



ARSTM  
Académie Régionale  
des Sciences et  
Techniques de la Mer



RÉPUBLIQUE DE CÔTE D'IVOIRE



Union ~ Discipline ~ Travail

# TECHNIQUES BOURSIERES & INGENIERIE FINANCIERE (TB&IF)

## **CONTENU DU MODULE**

### **INTRODUCTION GENERALE**

#### **I<sup>ÈRE</sup> PARTIE : INGENIERIE FINANCIERE**

##### **I. LES OPÉRATIONS DE DÉVELOPPEMENT**

- A. Les rapprochements d'entreprise
- B. Apport partiel d'actif
- C. Scission ou Division de sociétés

##### **II. REPRISES D'ENTREPRISES**

- A. Cession de bloc de contrôle
- B. Les Offres Publiques (OP)

#### **II<sup>ÈME</sup> PARTIE : TECHNIQUE BOURSIERE**

- I. L'ENVIRONNEMENT BOURSIER INTERNATIONAL
- II. LE SYSTEME FINANCIER ET BANCAIRE DE L'UEMOA
- III. LA BOURSE REGIONALE DES VALEURS MOBILIERES
- IV. LES TECHNIQUES D'APPEL DE FONDS

## INTRODUCTION GENERALE

Tout responsable financier est un jour confronté à une **opération d'ingénierie financière**, qu'il s'agisse de financement de **haut de bilan**, d'une opération sur le capital (augmentation de capital), l'acquisition d'une entreprise ou d'une cession d'actifs, etc. Les montages financiers, fiscaux et juridiques sont nombreux, complexes et évolutifs. C'est pourquoi les compétences en ingénierie financière sont recherchées et appréciées au sein des entreprises, des groupes et des organismes financiers.

L'ingénierie financière concerne donc le développement et la mise en place de technique financière et juridique spécifique à la résolution d'un problème financier lié à ces opérations.

L'ingénieur financier est donc un spécialiste de la finance (de la **finance d'entreprise** et de la **finance de marché**) et plus particulièrement de la banque. Il est chargé :

- D'établir et d'optimiser les montages de financement complexe combinant des instruments financiers variés (titres, prêts, produits dérivés de toute nature);
- En créant un ou des véhicules de financement adaptés à un projet ou une opération donnée (financement de projet, titrisation de crédit, FUSAC=Fusion-Acquisition);
- En faisant souvent appel à plusieurs établissements financiers (Pool de financement);
- En accordant une attention particulière tant à la limitation des risques financiers qu'à l'optimisation de la rentabilité.

Il est le plus souvent employé par une banque d'affaires pour la finance d'entreprise ou par une banque d'investissement pour la finance de marché.

## **Objectifs généraux du cours**

Ce cours vise donc à donner aux auditeurs des compétences leur permettant de mieux appréhender l'avenir de l'entreprise, de se familiariser avec les techniques de l'organisation, de prise de contrôle, de maintien, et de croissance des entreprises en limitant les apports financiers extérieurs.

## **Objectifs spécifiques**

Au terme du cours, l'auditeur doit être capable de :

- Optimiser les opérations d'ingénierie financière;
- Disposer des compétences requises face aux opérations de développement, de restructuration, de fusion, d'alliance... ;
- S'approprier les nouveaux critères de performance;
- S'adapter aux règles et pratiques des marchés des capitaux;
- Maîtriser les politiques de financement.

## **1ÈRE PARTIE : INGENIERIE FINANCIERE**

### **V. LES OPÉRATIONS DE DÉVELOPPEMENT**

#### **INTRODUCTION**

Que ce soit dans une **logique industrielle et commerciale ou purement financière**, les opérations de développement sont courantes. En dehors des aspects économiques et financiers, ces opérations doivent suivre un certain formalisme juridique et peuvent bénéficier dans certains cas d'avantages fiscaux.

Selon l'Autorité des Marchés Financiers (AMF, le gendarme de marché financier) sur la décennie 90, les fusions ont atteint un record tant au niveau mondial qu'au niveau européen, mais ont marqué un net recul en 2001. Leurs montants ont dépassé les 3431 milliards de dollars US de transaction dans le monde. Cependant

les niveaux restent 3 fois plus élevés qu'en 1990, le phénomène de concentration se poursuivant à l'échelle mondial.

## **A-Les Rapprochements d'Entreprises**

**1-Les Fusions-Acquisitions** (FUSAC ou MAE (Mergers And Acquisitions))

L'expression fusion-acquisition recouvre les différents aspects du rachat d'une entreprise, dans les domaines de la finance d'entreprise et de gestion de l'opération financière. L'entreprise acquise peut conserver son intégrité ou bien être fusionnée à l'entreprise acquérante.

Les fusion-acquisitions sont un outil utilisé par les entreprises dans le but d'accroître leurs activités économiques et d'augmenter leur profit. On parle alors de **croissance externe** à l'opposé de la **croissance interne ou organique**.

### **a-Les finalités**

Les opérations de FUSAC peuvent avoir de multiples finalités :

- atteindre une **taille critique** ou **masse critique**;
- générer des **économies d'échelle** ou des **synergies** en termes de compétences, de gamme de produits ou d'implantation;
- améliorer la **rentabilité** : outre les problèmes humains, techniques ou d'organisation, ce type d'opération donne lieu à des difficultés d'ordre juridique, financier et fiscal notamment.

Différentes modalités permettent de rapprocher deux entreprises selon que ce rapprochement est soit total (fusion) ou partiel (apport partiel d'actif et scission).

## **b-La Fusion (rapprochement total)**

### **b-1-Définition**

C'est une opération par laquelle deux ou plusieurs sociétés se réunissent pour n'en former qu'une seule. En général, une société absorbe l'autre. C'est une fusion –acquisition. Cette opération peut résulter:

- soit de la dissolution de la société apporteuse, aboutissant à la constitution d'une nouvelle société (**fusion-acquisition**) ;
- soit de l'absorption d'une société par une autre. C'est le cas le plus courant, la société absorbée disparaît (**fusion-absorption**)

La fusion entraîne par conséquent la transmission universelle du patrimoine et la dissolution des sociétés absorbées ou apporteuses. Les associés de la **société absorbée ou apporteuse** deviennent associés de la **société absorbante ou nouvelle**.

### **b-2-les principales étapes de la procédure de fusion**

#### **- Elaboration d'un projet de fusion**

Un projet de fusion est élaboré entre les sociétés concernées et apporté par les conseils d'administration ou directoires respectifs.

