

# **DIPLÔME SUPÉRIEUR DE COMPTABILITÉ ET DE GESTION**

## **UE2 – FINANCE**

**SESSION 2024**

**Durée de l'épreuve : 3 heures**

**Coefficient : 1**

**UE2 – FINANCE****Durée de l'épreuve : 3 heures – Coefficient : 1**

---

Document autorisé : **aucun**.

Matériel autorisé :

- l'usage de la calculatrice avec mode examen actif est autorisé ;
- l'usage de la calculatrice sans mémoire, « type collègue », est autorisé.

**Tout autre matériel est interdit.**

Document remis au candidat

**Le sujet comporte 10 pages numérotées de 1 / 10 à 10 / 10.**

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 3 dossiers indépendants.***

<b>DOSSIER 1 – ÉVALUATION DU GROUPE BEL</b>	<b>8 points</b>
<b>DOSSIER 2 – GOUVERNANCE ET OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT DE BEL PAR UNIBEL</b>	<b>7 points</b>
<b>DOSSIER 3 – RESPONSABILITÉ SOCIÉTALE DES ENTREPRISES</b>	<b>5 points</b>

---

***Le sujet comporte 7 annexes.***

**Annexe 1** – Détermination de la rentabilité exigée à partir du MEDAF

**Annexe 2** – Détermination de la valeur de BEL par les FTD de 2021 à 2024

**Annexe 3** – Détermination de la valeur de BEL par les multiples sectoriels

**Annexe 4** – Cours de bourse de BEL

**Annexe 5** – Évolution de la structure de l'actionnariat de BEL

**Annexe 6** – LOI n° 2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle

**Annexe 7** – BEL devient entreprise à mission et lance un plan mondial d'actionnariat salarié - 29/05/2024

**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. Toutes les réponses devront être justifiées.**

**Il vous est demandé d'apporter un soin particulier à la présentation de votre copie et à la qualité rédactionnelle.**

<b>OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT DE BEL DU COMPARTIMENT A D'EURONEXT PARIS</b>
--

Bel est une société à mission qui considère que « l'accès à une alimentation saine et durable est un droit fondamental ». Dans un contexte où la croissance de la population mondiale vient heurter l'exigence de préserver les ressources planétaires et le désir de mieux consommer, l'intention de Bel est d'inventer un nouveau modèle alimentaire capable de nourrir 10 milliards d'hommes et de femmes dans le respect des grands équilibres de la Terre. Le Groupe Bel propose des produits en portions issus du lait, du fruit et du végétal.

Le groupe Bel est contrôlé par le groupe familial Fiévet-Bel. La gouvernance est familiale et le groupe est dirigé par la cinquième génération. Le Groupe Bel poursuit sa stratégie de croissance géographique et de diversification (+ de 30 marques dont 6 internationales), en répondant aux nouveaux modes de consommation et aux attentes sociétales et environnementales. Renforcées par la crise sanitaire, ces tendances se diffusent dans l'ensemble des territoires afin de promouvoir une création de valeur plus partenariale.

La société Unibel SA, société anonyme au capital de 1 742 679 euros, s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de Bel SA, société anonyme au capital de 10 308 502,50 euros divisé en 6 872 335 actions ordinaires de 1,50 euro de valeur nominale chacune, d'acquérir la totalité des actions non-détenues directement ou indirectement dans le cadre d'une Offre Publique de Retrait (OPR), qui sera suivie d'un retrait obligatoire. Cette OPR est annoncée sur Euronext Paris le 19 mars 2021.

La société Bel fait donc l'objet du rachat des titres par sa maison mère Unibel, qui la contrôle de concert avec le groupe familial Fiévet-Bel, à partir du 24 décembre 2021 pour 12 jours boursiers, soit jusqu'au 10 janvier 2022. Le 12 janvier 2022 est publié l'avis de résultat pour un retrait et une radiation effective le 25 janvier 2022. Deux partenaires financiers sont présents : BNP Paribas, banque présentatrice, garante et co-financeur avec Crédit Agricole CIB de la ligne de crédit dédiée de 184 millions €.

