

PRÉFACE

J'ai eu la chance de débiter ma carrière au sein d'un département¹ qui avait fait le choix, à la fin des années soixante, d'enseigner la finance exclusivement à travers la méthode des cas. Mes collègues de l'époque revenaient la plupart d'un séjour de formation au sein d'universités américaines, et en particulier de la Harvard Business School. Ils avaient ramené toute une série de cas qui y étaient utilisés. Mais, surtout ils avaient engagé un énorme travail de rédaction de cas dans le contexte français du moment, quand les marchés financiers étaient bien moins développés qu'aujourd'hui et les institutions financières très différentes.

J'ai conservé de cette période le souvenir du travail extraordinairement enrichissant que représente la rédaction d'un cas en entreprise. Observer les pratiques, échanger avec les professionnels, confronter nos savoirs et outils académiques aux réalités, puis structurer tous ces matériaux et les assembler pour obtenir *in fine* un instrument pédagogique performant demande beaucoup de temps, d'efforts, d'imagination. Mais quelle satisfaction ensuite quand on voit « l'enfant » vivre et permettre des échanges nourris avec son public étudiant ! Au passage, j'en ai même tiré à titre personnel d'autres avantages comme par exemple l'idée centrale de ma recherche doctorale. C'est pourquoi je considère la rédaction d'un cas comme un des investissements les plus importants que peut réaliser un enseignant chercheur en finance.

La méthode de l'enseignement par les cas a une richesse toute particulière du point de vue pédagogique. Je me souviens d'un de mes collègues, un brin provocateur, qui à la sortie d'une séance d'animation, affirmait : « aujourd'hui, je suis particulièrement satisfait : je n'ai pratiquement pas parlé ! ». Que signifiait-il ? Sa stratégie d'enseignement lui avait permis d'impliquer au maximum le groupe d'étudiants qui par leurs interventions successives (mais maîtrisées par l'enseignant) avaient abouti à une analyse de la situation, à une mise en évidence de problèmes à résoudre, à une formalisation des questions, à des propositions d'utilisation d'outils et finalement à la formulation de pistes de solutions. L'enseignement avait perdu de son caractère magistral mais il avait gagné énormément en implication des étudiants et en structuration de leurs capacités d'analyse : l'acquisition des savoirs passait par l'action. Ce qu'il y a de fascinant dans l'approche, c'est que le même cas peut aboutir à des cheminements différents et tout aussi riches et formateurs, selon les groupes et les animateurs. Outre l'avantage d'apporter un éclairage venant de la réalité du monde des entreprises, cette approche pédagogique a une efficacité incomparable. C'est pourquoi je reste persuadé que même si elle est relativement ancienne, la méthode des cas garde aujourd'hui toute sa pertinence et doit figurer en bonne place dans tous les cursus de finance.

Aussi, c'est un honneur pour moi de rédiger cette préface. Kirsten BURKHARDT et Fabrice HERVE appartiennent à « l'école de finance de Dijon », fondée par mon ami Gérard CHARREAUX et qui s'est affirmée tout au long de ces 40 dernières années comme l'une des plus originales et les plus productives en France. Ce n'est donc pas une surprise de les voir proposer un ouvrage de grande qualité. Ils ont su assembler 8 cas rédigés pour certains par leurs collègues dijonnais et pour d'autres par des collègues grenoblois, lyonnais ou parisiens, tous particulièrement experts dans les champs qu'ils

1. Il s'agissait du département Finance de HEC, à l'époque dénommé CESA.

abordent. Chacun de ces cas traite de matières qui sont le plus souvent couvertes à travers plusieurs chapitres dans un manuel de finance. C'est dire leur richesse potentielle.

Je souhaite très sincèrement la meilleure diffusion à ce livre dirigé par Kirsten BURKHARDT et Fabrice HERVE et je le recommande vivement. Ce n'est pas seulement parce que le travail qu'a représenté chacune de ces contributions le mérite. C'est aussi parce que j'espère que de très nombreux enseignants francophones sauront s'en saisir et intégrer pleinement la discussion de ces cas au sein de leurs enseignements de finance d'entreprise. Ils savent, comme tout bon financier que la rentabilité espérée est à la hauteur des risques assumés : en prenant le risque de la pédagogie par la méthode des cas, ils peuvent attendre auprès de leurs étudiants les meilleurs résultats ! C'est ma conviction.

Michel LEVASSEUR

Professeur émérite, Université de Lille et Université catholique de Louvain

INTRODUCTION

La finance d'entreprise se consacre à l'étude des choix de financement et d'investissement des entreprises et autres formes d'organisations, dans une optique de création de valeur. Ces décisions sont multipériodiques et tournées vers le futur. Les notions de temps et de risque y sont centrales. Cet ouvrage propose, à l'aide de cas réels, l'étude de questions financières classiques. S'il existe de nombreux ouvrages proposant des exercices pratiques, force est de constater une pénurie de supports pédagogiques illustrant les questions financières à l'aide de mises en situations réelles.

