

République Algérienne Démocratique et Populaire
Ministère de l'Enseignement Supérieur de la Recherche
Scientifique

Université Mouloud Mammeri Tizi Ouzou
Faculté des Sciences Economiques, Commerciales
Et des Sciences de Gestion

Département : des Sciences de Gestion



Mémoire de fin d'études en vue de l'obtention
Du Diplôme de Master en Science de gestion

Option : Finance d'entreprise.

Thème :

Le processus d'introduction en bourse et stratégies Anti-offre publique d'achat(OPA)

Cas de BIOPHARM

Réalisé par

Mr SEDDIKI Redouane

Encadré par

Mr SADOUD Ahmed

Membre de Jury:

Président: Mr SAM Hocine

Examineur: Mr MEZIANI Yacine

Promotion 2016/2017

DEDICACES

A MA FAMILLE;

ET A MES AMIS

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier plus particulièrement mon encadrant Mr.A.SADOUD pour avoir bien voulu diriger mon travail de recherche. Je tiens aussi à lui exprimer ma profonde gratitude pour sa grande patience, sa disponibilité, ses conseils, ses remarques et ses corrections qui m'ont été très précieuses pour l'aboutissement de ce travail.

Je tiens à remercier également tous les membres du jury d'avoir bien voulu accepter de consacrer un peu de leur précieux temps pour lire et évaluer ce travail de recherche.

LISTES DES ABREVIATIONS

AG : Assemblée Générale

AGE : Assemblée Générale Extraordinaire

ANCC : Actif Net Comptable Corrigé

BOC : Bulletin Officiel de la Cote

CA: Conseil administration

CF: Cash-Flow

CMPC : Cout Moyen Pondéré du Capital

COSOB: Commission de Surveillance en Opération de Bourse

CPNE : Capitaux permanant Nécessaire à l'Exploitation

GW : Good Will

IOB : Intermédiaire en Opération de Bourse

OAT : Obligation Assimilables du Trésor

OBSA : Obligation à Bon de Souscription d'Action

OPA : Offre Publique D'achat

OPCVM : Organisme de Placement en Valeur Mobilière

OPF : Offre à Prix Ferme

OPM : Offre à Prix Minimal

OPV : Offre à Prix Vente

PER : Price Erning Ratio

SCA : Société en Commandité par Action

SGVB: Société de Gestions des valeurs Mobilières

SPA : Société Par Action

TCC : Teneurs de Compte Conservateur

VR : Valeur de Rendement

VSB : Valeur Substantielle Brut

SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE

CHAPITRE (1) : le processus d'introduction en bourse.....05

Section1 : la phase préparatoire.....05

Section2 : la phase d'introduction.....18

Section3 : la phase poste- introduction.....26

CHPITRE(2): la gouvernance des entreprises familiales et les stratégies anti-OPA.....36

Section1 : la théorie d'agence et la gouvernance de l'entreprise.....36

Section2 : la gouvernance de l'entreprise familiale.....44

Section3 : les stratégies anti-OPA.....54

CHAPITRE(3): l'étude d'un cas pratique : entreprise BIOPHARM.....64

Section1 : présentation de la Bourse d'Alger.....64

Section2 : présentation de l'entreprise BIOPHARM.....73

Section3 : le processus d'introduction en bourse de groupe BIOPHARM.....83

CONCLUSION GENERALE

Bibliographie

Liste des figures

Liste des tableaux

Annexes

Tables des matières

INTRODUCTION GENERALE

L'entreprise, depuis sa création et tout au long de son développement a besoin de ressources financières externes.

En effet, quelle que soit sa taille, dans la plus part des cas, l'entreprise ne peut pas se contenter de ses ressources propres pour satisfaire continuellement tous ses besoins de financement. De ce fait, elle devrait recourir aux ressources externes qui sont principalement la banque et le marché financier. Cela constitue un moyen de financement direct par l'ouverture de son capital en s'introduisant en Bourse.

L'introduction en bourse est une opération financière permettant à une société d'augmenter sa capacité de financement en ouvrant son capital sous la forme d'actions vendues aux investisseurs sur le marché boursier. Cette augmentation de capital lui permettrait de se développer en finançant sa croissance et ses investissements. Ainsi, l'opération d'introduction en bourse est une décision stratégique de grande importance dans le cycle de vie d'une entreprise. Elle doit être réfléchiée avec réflexion et décidée de manière conjointe par les actionnaires et les dirigeants car elle pourrait exposer l'entreprises à des risques dont la perte de contrôle.