<b>DOSSIER 1 – ÉVALUATION DU GROUPE BEL</b>
---

Avant de procéder à l'étude de l'OPR, une évaluation du groupe Bel est effectuée à partir des méthodes des flux de trésorerie disponibles, des multiples sectoriels et du cours boursier.

**Travail à faire**

- 1.1 Procédez au calcul de la rentabilité exigée par les actionnaires à partir du MEDAF (annexe 1).**
- 1.2 Déterminez la valeur de l'entreprise à partir de la méthode des flux de trésorerie disponibles (FTD) de 2021 à 2024 avant de déterminer la valeur des capitaux propres et la valeur théorique de l'action (annexe 2)**



- 1.3 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).**
- 1.4 Déterminez la prime offerte par action au regard des différents cours boursiers disponibles en annexe 4.**
- 1.5 Commentez la fourchette de négociation au regard du prix retenu pour l'OPR, qui est de 550 euros.**

<b>DOSSIER 2 – GOUVERNANCE ET OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT DE BEL PAR UNIBEL</b>
---

Unibel et les membres du Groupe Familial Fiévet-Bel détiennent ensemble, directement et indirectement, 6 560 551 d'actions représentant 95,46 % du capital et 82,22 % des droits de vote théoriques de Bel.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'offre porte sur la totalité des actions en circulation non détenues directement ou indirectement, seul ou de concert, par Unibel (par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, en ce inclus les 1 591 472 d'actions d'autocontrôle détenues par Sicopa représentant 23,16 % du capital de Bel), à l'exclusion des 80 620 actions auto-détenues par Bel. À la connaissance d'Unibel, 311 784 actions représentant 4,54 % du capital et 3,70 % des droits de vote théoriques de Bel sont disponibles.

Dans le cadre de cette OPR, Unibel s'engage irrévocablement, pendant une période de 12 jours de négociation, à acquérir auprès des actionnaires de Bel la totalité des actions qui seront apportées à l'OPR, au prix de l'offre par action qui est de 550 euros.

#### **Travail à faire**

- 2.1 Qu'est-ce qu'une offre publique de retrait, ainsi que le retrait obligatoire ?**
- 2.2 Quels sont les motifs d'une offre publique de retrait de la cotation boursière, notamment pour Bel ?**

Certains membres du Groupe Familial Fiévet-Bel ont fait part de leur intention de répondre positivement à l'OPR comme suit :

- branche familiale Antoine Fiévet, à hauteur de 6 999 actions ;
- branche familiale Thomas Sauvin, à hauteur de 4 575 actions ;
- branche familiale Marion Sauvin, à hauteur de 4 574 actions ;
- branche familiale Florian Sauvin, à hauteur de 4 574 actions ;

soit un total de 20 722 actions et 34 445 droits de vote.

#### **Travail à faire**

- 2.3 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) ?

EXPERT FISCAL

Le 19 mars 2021, le conseil d'administration de Bel est composé des personnes suivantes :

- Antoine Fiévet – Président Directeur Général ;
- Thierry Billot – Administrateur indépendant ;
- Fatine Layt – Administrateur indépendant ;
- Nathalie Roos – Administrateur indépendant ;
- Florian Sauvin – Administrateur ;
- Unibel, représentée par Bruno Schoch – Administrateur ;
- Philippe Perche – Administrateur représentant les salariés.

En tout état de cause, comme annoncé dans le communiqué de presse de Bel en date du 11 mai 2021, le conseil d'administration devrait être amené à se prononcer courant 2022 sur la dissociation des fonctions de Président du conseil d'administration et de Directeur Général, ce qui devrait conduire Antoine Fiévet, actuel Président, à soumettre au vote du conseil d'administration courant 2022, la nomination de Cécile Béliot à la Direction Générale du groupe.