L'objectif de cet ouvrage de cas est ainsi de réunir près de dix cas réels d'entreprises pour illustrer les grands points clés de la stratégie financière. Il traite des thématiques suivantes :

- les questions classiques telles que la structure de financement, la gestion de l'endettement, les difficultés financières ;
- l'introduction en bourse et les questions qui s'en suivent, telles que la gestion de l'actionnariat, la gouvernance financière, les dividendes et rachats d'actions ;
- l'accompagnement financier du développement de l'entreprise, *via* les aspects liés à la croissance externe par le biais de fusions-acquisitions ou l'internationalisation.

Les cas étudiés sont d'actualité et couvrent des organisations diverses allant des petites et moyennes entreprises cotées ou non, aux grands groupes et couvrant des secteurs traditionnels ou innovants. L'ouvrage s'adresse à un public large : aux étudiants en gestion en écoles de management universitaires ou privées, aux enseignants, aux professionnels. Il s'organise en trois parties.

La première partie traite des questions liées à la gestion de l'endettement et des difficultés financières. Elle comporte deux cas. Le premier cas (auteur : Fabrice Roth) traite de la gestion de l'endettement au travers du cas CGG. La société CGG est une entreprise française, anciennement Compagnie Générale de Géophysique-Veritas. Le cas de cette société permet d'étudier sur une dizaine d'années la gestion de la dette et met en regard les principales théories explicatives des choix en matière de dettes financières. Suite à de nombreuses acquisitions majeures, le niveau de la dette de CGG est élevé. L'entreprise se voit contrainte de faire face, à partir de 2007, à diverses crises financières (2008 et 2011) et à la chute du prix du pétrole (2014). Elle décide alors de gérer activement sa dette pour minimiser son coût financier, mais se voit contrainte à mener à nouveau des négociations avec ses créanciers et de renforcer ses fonds propres jusqu'en 2017, année durant laquelle les dirigeants annoncent un plan de restructuration financière.

« Du redressement judiciaire à la faillite » est le sujet du deuxième cas, celui de l'entreprise Barnet, une PME du secteur du bâtiment (auteurs : Lucile Veran, Mohamed Kalfaoui). Il illustre les spécificités de l'analyse financière des entreprises en difficulté financière tombées sous le joug d'une procédure collective et montre combien il est difficile pour une entreprise de sortir d'une telle procédure.

La deuxième partie est centrée sur les sociétés cotées et les questions classiques qui s'en suivent telles que la gestion de l'actionnariat, les problèmes de gouvernance financière et les politiques de dividendes et de rachats d'actions. Elle comporte quatre cas. Le premier cas (auteur : Evelyne Poincelot) traite de l'introduction en bourse sur Euronext

Paris d'une jeune Biotech. Amplitude Surgical est un groupe français créé en 1997 et considéré comme une jeune pépite du secteur des biotechnologies. Il permet d'analyser les conséquences de la transaction pour les actionnaires principaux (financiers ou fondateurs) et de s'interroger sur le risque pris par un nouvel actionnaire participant à la levée de fonds lors de l'opération.

La gestion de l'actionnariat est au cœur du deuxième cas : le cas Danone (auteur : Gérard Charreaux). Danone, une des rares entreprises françaises du CAC 40 à actionnariat dispersé, est l'objet de fréquentes rumeurs d'offres publiques d'achat pouvant être de nature hostile. La gestion de son actionnariat constitue de ce fait une préoccupation importante pour ses dirigeants. Le cas met en lumière les caractéristiques de l'actionnariat de Danone et les déterminants de sa gestion ainsi que son rôle central dans la stratégie poursuivie par le groupe. Il permet ainsi d'aborder les diverses facettes de la gestion de l'actionnariat.

Le troisième cas présente Ubisoft (auteur : Fabrice Roth), un éditeur français de jeux vidéo présent sur un marché mondial. En l'espace de quinze ans, l'entreprise fait deux fois l'objet d'une prise de contrôle hostile par ses concurrents. Le cas permet d'étudier un mécanisme externe de gouvernance financière classique censé discipliner les dirigeants, le marché des prises de contrôle. Le cas permet d'analyser le développement de l'entreprise tout au long de son cycle de vie et de suivre l'évolution des principales caractéristiques de son système de gouvernance, notamment, les actions entreprises par les dirigeants d'Ubisoft pour contrer les tentatives d'OPA.