Toutefois, l'introduction sur le marché financier représente plus qu'une opération financière : c'est une nouvelle naissance, un nouveau démarrage. En effet, l'accès aux marchés des capitaux implique un remodelage de l'entreprise sur les plans économiques, comptables et juridiques. Il nécessite, également, l'adhésion de l'ensemble des acteurs de l'entreprise à une stratégie claire et l'adoption de pratiques de gestion et de communication adaptée aux conditions des marchés.

Il implique l'intervention de nouveaux partenaires en la présence de nouveaux investisseurs et des intermédiaires financiers.

Par ailleurs, la réussite de cette opération dépend de relations entre ces différents acteurs, également conditionnée par une maîtrise parfaite de ses étapes, mais surtout elle passe par la capacité de l'entreprise à attirer les investisseurs pour qu'ils souscrivent aux titres offerts, tout en limitant au maximum le coût de l'opération.

S'il est vrai que l'ouverture du capital à la bourse apporte aux associés la liquidité, elle fait aussi courir le risque de faire perdre aux dirigeants la sécurité du contrôle. Face à ce risque, les dirigeants des sociétés cotées disposent deux techniques de se protéger contre le comportement opportuniste : d'un côté, les stratégies anti-OPA qui sont l'ensemble des procédures et des techniques dont dispose l'entreprise pour défendre une offre hostile. Ces stratégies se répartissent en deux grandes familles :

- Les dispositions à prendre avant toute menace. Il s'agit des stratégies préventives, par exemple les sociétés holdings non cotées et SCA,...,et des stratégies défensives dont la préparation se fait avant lancement d'une offre hostile mais leurs effets ne se manifestent qu'après le déclenchement d'une offre,(c'est l'exemple des OBSA, des augmentations de capital...).
- Dans le cas où la société ne dispose aucune stratégie de protection ou ayant mal anticipé les menaces d'OPA, elle peut faire recours aux armes de dernière recours. Ces armes, même si elles ne constituent pas de véritables stratégies mais elles jouent un rôle important dans le contrôle de l'entreprise.

De l'autre côté, on a la gouvernance d'entreprise ou le gouvernement des entreprises qui est un concept d'origine américaine (corporate governance) apparue dans les années 70. Il est apparu l'objet qui a soulevé le plus de débats en matière de management au cours de ces dernières années dans le monde des affaires, politique et académique.

A l'origine, la gouvernance des entreprises s'envisageait dans une perspective d'agence, c'est-à-dire « un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour accomplir quelques services en leur nom, impliquant la délégation d'une partie de l'autorité de prise de décision à l'agent ». Donc, il s'agit d'une relation contractuelle qui lie le propriétaire du capital financier (actionnaire), appelé le principal, au dirigeant de l'entreprise, appelé agent.

Cependant, les marchés financiers exigent que les sociétés adoptent une politique de gouvernement renforçant la protection des investisseurs de façon à réduire le comportement individualiste et opportuniste des membres de l'équipe dirigeante. En effet, la gouvernance d'entreprise concerne toutes les entreprises, quelles que soient leur taille, leur ou leurs structures de propriété. Ainsi, parmi les entreprises concernées par la gouvernance on y trouve les entreprises familiales. Pour ce type d'entreprise, la gouvernance représente un intérêt double : d'une part, elle aide les membres de la famille à atteindre leurs objectifs et, d'autre part, elle renforce le lien familial.

Dans le cas qui nous préoccupe ici, l'une des tâches est d'explorer le processus d'introduction en bourse. C'est une question particulièrement importante pour un marché en gestation et où les contraintes culturelles sont fortes. A cet effet, notre objectif principal dans ce travail de recherche est, d'une part, la détermination des différentes étapes d'une introduction en bourse. D'autre part, cerner les enjeux de gouvernance et des stratégies (stratégies anti-OPA) dont dispose l'entreprise pour minimiser le comportement opportuniste des dirigeants.

Sur cette base, la question principale suivante est alors formulée :

Comment se déroule l'opération d'introduction en bourse ? Et comment l'entreprise peut minimiser le comportement opportuniste des dirigeants ?