#### **Travail à faire**

- 2.4 Quel est l'intérêt du retrait de la côte pour la direction actuelle si elle est maintenue en fonction ?**
- 2.5 Quelles sont les conséquences attendues en matière de gouvernance de cette OPR au regard de la loi Copé-Zimmermann (annexe 6) ?**
- 2.6 Pourquoi, théoriquement, la nomination de Cécile Béliot est un signal de bonne gouvernance ?**

<b>DOSSIER 3 – RESPONSABILITÉ SOCIÉTALE DES ENTREPRISES</b>
---

Le groupe Bel, entreprise familiale de plus de 150 ans et acteur majeur de l'industrie agro-alimentaire, adopte le statut d'Entreprise à Mission et lance son plan d'actionnariat salarié, « We Share » (annexe 7). Ces deux annonces majeures viennent concrétiser plus de 20 ans d'engagement et de transformation vers un modèle responsable et performant pour le bénéfice de tous.

#### **Travail à faire**

- 3.1 Quelle est la différence entre la RSE et l'ESG ?**
- 3.2 De quelle manière les indicateurs extra-financiers contribuent-ils à un meilleur pilotage de la performance financière de l'entreprise ?**
- 3.3 Dans l'approche partenariale de Freeman (1984), citez quatre parties prenantes de l'entreprise Bel (deux internes et deux externes) et indiquez quelle est la nature de la valeur créée.**
- 3.4 Quelles sont les principales différences de la société à mission que devient Bel avec l'approche actionnariale classique des entreprises ?**
- 3.5 Comment l'actionnariat salarié contribue-t-il à renforcer la création de valeur au sein de Bel ?**



## ANNEXES

### ANNEXE 1 – Détermination de la rentabilité exigée à partir du MEDAF

Le coût du capital de 8,03 % retenu pour l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles a été calculé sur la base des éléments suivants :

- taux sans risque européen de 0,42 % (moyenne sur un an du rendement de l'obligation allemande à 10 ans à la clôture d'Euronext, source : Bloomberg) ;
- prime de risque de marché de 11,49 % (moyenne sur un an de la prime de marché en Europe à la clôture d'Euronext, source : Bloomberg) ;
- bêta action de 0,67, induit par la médiane des bêta prédictifs désendettés de l'échantillon des sociétés comparables sur la verticale des produits laitiers à septembre 2021 (source : Beta Barra) ;
- prime de risque pays de 0,76 % reflétant l'exposition de Bel aux risques des pays dans lesquels elle enregistre des ventes. Cette prime de risque est approximée par la moyenne des primes de risque pays dans lesquels Bel opère, pondérée par le chiffre d'affaires de Bel dans ces derniers. Les primes de risque pays sont obtenues par la moyenne de (i) la différence de rendement entre les obligations 10 ans de chacun des pays et l'obligation allemande 10 ans et (ii) une régression exponentielle entre les rendements de ces obligations et les dernières notations attribuées par Standard & Poor's.

### ANNEXE 2 – Détermination de la valeur de BEL par les FTD de 2021 à 2024

Les flux futurs de trésorerie reposent sur :

- un chiffre d'affaires réalisé en 2020 de 3 455,8 millions d'euros ;
- un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de l'ordre de 4,5 % par an sur la période prévisionnelle ;
- une augmentation de la marge d'EBIT sur la période prévisionnelle, qui atteint un niveau de 9 % dès 2024 (contre 7,2 % à partir de 2021) ;
- un taux d'imposition pondéré selon la répartition géographique estimée des revenus à 26,5 % ;
- une convergence linéaire des dépréciations et amortissements des immobilisations corporelles en pourcentage du chiffre d'affaires vers 100 % des investissements en pourcentage du chiffre d'affaires ;
- des dépenses d'investissement représentant annuellement en moyenne 4,6 % du chiffre d'affaires ;
- un besoin en fonds de roulement normatif annuel correspondant à 35 jours de chiffre d'affaires sur la période 2021-2024.

La valeur terminale est déterminée selon la méthode de Gordon Shapiro. Cette méthode repose sur un flux de trésorerie disponible normalisé en 2024 auquel un taux de croissance perpétuelle est appliqué, avant d'être actualisé au coût moyen pondéré du capital. Le taux de croissance à l'infini est de 1,5 % en adéquation avec les projections d'inflation long terme ainsi que les références retenues par les analystes de recherche sur l'échantillon de comparables.

La dette financière prévisionnelle est de 953 millions d'euros.