#### **- Désignation de commissaires à la fusion et de commissaires aux apports de l'absorbante**

Sur requête des sociétés, le président du **tribunal de commerce** désigne les commissaires à la fusion de chacune d'elles et les commissaires aux apports de l'absorbante. Les commissaires à la fusion sont chargés de vérifier les modalités de l'opération en veillant notamment à la rémunération équitable des apports. Quant aux commissaires aux apports, ils vérifient que

**la valorisation des apports** a été faite sans les surévaluer de façon à ne pas créer des **capitaux propres fictifs**.

- **Convocation d'une assemblée générale extraordinaire (AGE) dans chaque société pour approbation**

Le projet de fusion élaboré et déposé au greffe du tribunal de commerce est communiqué aux différentes parties. Une AGE est convoqué dans chaque société en vue d'approuver le projet définitif par les conseils d'administration.

- **Approbation du projet définitif**

### **b-3-Détermination de la Parité d'échange et de la prime de fusion**

En échange de l'apport réalisé, les actionnaires de la société absorbée vont recevoir de la société absorbante des titres émis par celle-ci. Pour réaliser cet échange, il convient de déterminer le rapport d'échange ou parité d'échange dont la formule est :

**Parité d'échange (PE)= (nombre d'actions anciennes) / (nombre d'actions nouvelle) = valeur des actions de la société absorbée / valeur des actions de la société absorbante**

Par définition, la parité d'échange est donc le rapport d'échange des actions de l'absorbée contre les actions de l'absorbante.

La détermination de la parité d'échange est importante parce que c'est le partage de la création de valeur : c'est donc pour protéger les actionnaires. Cette parité permettra d'établir l'existence d'une prime appelée **prime de fusion**. Lorsque la valeur réelle des titres est supérieure à la valeur nominale, il est nécessaire au départ d'évaluer les apports de l'actif et du passif de l'absorbée et la valeur des titres de l'absorbante émis en contre partie.

La loi ne précise aucune méthode particulière d'évaluation. **L'Actif Net Comptable Corrigé (ANCC), la valeur de rendement assise sur les bénéfices moyens et la capitalisation boursière** sont les méthodes le plus souvent utilisées. Mais en pratique, le choix d'une méthode fait bien sûr l'objet d'un compromis entre les parties.

#### **b-4- Applications**

Dans le cadre d'une fusion-absorption, nous analyserons d'abord le cas de deux sociétés indépendantes puis le cas où la société absorbante a des participations dans l'absorbée.

#### **- Cas d'une Fusion-Absorption entre deux sociétés indépendantes**

##### **Enoncé :**

Le capital social de la société A est divisé en 10000 actions de 100 F CFA et celui de la société B est divisé en 5000 actions de 100 F CFA. La société A absorbe la société B. Après évaluation et accord entre les conseils d'administration respectifs, le fonds de commerce de la société A est évalué à 2 400 000 F CFA et l'immeuble de la société B à 2 800 000 F CFA.

Société A : Bilan en milliers de F CFA

| <b>Actif</b>                 | <b>Passif</b>             |
|------------------------------|---------------------------|
| Immeuble : 0                 | Capital social :<br>1 000 |
| Fonds de Commerce :<br>2 000 | Réserves :<br>1 000       |
| Créances : 2 000             | Dettes : 2 000            |

Société B : Bilan en  
milliers de F CFA

| <b>Actif</b>                 | <b>Passif</b>           |
|------------------------------|-------------------------|
| Immeuble :<br>2 000          | Capital social :<br>500 |
| Fonds de<br>Commerce : 2 500 | Réserves : 3 500        |
| Créances : 2<br>500          | Dettes : 3 000          |

### **TAF :**

- 1- Déterminer la valeur des actions des deux sociétés par la méthode de l'actif net comptable corrigé (ANCC).
- 2- Déterminer la parité d'échange, le nombre d'actions à créer de la société A et la prime de fusion.
- 3- Etablir le bilan de la société A après l'opération de Fusion-Absorption.

**On rappelle que la formule de l'ANCC** = Capital social + Réserves + Report à nouveau + Plus value + Résultat de l'année+ Subvention

**Et la Valeur d'une action**= ANCC / Nombre total d'actions

- **Cas d'une Fusion-Acquisition, la société absorbante ayant une participation dans l'absorbée**

### **Enoncé :**

Reprenons la société B ci-dessus (cas 1) et supposons qu'en fait une société A' qui détient 4000 titres de B acquis à 660 FCFA veuille absorber B. Le capital de A' est divisé en 10000 actions de 200 F CFA. L'évaluation de A' révèle que l'immeuble a une valeur de 7.800.000 F CFA et le Fonds de commerce de 5.200.000 F CFA.

**Société A' : Bilan en milliers de F CFA**

| <b>Actif</b>              | <b>Passif</b>          |
|---------------------------|------------------------|
| Immeuble : 5.000          | Capital social: 2. 000 |
| Fonds de commerce : 3.000 | Reserves : 11.000      |
| Titres de B : 2.640       | Dettes : 6.640         |
| Créances : 9.000          |                        |
| Total 19.640              | Total 19.640           |

T.A.F :

- 1) Déterminer la valeur des actions de la société **A'**.
- 2) Déterminer la parité d'échange, le nombre d'actions émis par la société A' et la prime de fusion.
- 3) Déterminer le bilan de la société A'

**B- Apport partiel d'actif****1-Description de l'opération**

Cette opération consiste pour une société à apporter des éléments de son actif à une société nouvelle existante et à recevoir en contrepartie des titres émis par la société bénéficiaire de l'apport.

Il est nécessaire de procéder à une évaluation de l'apport et la décision d'apport est soumise à un certain formalisme comme dans le cas de la fusion. Mais, contrairement à la fusion, la société apporteuse continue d'exister.