Quatre questions secondaires méritent d'être posées :

- 1- Quelles sont les procédures d'introduction en bourse ?
- 2- Quel est le processus de s'introduire à la bourse d'Alger ?
- 3- Quelles sont les stratégies de protection contre une offre hostile ?
- 4- Quelles sont les principaux mécanismes et acteurs de la gouvernance des entreprises familiale ?

Ainsi, nous nous basons pour guider notre recherche sur les hypothèses suivantes :

H1 : l'introduction en bourse permet de diversifier les sources de financement de l'entreprise.

H2 : l'introduction en bourse nécessite la mise en place d'une structure de gouvernance et des stratégies anti-opa.

Choix du thème :

Notre réflexion, qui s'est portée sur le processus d'introduction en bourse et les stratégies de protection anti-OPA a été motivée par les raisons suivantes :

- Ce sujet s'inscrit dans le cadre général de notre formation ;
- La fragilité du marché boursier Algérien ;
- Les risques qui sont associés à une opération d'introduction en bourse.
- Détecter les stratégies de protection après l'ouverture de capital.

La méthodologie de recherche

Pour répondre à toutes ces questions et mener à bien notre travail de recherche, nous avons arrêté les démarches suivantes :

- Une démarche théorique basée sur la consultation des ouvrages, articles, sites internet, mémoires et thèses soutenues relatifs à notre thème de recherche.
- Une démarche empirique en s'appuyant sur un cas réel d'introduction d'une société à la bourse d'Alger.

La situation du plan

Le travail est structuré en deux parties :

La première partie porte sur le processus d'introduction en bourse et les stratégies de protection anti-OPA et traite, dans un premier chapitre, le processus d'introduction en bourse et, dans un deuxième chapitre les stratégies de protection anti-OPA et la gouvernance des entreprises familiales.

Le troisième chapitre de ce travail est consacré à la présentation d'une opération d'introduction par une société de notre choix à la bourse d'Alger, où sera présenté le marché financier algérien et l'illustration d'un cas d'introduction à la bourse d'Alger.

Introduction

Dans une perspective de financement de la croissance d'une entreprise, la bourse offre l'opportunité de lever des capitaux à conditions plus avantageuses comparativement aux sources traditionnelles de financement.

L'introduction en bourse consiste à «accéder pour la première fois à un marché des capitaux et à obtenir une cotation publique» (Sentis ,2004).cela impose à l'entreprise la transparence financière .cette opération est complexe, longue et couteuse ; elle implique de nombreux acteurs parmi lesquels l'intermédiaire en opération boursière, ce dernier joue un rôle important dans la réussite de l'opération, car dans le cas où la totalité des titres n'est pas souscrites, il engage à la souscrire.

La réussite de l'opération ne dépend pas que des aspects financiers. Elle est également liée à la qualité de préparation de l'ensemble des individus, les moyens nécessaire et surtout le choix d'un mode d'introduction pour éviter une forte sous-évaluation.

L'introduction en bourse apporte une solution financière au développement interne de projet d'ampleur, car elle donne à l'entreprise un accès aux marché des capitaux l'objectif est le lever un volume important de fonds destinés au financement de la recherche et du développement pour des nouvelle technologies et ligne de produits , au financement d'équipement d'industrialisation en cours à celui de la conquête de nouveaux marchés. Cette opération facilite aussi, le financement d'une croissance externe par voie d'acquisition ou de fusion pour rapidement bénéficier d'une taille critique suffisante.

En fin, si l'introduction en bourse permet à l'Enterprise de conduire sa politique financière avec plus de souplesse et de dynamique, elle présente cependant des contraintes de cout, des obligations de communication d'information pouvant être jugées confidentielle et de risque de perte de contrôle de l'Enterprise.

De ce qui précède, nous allons aborder dans ce chapitre les différentes phases d'introduction en bourse, les avantages ainsi que les contraintes de ce cette opération sur l'entreprise.

Section 1 : La phase de préparatoire:

C'est la phase qui précède l'introduction en bourse et la première étape que doit suivre l'émetteur dans tous les cas de figure, s'il fait appel public à l'épargne et avant toute introduction en bourse.

1. Décisions qui sont à l'origine de l'opération:

Seule une assemblée générale extraordinaire de la société peut décider d'une d'opération d'appel public à l'épargne. Celle-ci ne peut déléguer au Conseil d'Administration ou au Directoire que les pouvoirs tendant à la rendre effective.