Le quatrième cas est centré sur l'analyse de la politique de dividende d'Essilor (auteur : Michel Albouy). Il met en scène un jeune analyste financier qui est chargé par son directeur de lui faire des propositions d'investissement à long terme sur des entreprises de bonne qualité. Son étude devrait lui permettre de voir si le dividende est l'ennemi de la croissance à long terme de l'entreprise, de ses investissements, et des intérêts des différentes parties prenantes.

La troisième partie met en lumière les défis spécifiques liés au développement de l'entreprise par croissance externe et par internationalisation. Elle comporte deux cas. Le premier traite des fusions-acquisitions dans le cadre des PME, au travers de consolidations sectorielles ou *build-ups* (auteurs : Christophe Bonnet et Kirsten Burkhardt). Le cas Amandine décrit un exemple de consolidation sectorielle (*build-up*) mené par *To Build*, une société de capital-investissement parisienne, spécialiste de ces opérations. La consolidation sectorielle consiste à acquérir successivement plusieurs entreprises d'un même secteur d'activité afin de construire une entité plus grande et plus performante par la mise en place de synergies. Avec Amandine, *To Build* a bâti un groupe de taille significative dans le domaine de la restauration collective, qui a été cédé en 2010 à Boussole Group, leader mondial de l'activité. Le cas permet d'analyser les spécificités de l'ingénierie financière mise en place.

Le second cas traite de la gestion du risque de change et de taux d'intérêt induit par la politique d'endettement mise en place par le groupe Vranken-Pommery (auteur : Hubert de La Bruslerie) producteur et distributeur de vins et de champagne pour financer ses stocks importants. La structure d'endettement taux fixe-taux variable pose la question du risque de taux d'intérêt en cas de variation des taux monétaires. Le cas introduit la couverture du risque de taux d'intérêt par des instruments de type swaps.

Par ailleurs, le risque de change est analysé au travers de ses deux dimensions complémentaires : risque sur la valeur des transactions en devise et risque de conversion patrimoniale.

Tableau récapitulatif des cas

Cas	Thèmes	Principaux points techniques	Activité	Taille
CGG	La gestion de la dette	<ul style="list-style-type: none"> Financement et <i>market timing</i> Le financement hiérarchique La notion d'actif stratégique La restructuration de la dette Le financement des fusions et acquisitions 	Services parapétroliers	1,2 Md€ CA (2017) 5 000 personnes (2017) 110 M€ CB (2017)
Barnet	L'entreprise en difficulté financière. Du redressement judiciaire à la faillite	<ul style="list-style-type: none"> Diagnostic financier Comptabilité générale Procédures de redressement Faillite 	Bâtiment, charpente lamellée-collée	4,83 M€ CA (2014) 40 personnes Non cotée en bourse
Amplitude Surgical	L'introduction en bourse	<ul style="list-style-type: none"> Fixation du prix d'offre LBOs Rentabilité/risque 	Biotechnologies	100 M€ CA (2018) 428 personnes (2018) 234 M€ CB
Danone	La gestion de l'actionnariat	<ul style="list-style-type: none"> Contrôle du capital Performance boursière Déterminants de la gestion de l'actionnariat Politique de financement Dilution du capital 	Alimentaire	24,7 Mds€ CA (2017) 104 843 employés (2017) 46,8 Mds€ CB (2017)
Ubisoft	La gouvernance financière	<ul style="list-style-type: none"> Gouvernance financière Système de gouvernance Discipline des dirigeants par le marché Défense attaques OPA 	Éditeur de jeux vidéo	1,73 Md€ CA (2018) 13 742 employés (2018) 7,8 Mds€ CB (2018)

Cas	Thèmes	Principaux points techniques	Activité	Taille
Essilor	Dividendes et rachats d'actions La politique de dividende	<ul style="list-style-type: none"> • Création de valeur actionnariale et partenariale • Diagnostic financier • Politique de dividendes et croissance de la firme • Politiques de financement et d'investissement 	Optique-lunetterie	7,1 Mds€ CA (2016) 64 000 employés (2016) 23,3 Mds CB (2018)
Amandine	Les fusions-acquisitions Les transactions de fusions-acquisitions dans le cadre de build-ups	<ul style="list-style-type: none"> • LBOs • Restructurations d'entreprises • Fusions-acquisitions • Création de valeur • Effet de levier 	Restauration collective	40,7 M€ CA (2009) 516 personnes (2010) Non cotée
Vranken-Pommery	L'internationalisation Gestion des risques de change et de taux d'intérêt – structure d'endettement – stratégie à l'international	<ul style="list-style-type: none"> • Politique d'endettement • Gestion du risque de taux • Gestion du risque de change 	Vitivinicole	300,2 M€ CA (2017) 787 personnes (2017) 210 M€ CB (2018)