## 2-Application

### Société Apporteuse

#### Bilan (en milliers de F CFA)

| ACTIF                     | PASSIF                        |
|---------------------------|-------------------------------|
| Immeuble<br>2000          | Capital social<br>2000        |
| Fonds de commerce<br>2000 | Réserves<br>2000              |
| Créances<br>2000          | Dettes d'exploitation<br>1500 |
|                           | Emprunts immeubles<br>500     |

*Le fonds de commerce et les créances de cette société avec prise en charge du passif qui y est attaché (ici, les dettes d'exploitation) sont apportés à une nouvelle société.*

*L'apport net représente 2.500.000, soit le capital social de la nouvelle société, laquelle remet à l'apporteuse l'équivalent en titres de participation.*

**TAF:** Déterminer les situations bilancielle des deux sociétés.

### C-Scission ou Division de sociétés

*Les opérations de scission sont courantes aux USA et au Royaume Unis.*

Jusque dans les années 90, la législation et la fiscalité en la matière en Europe étaient très pénalisantes, c'est pourquoi peu d'opérations de ce type étaient réalisées. Cependant, de nouvelles dispositions fiscales plus adaptées ont été adoptées qui explique le développement des opérations de scission en Europe.

## **1-Principes**

Les scissions sont simples dans leurs principes. Un groupe comprenant plusieurs branches d'activités (le plus souvent 2) décide de les séparer en créant plusieurs sociétés distinctes. Les actions des sociétés nouvellement créées sont distribuées aux actionnaires en échange des actions du groupe d'origine. Les actionnaires (qui n'ont pas changés) peuvent alors céder ou non ces actions indépendamment les uns des autres.

Il existe deux types de scission :

- Les scissions proprement dites : une société est dissoute, son patrimoine est reparté entre plusieurs sociétés créées qui constituent leur capital en contrepartie de l'apport.
- Les scissions-fusions : où le patrimoine de la société dissoute est apporté à plusieurs sociétés existantes qui augmentent leur capital en contrepartie de l'apport. Les titres émis sont remis aux anciens actionnaires de la société dissoute comme dans le cas des fusions.

## **2-Pourquoi scinder un groupe**

Des études faites sur le sujet montrent que :

- Les opérations de scission permettent de résoudre les problèmes éventuels d'allocation sous optimale du capital du groupe au profit des branches en difficultés et au détriment des branches les plus performantes qui sont ainsi pénalisées dans

leur développement. Difficultés pour le marché à comprendre le groupe.

- Les scissions permettent de réduire l'asymétrie d'informations.
- Les scissions peuvent rendre «opéables» les sociétés nouvellement créées : La taille trop importante du groupe d'origine ou la diversité de ses activités pouvait exclure le risque d'O.P.A. En effet, l'acheteur n'était pas intéressé par la totalité des branches d'activités et la méthode consistant à acheter tout pour revendre les parties (c'est-à-dire les branches peu performantes) était lourde et hasardeuse. La scission crée des sociétés de plus petites tailles et mono-activité plus attirantes sur le marché des O.P.A.

## **II-REPRISE D'ENTREPRISE**

La reprise d'une entreprise peut prendre plusieurs formes selon la nature du repreneur (personne extérieure à l'entreprise ou salarié) et la forme de la reprise (négociation ou offre publique).

### **A-Cession de bloc de contrôle**

Il s'agit de la cession d'un bloc de titres assurant habituellement la majorité et le pouvoir de l'entreprise.

Cette cession de majorité permettant la transmission de l'entreprise, a souvent été interprétée par l'administration fiscale comme la mutation d'un fonds de commerce et la création d'une nouvelle personne morale.

Une cession de titres implique, de la part de l'acquéreur, certaines précautions, notamment des garanties (qui porteront essentiellement sur certains éléments du bilan).

**N.B :** Si l'entreprise est cotée en Bourse, la cession doit suivre la réglementation édictée par la commission des opérations boursières (C.O.B devenu AMF) de façon à protéger les actionnaires minoritaires. Une demande préalable doit être adressée au conseil des marchés financiers qui décide si la part cédée représente un bloc de contrôle.

Cette forme de prise de contrôle suppose une certaine concentration du capital à la différence de l'offre publique.

## **B-Les offres publiques**

### **1-Définition**

L'offre publique est la procédure qui permet à une personne physique ou morale de faire connaître publiquement qu'elle se propose d'acquérir ou de céder tout ou partie des titres d'une société cotée.

**N.B :** Cette définition générique dépasse le seul cas le plus connu et plus fréquent des O.P.A-O.P.E et recouvre en fait toutes les situations depuis les participations minoritaires, l'accès progressif au contrôle, le contrôle majoritaire et le contrôle total de la société.

### **2-Importance actuelle des O.P**

Les opérations d'O.P et principalement les O.P.A sont devenues très importantes car elles seules permettent la nécessaire mobilité des capitaux de l'entreprise cotée.

Il s'agit d'opérations patrimoniales, de transfert de propriété entraînant des modifications profondes de l'actionnariat et dans de nombreux cas, un changement complet de contrôle de la société.

Du point de vue des entreprises concernées, les OP sont des événements exceptionnels, parfois traumatisants (pour le

management et les employés), en tout cas irréversible et prélude à des réorientations politiques et stratégiques. De telles opérations s'effectuent régulièrement dans tous les pays où existent des bourses de valeur et un marché financier actif.

Pour des raisons culturelles et législatives, la pratique et la fréquence des OP diffèrent forcément d'un pays à l'autre. On rencontre très schématiquement trois types de pays où :

- Les offres publiques sont très fréquentes : les pays Anglo-saxon (USA, Grande Bretagne, Australie);
- Les OP relativement fréquentes : c'est surtout dans les pays Latins comme la France où les OPA ont été découvertes vers les années 70 avec notamment l'OPA manqué de BSN (Danone) sur Saint Gobain ;
- Les offres publiques exceptionnelles ou quasi-impossibles : c'est le cas dans les pays tels que l'Allemagne, la Suède, le Japon, les Pays-Bas où le verrouillage culturel et législatif du capital empêche pratiquement toute prise de contrôle hostile.

### **3- Les caractéristiques générales**

- Les OP ont un caractère hostile ou amical. Dans le cas d'OPE et d'OPA l'objectif de l'initiateur étant une prise de contrôle de la société visée, celle-ci peut s'effectuer contre la volonté des dirigeants et des actionnaires. On parle alors d'OPA hostile ou agressive par opposition aux opérations amicales.

- Les OP ont un caractère médiatique : les OP sont le terrain privilégié de la publicité et de la communication financière. Il s'agit en effet de « vendre » à l'opinion public un produit action (OPV), de séduire les actionnaires minoritaires (OPA), de les convaincre d'apporter leurs titres à tel initiateur et de modifier l'image de l' «assaillant».