2. Préparation juridique:

Les dirigeants doivent s'assurer que l'entreprise satisfait au moins aux critères minimum d'introduction en bourse. Ces critères sont établis spécifiquement sur chaque place financière et les points importants à vérifier sont habituellement les suivants ¹:

- La forme juridique de l'entreprise : il est exigé que l'entreprise soit sous forme de société par action.
- Le nombre de titres et leurs valeurs nominales : certaines places financières exigent un minimum de titres en circulation auprès du public² ;
- Le montant des capitaux propres ou de l'actif net : un montant minimum sur ces éléments peut être exigé. Si l'entreprise n'atteint pas ce montant, elle doit procéder à une augmentation de capital au préalable afin de satisfaire la condition ;
- Un nombre d'actionnaire minimum peut être requis par les autorités boursières : là encore, la condition peut être obtenue, soit en augmentant le capital, soit par cession d'actions à de nouveaux actionnaires.

-

3. La dimension humaine :

Avant même d'envisager la cotation de l'entreprise, l'équipe dirigeante et les actionnaires principaux doivent effectuer un travail d'introspection consistant à mesurer leur engagement pour l'entreprise. Pour cela, il faut apporter des réponses aux questions suivantes :

- Quels sont les objectifs à long terme de chacun un ?

¹Patrick sentis, « Introduction en bourse: une approche internationale», éd. Economica, Paris, 2003, p 34.

²C'est ce qu'on appelle le flottant, qui désigne la part de l'entreprise détenue par des actionnaires dont l'objectif n'est pas de contrôler ou de posséder une influence notable sur la gestion de l'entreprise.

- L'équipe dirigeante se sent-elle suffisamment impliquée pour mener à bien toutes les étapes de l'introduction en bourse ?
- Les relations interpersonnelles sont-elles suffisamment solides ?

C'est aussi l'ensemble du personnel qu'il faut préparer à l'introduction en bourse. Cette opération met l'entreprise et donc son personnel tout entier sous le feu de la rampe. Du comportement de chacun dépend la vision qu'auront les investisseurs de l'entreprise. La mise de l'entreprise sur le marché signifie aussi la possibilité d'autres modes de rémunération composés de titres de capital. Il convient d'informer et d'initier le personnel à l'usage de ce type de rémunération.

4. Les moyens et le positionnement de l'entreprise

Si l'engagement de chacun semble acquis, il convient alors d'analyser avec précisions les forces de l'entreprise qui inciteront les investisseurs à acquérir et détenir les parts de celle-ci une fois l'introduction en bourse réalisée.

5. Préparer l'entreprise aux risques de l'introduction en bourse : les défenses anti-OPA

« Les stratégies anti- OPA à la disposition d'une entreprise se répartissent en deux grandes familles : les dispositions à prendre avant toute menace précise par exemple la mise en place de pilules empoisonnées ou la définition de règles particulières sur le renouvellement des mandats des membres du conseil d'administration et les moyens de défense après le lancement d'une offre hostile, beaucoup plus limités et contrôlés: droit de vote double, contre-offre, etc. »³

6. L'organisation managériale de l'entreprise

Les autorités boursières mais également les marchés financiers exigent que les sociétés adoptent une politique de gouvernement d'entreprise renforçant la protection des investisseurs. Ces mesures qui peuvent prendre un caractère obligatoire ou optionnel consistent à réduire les comportements individualistes et opportunistes des membres de l'équipe dirigeante. Il peut s'agir, par exemple⁴.

- D'assurer la présence d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration ;

³ J. Berk et P. Demarзок, « finance d'entreprise », Paris, 2008, p 917.

⁴Sentis Patrick, op.cit p 37.

- D'éviter la concentration du pouvoir aux mains du seul président du conseil d'administration en nommant des directeurs généraux et en désignant par exemple un directeur financier compétent;
- D'intéresser l'équipe dirigeante à performances financières de l'entreprise (par l'attribution d'action ou de stock-option) ;
- De désigner plusieurs auditeurs indépendants pour certifier les états financiers ;
- D'instaurer, au total, de bonnes pratiques de gestion et en faire standards.

7. Le dépôt de projet de la notice et du prospectus

L'admission des titres en bourse doit faire l'objet d'une introduction d'une demande d'admission accompagnée d'un dossier, comportant les documents juridiques, économiques, financiers et comptables de la société auprès de l'autorité de marché (la COSOB en Algérie) et du dépôt d'un projet de notice d'information comprenant des renseignements sur ⁵:

- La présentation et l'organisation de l'émetteur ;
- Sa situation financière (de 3 à 5 ans en arrière) ;
- L'évolution de son activité ;
- L'objet et les caractéristiques de l'opération projetée.