### ANNEXE 3 – Détermination de la valeur de BEL par les multiples sectoriels

Un échantillon d'entreprises comparables est retenu et est composé des groupes suivants, dont plus de la moitié de la profitabilité provient d'activités laitières : Savencia, Saputo, Emmi, Glanbia, Yakult, Bright Dairy Food et Meiji Holdings.

Les multiples retenus sont ceux de la VGE rapportée à l'EBIT (VGE/EBIT). Le multiple VGE/EBITDA est aussi communément utilisé par les analystes qui suivent les sociétés comparables. Compte tenu des politiques de dépréciation variables de l'industrie selon les différentes géographies, le multiple d'EBIT demeure le plus pertinent, notamment depuis l'introduction de la norme IFRS 16.

Les différentes valeurs des sociétés comparables sont les suivantes (en millions d'euros) :

Société	Pays	VGE	EBIT
Saputo	Canada	11 791	756
Meiji Holdings	Japon	7 841	808
Yakult Honsha	Japon	5 570	416
Emmi	Suisse	5 227	274
Glanbia	Irlande	4 423	244
Bright Dairy Food	Chine	2 673	195
Savencia	France	1 687	225

L'EBIT de Bel est évalué à 203 millions d'euros.

### ANNEXE 4 – Cours de bourse de BEL

	Cours de bourse en euros
Cours de référence de l'action au 17/03/2021	378
Moyenne 1 mois	364,8
Moyenne 6 mois	329,6
Moyenne 12 mois	312,8
Cours le plus bas 12 mois	246
Cours le plus haut 12 mois	378



## ANNEXE 5 – Évolution de la structure de l'actionnariat de BEL

Actionnaires de BEL SA au 30/09/2021	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote théoriques	Nombre de droits de vote exerçables	% Capital	% Vote théorique	% Vote exerçable
<b>CONCERT</b>	6 560 551	9 768 918	9 769 918	95,46 %	82,22 %	95,69 %
<i>Dont Unibel SA</i>	4 651 237	9 302 474	9 302 474	67,68 %	78,29 %	91,11 %
<i>Dont SICOPA</i>	1 591 472	-		23,16 %	0,00 %	0,00 %
<i>Dont GROUPE FAMILIAL FIEVET-BEL</i>	237 222	467 444	467 444	3,45 %	3,93 %	4,58 %
<i>Dont AUTO-DETENTION</i>	80 620	-		1,17 %	0,00 %	0,00 %
<b>SOFIL LACTALIS</b>	61 851	123 702	123 702	0,90 %	1,04 %	1,21 %
<b>PUBLIC</b>	249 933	316 572	316 572	3,64 %	2,66 %	3,10 %
<b>BEL SA</b>	6 872 335	11 882 284	10 210 192			
<b>Ecart</b>		1 672 092			14,08 %	

Les droits de vote exerçables (ou réels ou nets) correspondent au nombre total de droits de vote exerçables en assemblée générale. Ils sont calculés sur la base du nombre total de droits de vote attachés au nombre total d'actions, déduction faite des actions privées de droit de vote (autodétention, etc.).

Les droits de vote théoriques (ou bruts) comprennent tous les droits de vote attachés aux actions (y compris celles privées du droit de vote).

## ANNEXE 6 - LOI n° 2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle

L'Assemblée nationale et le Sénat ont adopté,  
Le Président de la République promulgue la loi dont la teneur suit :

### Article 1

I. — Après le premier alinéa de l'article L. 225-17 du code de commerce, il est inséré un alinéa ainsi rédigé :

« Le conseil d'administration est composé en recherchant une représentation équilibrée des femmes et des hommes. »

II. — Après l'article L. 225-18 du même code, il est inséré un article L. 225-18-1 ainsi rédigé :

« Art.L. 225-18-1.-La proportion des administrateurs de chaque sexe ne peut être inférieure à 40 % dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé et, à l'issue de la plus prochaine assemblée générale ayant à statuer sur des nominations, dans les sociétés qui, pour le troisième exercice consécutif, emploient un nombre moyen d'au moins cinq cents salariés permanents et présentent un montant net de chiffre d'affaires ou un total de bilan d'au moins 50 millions d'euros. Dans ces mêmes sociétés, lorsque le conseil d'administration est composé au plus de huit membres, l'écart entre le nombre des administrateurs de chaque sexe ne peut être supérieur à deux.