#### 4- Les finalités

L'aspect médiatique ne doit pas occulter la finalité essentielle des opérations qui peuvent se faire soit selon une logique purement financière, soit une logique industrielle ou d'entreprise.

- **La logique purement financière** : dans cette logique il s'agit pour l'« assaillant » de sanctionner le management défaillant en utilisant comme argument essentiel la mauvaise gestion des actifs de la société ciblée et donc la nécessité de la restructurée en profondeur.
- **La logique industrielle ou d'entreprise** : le «raiden» ne déclare pas vouloir sanctionner un management défaillant mais il met en avant la synergie avec ses projections stratégiques.

**N.B** : Dans la réalité, la distinction entre la logique purement financière et la logique industrielle est artificielle tant ces logiques sont imbriquées. Ainsi, même si les préoccupations d'image ou plus strictement financières et spéculatives sont prédominantes, certaines OP, les motivations industrielles paraissant les plus importantes. L'OPA-OPE est alors un outil permettant d'obtenir rapidement et sous réserve des lois anti-trust (Contre accord entre entreprise) avec ou sans l'accord des intéressés :

- Une complémentarité dans un même métier avec des métiers proches.
- Une diversification dans une nouvelle activité jugée plus prometteuse.

#### **4-La réglementation boursière (cf. travaux de recherche)**

#### **5-Les défenses anti-OPA**

Le développement des OPA a entraîné concomitamment la mise en place par les sociétés de mesures anti-OPA de plus en plus sophistiquées, dans une optique préventive, de défense, voire de contre-attaque. Ces mesures peuvent être regroupées en quatre (4) catégories :

- **Renforcement du pouvoir des actionnaires en place**, principalement par des dispositions statutaires ou extra-statutaires (défense axée sur le droit de vote, modification des règles statutaires de quorum et de majorité pour les A.G ou A.G.E)

- **Dépenses financières ou opération sur le capital**, il s'agit d'un ensemble d'opérations permettant de diluer le capital de la société cible et donc de rendre le coût financier très élevé voire dissuasif.

- **Montages juridique divers** : il s'agit de montages ou de transformation juridique permettant de mieux contrôler la société. C'est par exemple le cas de transformation de société anonyme en société en commandite par action, des entreprises par ses salariés.

- **Les alliances externes** : la société ciblée pourra également rechercher des alliances avec d'autres sociétés très puissantes appelées dans le jargon financier « **chevaliers blancs** ».

#### **6-Holding de reprise et RES (Reprise d'une entreprise par ses salariés)**

- **Holding de reprise : les opérations LBO (Leverage Buy Out)**

Les opérations LBO se développent assez fortement et sont devenues un outil courant de transmission d'entreprise et de restructuration industrielle.

Un LBO est un rachat par un fonds de LBO qui implique financièrement les dirigeants de l'entreprise, de l'ensemble de ses actions financé par endettement.

Lorsque le management de l'entreprise cible est associé à l'opération, on emploie couramment le sigle LMBO (Leverage Management Buy Out). Dans le cas d'intervention d'un management extérieur, on précise qu'il s'agit d'un LMBI (Leverage Management Buy In).

#### **- Reprise d'une entreprise par ses salariés (RES)**

La RES consiste à faire reprendre une entreprise par ses salariés au travers d'une société holding. Cette opération se caractérise par un certain nombre d'avantages fiscaux, mais également de contraintes.

#### **► Mécanisme :**

1<sup>ère</sup> étape : Des salariés constituent une société (holding) dont le but exclusif est de prendre le contrôle (50% au moins des droits de vote) de leur entreprise (société cible). Ils peuvent s'endetter à titre personnel pour pouvoir effectuer leurs apports respectifs en capital et s'appuyer sur des investisseurs extérieurs (banques notamment) pour obtenir des financements à long terme.

2<sup>ème</sup> étape : La holding prend le contrôle de la société cible.

3<sup>ème</sup> étape : La société cible verse chaque année des dividendes à la holding. Ce qui lui permet de rembourser ses prêts.

► **Les Conditions :**

1<sup>ère</sup> condition: La société reprise doit avoir au moins compté 10 salariés au cours des deux (2) années précédant le rachat. Mais aucune condition d'ancienneté n'est exigée pour les salariés.

2<sup>ème</sup> condition : Les salariés de la société cible doivent détenir au moins 50% des droit de vote de la holding par un apport personnel moins onéreux, les salariés peuvent donc grâce à leur endettement personnel et celui de la holding, acquérir le pouvoir de décision de leur entreprise. Il est bien sûr nécessaire que l'entreprise rachetée soit saine: l'opération repose sur sa capacité bénéficiaire, garantie des partenaires extérieurs pour le remboursement des emprunts par les dividendes distribués.

## IIÈME PARTIE : TECHNIQUE BOURSIERE (cf doc power point)

### I. L'ENVIRONNEMENT BOURSIER INTERNATIONAL

### II. LE SYSTEME FINANCIER ET BANCAIRE DE L'UEMOA

### III. LA BOURSE REGIONALE DES VALEURS MOBILIERES

### IV. LES TECHNIQUES D'APPEL DE FONDS

Lever des capitaux constitue un impératif pour une entreprise en développement et souvent une nécessité dans une phase de restructuration. Aux techniques classiques d'appel de fonds que sont **l'augmentation de capital** et **l'emprunt obligataire** s'ajoutent aujourd'hui des montages plus sophistiqués qualifiés de «**nouveaux fonds propres** ». Mais il existe une technique particulière: Le **capital risque** qui constitue une modalité du financement par capitaux propres.

Nous allons donc passer en revue ces différentes formes de financement.

#### **A-Les augmentations de capital**

Après avoir rappelé le contexte des augmentations de capital et ces différentes formes, seront abordés les problèmes liés à la prime d'émission, au droit de souscription et d'attribution et à l'introduction en bourse.

#### **1-Le contexte**

L'octroie de crédit bancaire repose sur l'analyse de la **solvabilité** des entreprises et sur l'étude de leur structure bilancielle. Une **règle de prudence** veut qu'un crédit puisse être

octroyé tant que les **fonds propres** du client de la banque sont au moins égaux à ses **dettes**. Pratiquement, les banques commerciales s'intéressent à l'équilibre suivant:

- Un tiers de fonds propres
- Un tiers de dette à long terme
- Un tiers de dette à court terme

Dans ce contexte, les entreprises soucieuses d'accéder au **crédit bancaire** sont amenées à présenter des bilans dont la **structure (financière)** soit en mesure de donner satisfaction à la fois aux banques et aux actionnaires.

