociétés cotées, deux possibilités sont offertes : (i) sans formalisme particulier (« au fur et à mesure », « petit à petit », « au fil de l'eau ») le rachat est alors limité à 10 % du capital, il doit être approuvé par l'assemblée générale, suite à la publication d'une note d'information visée par l'AMF ; (ii) pour un pourcentage supérieur à 10 %, une offre publique de rachat d'actions (OPRA) , plus lourde administrativement, est nécessaire. Les sociétés non cotées ne sont pas sujettes à ce formalisme.

(Problématique) Qu'est-ce qui motivent les principales parties prenantes à se diriger vers cette politique de rachat et quelles limites présente-t-elle ?

(Plan) Dans une première partie, nous nous intéresserons aux motivations des actionnaires (I.A) et des dirigeants (I.B), la seconde évoquera les limites de cette politique (II).

Développement**I. Les motivations des parties prenantes**

La première sous-partie est réservée aux actionnaires, la seconde aux dirigeants.

I.A. Les motivations des actionnaires

Une première motivation consiste à améliorer le cours boursier de l'action. La théorie de l'agence nous éclaire à ce sujet : Par le pouvoir dont disposer le principal (l'actionnaire) sur l'agent (les dirigeants) en Assemblée Générale, ceux-ci peuvent demander aux dirigeants d'organiser un rachat d'actions afin de réduire l'offre d'actions – à demande équivalente – et ainsi augmenter artificiellement le cours de l'action.

Le bénéfice par action va également mécaniquement augmenter (bénéfice global identique et nombre d'actions plus faibles) par ce rachat. La théorie du signal apporte alors un complément de réponse. L'entreprise envoie le signal d'une augmentation du BPA suscitant alors la demande pour les actions et entraînant le cours à la hausse.

I.B. Les motivations des dirigeants

Pour les dirigeants, cela va permettre de disposer de titres en stock pour préparer une éventuelle OPE, distribuer des actions, placer la trésorerie, en cas de tendance baissière des marchés.

Le coût moyen pondéré du capital (CPMC) va se réduire, le total du numérateur se trouvant réduit par la perte de poids des capitaux propres.

Un second indicateur, la rentabilité financière (Résultat/ CP) va également s'apprécier.

II. Les limites

La trésorerie est utilisée en tout ou partie dans une approche court-termiste au lieu d'être investie pour des projets qui concernent le long terme. Il y a là un coût d'opportunité de par la perte future en retour sur investissement du fait du renoncement au projet.

Le rachat d'actions traduit une aversion au risque des dirigeants, dont l'une des missions est de prendre des décisions raisonnablement risquées afin de générer des produits et ainsi une rentabilité future des investissements

Poussée à l'extrême, cette politique ne permettrait aucun développement de sociétés.

Conclusion

Si cette politique permet de stabiliser l'actionnariat flottant et se justifie en absence d'investissement rentable pour rendre de la trésorerie aux actionnaires puisque les dividendes seraient nécessaires réduits, elle présente certaines limites qui doivent faire d'elle un outil de gestion par défaut et inhabituel