« Toute nomination intervenue en violation du premier alinéa et n'ayant pas pour effet de remédier à l'irrégularité de la composition du conseil est nulle. Cette nullité n'entraîne pas celle des délibérations auxquelles a pris part l'administrateur irrégulièrement nommé. »

**ANNEXE 7 – BEL devient entreprise à mission et lance un plan mondial  
d'actionnariat salarié  
29/05/2024**

En adoptant le statut d'entreprise à mission, le groupe Bel et ses actionnaires familiaux réaffirment leur vision à long terme, où rentabilité et responsabilité sont intimement liées. C'est un aboutissement à plus de 20 ans d'engagement, qui ancre de manière pérenne un modèle pionnier de croissance durable, ainsi que la vision impulsée et mise en œuvre par Antoine Fievet, Président du conseil d'administration de Bel, et Cécile Béliot, Directrice Générale.

Avec cette nouvelle étape, Bel réaffirme et inscrit sa raison d'être dans ses statuts : en donnant accès à une alimentation plus saine et plus durable pour tous, Bel œuvre au développement d'un modèle alimentaire respectueux des ressources naturelles de la planète, qui bénéficie à l'ensemble de son écosystème et qui lui permette ainsi d'agir pour les générations d'aujourd'hui et celles de demain.

Des objectifs sociaux et environnementaux, dans la lignée de la stratégie durable menée par Bel depuis 20 ans, ainsi qu'un comité de mission seront également mis en place.

En parallèle de l'adoption du statut d'entreprise à mission, Bel lance « We Share », son plan mondial d'actionnariat salarié. Lancé en avril 2024 en France, il sera déployé aux États-Unis, au Canada et en Chine d'ici la fin de l'année, et dans les autres filiales du groupe en 2025 et 2026. Cette démarche témoigne de la volonté renouvelée de Bel, de la famille actionnaire et de l'équipe dirigeante d'associer l'ensemble des collaborateurs au partage de la valeur qu'ils créent. « We Share », c'est le déploiement du modèle familial de Bel aux premiers contributeurs de sa réussite, ses collaborateurs.

Le groupe s'engage ainsi dans un processus long terme pour construire une base actionnariale salariale forte et renforcer sa solidité. Le plan s'adresse aux collaborateurs à tous les niveaux du groupe, avec des minimums garantis et des perspectives de valorisation prometteurs, visant à la fois la sécurité et la performance.

Le lancement en France témoigne de premiers résultats très positifs. Dans la première période de souscription, plus de 40 % des collaborateurs éligibles ont pré affecté leur prime de participation et intéressement dans le programme « We Share », ce qui se situe dans le haut de la fourchette sur ce type d'opération. La phase de souscription formelle débutera à la mi-juin.

Antoine Fievet, Président du groupe Bel : « *Le statut d'Entreprise à Mission s'inscrit dans la continuité de ce que l'on a construit ces dernières années. Il renforce la raison d'être de Bel et reflète notre volonté de participer activement et de manière pérenne à un modèle alimentaire respectueux des personnes et de la nature. Notre plan d'actionnariat salarié, autre avancée essentielle est un engagement qui me tient tout particulièrement à cœur. Les collaborateurs sont au centre de notre création de valeur, et l'objectif est de partager avec eux cette valeur créée à long terme.* »



Cécile Béliot, Directrice Générale du groupe Bel : « *Le passage au statut d'entreprise à mission est un aboutissement qui assure la pérennité de la démarche de Bel. Depuis 20 ans, nous avons déployé notre modèle profitable et responsable sans renoncement, et notamment dans ces dernières années soumises à forte tension. Devenir Entreprise à Mission ancre cette vision dans nos statuts pour l'avenir, et cela s'intègre parfaitement au lancement de notre plan « We Share ». 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. Le fort taux de participation de nos salariés en France témoigne de leur confiance et de leur engagement, ainsi que de leur volonté de contribuer à notre réussite future, et je les en remercie. Cela renforce notre détermination à mettre en œuvre avec succès notre stratégie et notre mission.* »