Trois (3) voies sont alors envisageables:

- La maximisation du **résultat net** comptable et la minimisation de **la distribution de dividendes**;
- La réévaluation du bilan ;
- L'augmentation de capital

Ce dernier point est décidé par la direction financière sous réserve de validation par l'A.G.E des actionnaires (il faut que l'opération qui conduit à modifier les **statuts de l'entreprise** soit approuvée par les 2/3 des droits de vote).

## 2-Les différentes formes d'augmentation de capital

On distingue quatre (4) formes d'augmentation de capital:

- **L'apport en numéraire**: c'est la forme d'augmentation de capital la plus facile: des actionnaires (nouveaux ou ayant déjà investis dans le capital de l'entreprise) achètent des actions nouvellement émises par l'entreprise. Comptablement, on assiste à une augmentation :

► de l'actif, par le débit (ou l'augmentation) du compte de trésorerie (banque).

► du passif, par le crédit du compte de capital et le cas échéant de la prime d'émission que nous verrons un peu plus en avant.

- **L'apport en nature** : au lieu d'apporter de la trésorerie, les actionnaires apportent un autre actif généralement une immobilisation. Cette technique est généralement utilisée par les groupes qui mettent en force des stratégies de prise de participation croisée.

- **La conversion de créances en actions**: cette forme d'augmentation de capital n'a pas d'impact sur la composition de l'actif de l'entreprise, elle revient au contraire à convertir des dettes (c'est-à-dire des créances qu'un tiers détient sur l'entreprise) en action. Les créanciers de l'entreprise en deviennent donc actionnaires. Ils renoncent ainsi à l'existence contractuelle de la date de remboursement de leur créance, mais obtiennent en contrepartie un droit de regard et éventuellement une influence sur la gestion de l'entreprise.

- **L'incorporation de réserves** : cette forme d'augmentation de capital n'augmente pas les fonds propres de l'entreprise : c'est seulement une modification de leur composition, les réserves étant transformables et donnant lieu à des distributions d'actions gratuites remises en principe aux anciens actionnaires de l'entreprise. A noter que ces derniers ont toute la latitude pour renoncer à cette attribution gratuite et préférée à sa place la négociation de l'obtention de ces actions.

### 3-La prime d'émission

Le capital social est égal au produit de nombre d'actions émises par la valeur nominale des actions. Or, rien n'oblige la

société à procéder à une augmentation de capital à valoriser l'action au nominal. **On peut à ce propos considérer en se plaçant dans une optique liquidative que la valeur de l'entreprise correspond à ce qui reviendrait aux actionnaires en cas de vente de tous les actifs et de paiement de toutes les dettes.**

Dès lors, la valeur de l'action est obtenue en effectuant le rapport entre les fonds propres de la société et le nombre d'actions déjà émises.

#### **4-Les problèmes posés par l'augmentation de capital**

Rien n'oblige un actionnaire à participer à une augmentation de capital. Cependant, lorsqu'il ne participe pas à l'opération:

- Son influence du point de vue du pouvoir sur la société diminue : c'est la **dilution** (le contraire est la **relution**).
- Sa quote-part dans les bénéfices de la société diminue également compte tenu de l'augmentation du nombre d'actions composant le capital.

Il importe donc que l'actionnaire qui n'y participe pas obtienne une compensation financière. D'autre part, même si l'actionnaire veut prendre part à l'opération, il convient de lui donner la priorité afin qu'il évite d'être involontairement dilué.

Ces différents problèmes sont résolus par l'émission de droits préférentiels de souscription (D.S). Ainsi, pour participer à une augmentation de capital par apport en numéraire, il convient de présenter un certain nombre de D.S, lesquels sont remis gratuitement aux anciens actionnaires au prorata de leur participation dans le capital, une action déjà détenue permet d'obtenir un D.S. Par ailleurs, la valeur du D.S qui peut être

revendu permet de compenser la baisse de valeur de l'action provoquée par l'effet de dilution.

On peut donc écrire les formules suivantes:

$C$  : le coût de l'action avant l'augmentation de capital.

$E$  : taux d'émission de nouvelles actions.

$n$  : le nombre d'actions émises à l'occasion de l'augmentation de capital.

$N$  : nombre d'actions composant le capital avant augmentation.

Avec D.A= Droit d'Attribution

$$D.A = n.C / (N + n)$$

$$D.S = n / (N + n) (C - E)$$

**N.B:** Si l'opération correspond à une distribution d'action gratuite,  $E = 0$ , le droit préférentiel de souscription porte le nom de droit d'attribution, noté D.A.

## 5. Exemples d'application

Une entreprise au capital de 2500 actions cotées à 200 dollars décide de distribuer 1500 actions gratuites par l'incorporation de réserves. Un actionnaire qui détient 50 actions souhaite en détenir 210 en plus.

1) Combien devra-t-il déboursier?

### Resolution

Calcul de la parité d'échange (PE)

$$PE = N / n \Rightarrow A.N: PE = 2500 / 1500 = 5/3$$

$$PE = 5/3$$

Interprétation:

-Cinq (5) actions anciennes permettant d'obtenir 3 actions nouvelles.

-Le propriétaire des 50 actions en obtient donc gratuitement 30.

-Il lui manque donc 180 actions

-Or il convient de présenter 5 DA pour obtenir trois (3) actions gratuites. IL lui faut donc se procurer  $180 \times (5/3) = 300$  DA (3 actions nouvelles pour 5 actions anciennes : c'est la règle de trois inverse qui a été appliquée). Ici, l'actionnaire doit présenter 300 DA pour obtenir les 180 actions nouvelles qu'il désire.

-La valeur égale :  $D.A = n.C / (N + n)$

=> AN:  $D.A = (1500 \times 200) / (2500 + 1500) = 75\$$

$$D.A = 75\$$$

-Il débourse de  $75 \times 300 = 22.500 \$$

## 6-INTRODUCTION EN BOURSE

### 6-1-Intérêt et inconvénients de l'introduction en bourse.

- a. Le principal intérêt d'une introduction en bourse est d'accroître la possibilité de levée des fonds en quantité importante. Cette possibilité résulte du fractionnement de l'actionnariat puisque le risque lié à l'entreprise est reparti sur la masse des actionnaires, chacun d'entre eux pouvant diversifier le risque par des participations équilibrées.
- b. L'appel public à l'épargne présente en outre l'avantage de constituer un baromètre de la bonne gestion de l'entreprise cotée, véritable stimulant de la direction, même si les marchés connaissent parfois des fluctuations.
- c. *Diversifier et multiplier les sources de financement* : En entrant en Bourse, la société sollicite l'épargne publique des épargnants, petits ou grands, et des institutionnels (compagnies d'assurances, sociétés d'investissement, investisseurs étrangers). Ces derniers forment un potentiel important auquel la société peut recourir en cas de besoin financier. Mieux encore, sur le marché financier, la société trouve une palette très élargie de produits financiers pour renforcer ses fonds propres sans avoir à rembourser la partie du capital souscrite par les nouveaux actionnaires qui ont la possibilité de vendre par la suite leur part en Bourse. Elle peut émettre des **emprunts obligataires** sans garantie bancaire. La cotation des titres de la société en Bourse favorise une meilleure appréciation du risque de la société par la communauté des prêteurs et par conséquent, une amélioration de ses conditions de financement.

- d. **Profiter de la transparence pour dynamiser son image et améliorer sa position** : L'entreprise cotée en Bourse verra rapidement son image et sa crédibilité s'affirmer, ce qui lui permettra de mieux négocier ses affaires avec ses fournisseurs et ses banquiers. Le capital social, suffisamment diffusé auprès d'un large public, permet à l'entreprise de s'assurer une clientèle potentielle importante (à titre d'exemple, le capital de Tunisair a été diffusé auprès de 100.000 actionnaires lors de son introduction à la cote). En plus, grâce à la diffusion de la cotation en temps réel, la société cotée devient mondialement connue. Les opportunités de partenariat se multiplieront et les possibilités de **croissance externe** s'en trouveraient alors accrues.
- e. **Diversifier son patrimoine et concrétiser sa plus-value** : La Bourse évalue quotidiennement le cours de l'action en fonction de plusieurs facteurs qui tiennent compte de la **valeur comptable de l'entreprise** mais surtout des anticipations sur ses perspectives de croissance futures, ce qui permet de valoriser le patrimoine des actionnaires. La cotation en Bourse facilite aussi les alliances stratégiques de l'entreprise avec d'autres partenaires et évite ainsi de longues négociations sur le prix d'entrée d'un nouvel actionnaire partenaire.
- f. **Assurer la pérennité de l'entreprise** : L'introduction en Bourse évite à l'entreprise tout éclatement ou dissolution, suite au départ de l'un de ses actionnaires majoritaires, ou bien dans certains cas de successions. Elle facilite aussi l'entrée de nouveaux actionnaires dont la société pourrait avoir besoin au cours de son développement. Le contrôle de la société peut être sauvegardé grâce à une diffusion d'une part limitée du capital ou par le recours à des

produits financiers adéquats ; les **actions à dividendes prioritaires sans droit de vote** (ADP) ou les certificats d'investissement (CI) qui ne votent pas.

- g. *Motiver ses salariés et attirer des dirigeants de qualité* : En tant qu'entreprise cotée, la société serait en mesure de proposer à ses principaux dirigeants ainsi qu'aux autres salariés des formules d'intéressement très incitatives en leur accordant des titres de la société (stocks options). Avec des actions cotées, ces derniers pourraient évaluer leur intéressement et mesurer les gains réalisés, tout en étant sûrs de pouvoir vendre leurs actions au moment voulu. Par conséquent, les dirigeants et les salariés mesureraient de manière tangible tout l'intérêt qu'ils ont à ce que les actions augmentent. Ils se sentiraient directement concernés par les résultats de leur entreprise. La participation des salariés au capital de l'entreprise renforcera aussi la cohésion sociale et améliorera le climat au sein de l'entreprise.
- h. *Profiter des avantages fiscaux (cas des sociétés introduites à la Bourse de Tunis)* : L'ouverture du capital d'une entreprise à hauteur de 30% lors de son introduction en Bourse permet à cette dernière de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les bénéfices des sociétés de 35% à 20% pendant une durée de 5 ans. Par ailleurs, le produit de la cession des titres cédés par l'initiateur (actionnaire de référence) pendant l'opération d'introduction est exonéré de l'impôt.

Deux (2) inconvénients viennent nuancer ces avantages :

- L'Obligation d'informer qui, outre son coût, astreint l'entreprise à divulguer des informations qu'elle préférerait parfois garder

confidentielles. Cela constitue un intérêt pour un concurrent, un créancier et bien sûr un actionnaire.

- Le risque d'une perte de contrôle lors d'un O.P.A hostile.

## **6-2-Modalités d'accès aux différents marchés et coûts**

Le coût d'une introduction en Bourse varie suivant le marché et l'effort de communication engagée. Il comprend: la rémunération des banques intermédiaires et leur conseil et les frais liés à l'accomplissement des formalités et obligations (information des actionnaires, contrôle des comptes...)

Nous avons les marchés suivants:

**-Le marché des valeurs mobilières:** qui est composé des actions, des obligations et des produits dérivés qui sont tous des titres négociables représentant soit des droits d'associés (actions), soit des droits de créances pour leurs détenteurs.

**-Le marché monétaire:** il a pour objectif d'assurer aux banques et aux établissements non bancaires ayant accès au marché monétaire (compagnies d'assurance, les caisses de retraite, les agences d'échange, les fonds communs de placement...) un moyen d'obtenir des ressources sur le court terme.

**-Le marché hypothécaire:** il a pour objectif de transformer l'épargne à long terme et faciliter ainsi les prêts immobiliers. Il concerne donc des titres émis par les organismes distribuant des crédits à l'habitat sur le long terme (15 ans en moyenne).

Sur chacun d'eux la tutelle est exercée par des autorités différentes.

Les banques jouent un rôle très important dans l'introduction d'une société en bourse :

- Avant l'introduction, comme conseil pour une éventuelle restructuration juridique et des activités pour l'évaluation de la société, la préparation des documents visés par la commission des opérations boursières (AMF) et la mise au point de la politique de communication et de dividende.
- Lors de l'introduction, pour remplir les formalités obligatoires, collecter les ordres puis suivre le titre, enfin pour le choix de la procédure d'introduction (soit la procédure ordinaire, soit la procédure de mise en vente).

## **B-Les Emprunts Obligataires**

L'émission des emprunts obligataires peut suivre des formes très variées du fait de la multiplicité des modalités de remboursement. Ceci en fait un sujet technique pour lequel la connaissance des bases des mathématiques financières est indispensable.

### **1-Les principales caractéristiques: notion de base**

Lorsque le capital emprunté est très important, l'emprunteur fractionne son emprunt en **parts** de même montant unitaire et relativement faible de façon à y intéresser de nombreux souscripteurs.

Le placement auprès du public est assuré pour le compte de l'émetteur (l'Etat, collectivités publiques, entreprises ...) par les banques, les sociétés de bourse, etc. Ces parts portent le nom d'**obligation** et font parti des **valeurs mobilières**. Elles rapportent à l'**obligataire** un intérêt appelé **coupon** et sont remboursées selon des modalités fixés par le **contrat d'émission**. Très fréquemment, le coupon est fixe, mais compte tenu de la volatilité des taux d'intérêt, certaines émissions se font à taux variables.

Les principaux éléments d'appréciation d'une obligation peuvent être appréhendés à l'aide des cas réels (cas de la SOTRA).

- Le **nominal** : C'est le montant qui sert de base au calcul du coupon.

-Le **prix d'émission** : L'obligation peut être émise aux paires c'est-à-dire que son prix d'émission coïncide avec le nominal ou très fréquemment à une valeur inférieure aux paires de façon à la rendre attractive. La prime d'émission est alors la différence contre cette valeur et le nominal.

- **Date de jouissance** : l'émission d'un emprunt obligataire, surtout auprès du public, prend un certain temps. Il est donc nécessaire de préciser la date de jouissance à partir de laquelle courent les intérêts.

- **Prix de souscription** : Il sera d'un montant différent du prix d'émission lorsque la date de jouissance et la date de règlement effective ne coïncide pas car il faut tenir compte du coupon couru.

## Présentation d'un emprunt obligataire

*Emprunt ALPHA – 8% - 9 ans*

*Taux d'intérêt nominal : 8%*

*Date d'émission : 8 Février N*

*Obligation de : 5000 F CFA*

*Prix d'émission : 4990F CFA*

*Durée de l'emprunt : 9 ans*

*Prix de remboursement: 5000 F CFA*

*Amortissement : le 22 Février N + 9*

*Date de jouissance : le 22 Février N*

*1<sup>er</sup> Coupon montant : 4000 FCFA*

*Taux de rendement actuariel: 8,03%*

*Date de règlement : N*

## 2-Les modalités de remboursement d'un emprunt obligataire

Trois modalités peuvent être distinguées :

- **Remboursement en totalité infinie de l'emprunt:** La méthode est très pratique car simple et moins onéreuse pour l'émetteur. Le prix de remboursement peut être égale à la valeur nominale: le remboursement est alors au pair ou supérieur à la valeur nominale c'est-à-dire avec une prime de remboursement.
- **Remboursement par part ou série égales** chaque année ; c'est l'amortissement constant.
- **Remboursement par annuités constantes d'amortissements et d'intérêts.**

## C-LES NOUVEAUX FONDS PROPRES(NFP)

Les NFP ont connu un fort développement ces dernières années, qu'il s'agisse des produits dérivés de l'obligation ou de l'action, de titres participatifs ou subordonnés, ou certificats d'investissement.

Ces innovations financières se poursuivent soit par apparition de nouveaux produits en fonction des besoins de l'entreprise, soit par combinaison de produits existants.

### 1-Le développement des NFP

Jusque vers les années 1960, la distinction traditionnelle actionnaire-prêteur avait un sens. Très schématiquement, le premier courrait tous les risques de l'entreprise, était rémunéré par un dividende, avait la perspective de plus-value en capital, et possédait une part du pouvoir sous forme de droit de vote, rigoureusement égale à sa part dans le capital de l'entreprise. Le second ne courrait, au moins apparemment, aucun risque avec la

certitude d'un rendement assuré et d'un remboursement à l'échéance convenu.

Cette distinction est devenue totalement insuffisante avec l'apparition de nombreux produits courants. Toute une palette, depuis le fonds propre traditionnel jusqu'à la dette. On peut parler de « nouveaux fonds propres » (même si certains produits sont devenus tout à fait classique) ou encore de "quasi fonds propre" lorsque leur aspect **d'être** ne peut pas être occulté.

Ces produits, souvent importés des marchés anglo-saxons, reflètent l'imagination et le sens de l'innovation des financiers à la recherche de l'ingénierie financière.

En effet, lorsqu'une entreprise décide de faire appel au marché pris au sens large, qu'il s'agisse d'émission publique, de placement privé, elle se trouve au cœur d'exigence parfois contradictoire selon les différentes parties en présence :

- Du point de vue de l'émetteur (entreprise) : l'entreprise cherche à lever des capitaux au coût le plus faible possible en évitant de trop changer la géographie de son capital et en conservant intacte ses capacités d'endettement. D'autres motivations (défense anti OPA) pourraient également l'animer.
- Du point de vue des anciens actionnaires : ceux-ci voudront se protéger d'une trop grande **dilution** (problème de pouvoir et de contrôle) mais l'opération pourra être aussi l'occasion de rémunérer également les actionnaires dirigeants, des actionnaires non dirigeants.
- Du point de vue des souscripteurs: les intérêts peuvent être très divergents. Les souscripteurs spéculateurs auront un faible pour les produits très sensibles, à grande volatilité, à effet de levier important. Les souscripteurs « père de famille »

recherchent au contraire des produits risqués, à rendement garanti avec une bonne liquidité.

On voit dès lors que le produit idéal n'existe pas et qu'il faut faire du sur-mesure.

## **2- Les produits dérivés de l'obligation**

### **2-1-L'obligation convertible (OC)**

Apparu en France en 1967, l'OC ou encore l'OCA (Obligation Convenable en Action) dérive directement de l'obligation classique. Elle donne le droit d'obtenir par conversion des actions de la société émettrice. L'émetteur SA cotée ou non doit exister depuis deux (2) ans au moins et disposée de bilans approuvés par les actionnaires. Il doit bien évidemment agir en vertu des pouvoirs et autorisations qui lui ont été conférés par l'AG de la société.

#### **- Avantages et Inconvénients pour l'émetteur et le souscripteur :**

- **Du point de vue de l'émetteur:** l'opération peut d'abord s'analyser comme un endettement à conditions avantageuses.

Concernant la dilution, on ne peut pas connaître à priori au moment de l'émission, le nombre d'obligations qui seront présentées à la conversion. Il est donc classique de calculer les paramètres financiers de l'entreprise en supposant que toutes les OCA sont converties sur une base totalement diluée. Ainsi, un ancien actionnaire détenant 1% du capital et ne souscrivant pas à l'opération verrait sa part dans le capital diminuer à moins de 1% si toutes les obligations étaient converties.

Pour l'entreprise, le risque principal reste celui de non-conversion du fait d'anticipation négative sur l'évolution de la valeur marchande de l'action. Dans ce cas, l'emprunt obligataire ne sera pas transformé en capitaux propres et restera une dette qui devra être amortie.

La plupart des émetteurs insèrent désormais dans le contrat d'émission des clauses d'amortissements anticipés permettant de provoquer la conversion bien avant l'échéance.

- Du point de vue souscripteur: L'OCA donne à son souscripteur une double qualité: celle d'obligataire jouissant avec un faible risque (signataire et surface de l'émetteur) d'un remboursement minimum et d'une bonne liquidité (si la société est cotée en bourse) et celle d'actionnaire potentiel avec une espérance de gain en capital.

Cependant, l'évolution de l'OCA cotée en bourse peut être tributaire de la hausse des taux d'intérêt et de la baisse du coût des actions de société émettrice, ce qui rend le produit bien attractif. En effet, deux (2) risques sont cumulés: Celui de baisse du coût de l'OCA sous l'effet du taux d'intérêt et celui de baisse concomitamment de l'action sous-jacente à l'obligation. Ainsi, pour le souscripteur, l'OCA est un produit intéressant mais qui demande à être analysé finement. L'OCA peut être l'occasion de mieux connaître l'entreprise.

## **2-2-Les obligations remboursables en action (ORA)**

Les ORA de la société émettrice réagissent, obéissent à la même logique que les OCA (pour le souscripteur: parie sur le redressement de l'entreprise tout en préservant un intérêt; pour l'émetteur endettement onéreux par rapport aux obligations simples, dilution différée), mais avec une différence fondamentale. En effet, à l'échéance de l'emprunt, le

remboursement se fait obligatoirement sous-forme de titres de la société émettrice et non en numéraire. L'augmentation du capital, toujours aléatoire dans le cas des OCA, devient certaine avec les ORA. Ceci explique le traitement comptable qui leur est réservé alors que certains analystes traitent activement les OCA pour moitié comme des fonds propres en se basant sur une forte probabilité de conversion, les ORA seront souvent considérés en totalité comme fonds propres.

### **2-3-Les Obligations à Bons de Souscription d'Action (OBSA)**

L'OBSA est une obligation à laquelle sont attachés un ou plusieurs bons donnant la faculté de souscrire à des actions à un prix déterminé appelé prix d'exercice. Ce choix peut s'exercer durant une période déterminée de durée également inférieure à celle de l'obligation d'origine. Ce bon de souscription s'analyse comme une **option d'achat**.

Après l'émission, obligation et bon sont séparés et vivent indépendamment l'un de l'autre. C'est ici que réside la grande différence entre l'OCA et les OBSA.

Les avantages pour l'émetteur sont clairs : avec un seul produit, il réalise immédiatement un emprunt obligataire à un coût attractif (du fait de la présence des OBSA) et à l'assurance (si l'entreprise et son titre marchent bien) de concrétiser à terme une augmentation de capital.

Pour le souscripteur, l'effet de levier du bon par rapport à l'action en cas de valorisation de l'action sous-jacente, spéculatif indéniable.

## **D-CAPITAL RISQUE**

Le capital-risque désigne les prises de participation temporaires et minoritaires dans des entreprises nouvelles ou en phase de création dans le but de réaliser des plus-values lors de la revente de leur participation. Ces clubs d'investisseurs étudient très sérieusement la rentabilité de chaque opération car, s'ils sont prêts à partager les risques, c'est uniquement pour mieux partager les bénéfices ensuite... On est loin de l'esprit des prêts d'honneur et du crédit solidaire ! C'est pourquoi le capital-risque ne s'intéresse qu'aux entreprises à fort potentiel et ne concerne donc qu'un petit nombre d'entreprises nouvelles. Ces capitaux n'ont pas vocation à rester durablement dans l'entreprise : ces investisseurs vous proposeront de racheter leurs parts au bout de quelques années. Si vous n'êtes pas intéressé ou si vous n'en avez pas les moyens, ils proposeront de les revendre à un tiers. Il s'agit donc de partenaires financiers ponctuels qui, grâce à leurs investissements en capital, permettent à l'entreprise de démarrer.

### **Définition**

Prises de participation, temporaires et minoritaires dans des entreprises non cotées afin de dégager ultérieurement des plus-values. Traduction du terme américain "venture capital ", le capital-risque stricto sensu ne concerne, quant à lui, que les seules interventions en fonds propres dans les entreprises nouvelles ou en phase de création.

## **Description**

Selon les cas, le capital-risqueur peut souscrire des actions ordinaires, des actions à dividende prioritaire ou assorties de bon de souscription d'actions (ABSA), ou encore faire des avances en compte courant d'associé.

Les capital-risqueurs tirent essentiellement comme rémunération la plus-value réalisée lors de la revente de leur participation.

Ils risquent :

- soit de ne jamais pouvoir revendre les actions souscrites,
- soit de tout perdre si l'entreprise disparaît.

A vocation élitiste, le capital-risque n'est pas une source de financement comme les autres :

-Il se distingue de l'offre de crédit bancaire : le "profil" de ces investisseurs ainsi que leurs outils d'analyse, sont différents de ceux des banquiers.

- Il confère à l'apporteur de fonds propres une partie du pouvoir : une participation au capital d'une entreprise est assortie de droits de vote aux assemblées.

- Il apporte souvent des introductions, un carnet d'adresses, un suivi et une assistance de gestion.

Le capital-risque est mis en œuvre :

- par des sociétés de capital-risque (SCR),

- par des fonds d'amorçage (spécialisés dans le capital-amorçage)
- et par l'intermédiaire de FCPR (Fonds communs de placements à risques), de FCPI (Fonds communs de placement dans l'innovation) et de FIP (Fonds d'Investissement de proximité) qui sont, comme tous les Fonds commun de placement, des "véhicules financiers" n'ayant pas de personnalité juridique mais gérés par une société de gestion ad hoc.