Le projet de notice d'information doit être signé et daté par le représentant légal de l'émetteur ainsi que le (s) commissaire (s) aux comptes, le projet de notice d'information est accompagné :

- D'un projet de prospectus ;
- D'une copie des statuts ou de règlement intérieur de l'émetteur ;
- Du procès-verbal de l'organe habilité ayant décidé ou autorisé l'émission.

8. Choisir un intermédiaire introducteur et un syndicat de placement

Pour leur introduction, les entreprises font de plus en plus souvent appel à un intermédiaire introducteur qui peut être une banque ou une institution financière agréée par les autorités boursières. Cette phase est une importance cruciale car de ce choix dépendent la réussite et le suivi de l'opération.

L'entreprise et l'intermédiaire introducteur (dénommé aussi banque introductrice, banque chef de fil) nomment les banques et institutions qui appartiendront au syndicat de placement pour contribuer à la diffusion des titres. Un contrat formalise la coopération entre

⁵Bourse d'Alger « guide pratique de l'introduction », p 7.

l'intermédiaire-introducteur et l'entreprise. Ce contrat établit notamment les garanties apportées par l'intermédiaire. En effet, il peut être prévu que si l'offre n'est pas totalement souscrite par les investisseurs, l'intermédiaire s'engage à acquérir les titres non souscrits. Le contrat prévoit également des clauses⁶ de sur-allocation et de réallocation.

- La clause de sur-allocation permet à l'intermédiaire-introducteur de mettre en vente un plus grand nombre de titres afin d'éviter un rationnement trop important de l'offre.
- La clause de réallocation permet à l'intermédiaire-introducteur de diminuer le nombre de titres mis à disposition des investisseurs afin d'augmenter le quota de titres offerts dans le cadre d'une procédure de marché concomitante.

8.1. Impact du choix de l'intermédiaire sur les performances initiale et à long terme de titre

Le choix du partenaire introducteur, en la présence de la banque chef de file, constitue un élément déterminant de la réussite de l'offre, les recherches l'ont bien montré. Carter et Manaster (1990) prétendent que les entreprises présentent un faible risque tenteront de se signaler en engageant un intermédiaire de bonne réputation. Dans le modèle développé par ces auteurs, la sous-évaluation s'explique par la présence d'investisseurs non informés dont l'engagement est indispensable pour la réussite de l'offre. Plus une offre attire d'investisseurs informés, plus elle doit être sous-évaluée pour assurer la participation des investisseurs non informés et réussir. Or, les entreprises dont le risque est élevé attirent un plus grand nombre d'investisseurs informés (en effet, la probabilité pour que l'offre soit fortement sous-évaluée est plus grande). Comme les entreprises de faible risque attirent moins les investisseurs informés, une plus grande part de l'offre peut revenir aux investisseurs non informés et elles peuvent ainsi limiter la sous-évaluation. Par ailleurs, ces entreprises intéressent les intermédiaires prestigieux qui peuvent les évaluer plus aisément et ainsi maintenir leur réputation. La réduction de la sous-évaluation compense les frais supplémentaires que ces intermédiaires facturent à l'entreprise. Ainsi, afin d'accroître la probabilité de réussite (en s'attirant la participation des investisseurs informés), les entreprises de faible risque peuvent se signaler en recourant à l'intervention d'un partenaire introducteur prestigieux.

8.2. Les déterminants de la compétitivité et de la réputation des intermédiaires introducteurs.

⁶Sentis Patrick, op.cit p 38.

La réputation et la compétitivité des intermédiaires-introducteurs dépendent en grande partie de succès ou des échecs passés. Il semble que l'évolution des parts de marché des intermédiaires réputés dans le placement des introductions en bourses soit reliée à différents facteurs (Dunbar 2000). Par exemple, l'évolution des parts de marché des intermédiaires et inversement corrélée à la rentabilité initiale des entreprises introduites par ceux-ci. Autrement dit les entreprises candidates à l'introduction s'apprécient pas la perspective d'une trop forte sous-évaluation. La performance boursière à un an des entreprises introduites joue positivement sur l'évolution des parts de marché de l'intermédiaire. Finalement, la spécialisation de l'intermédiaire sur secteur d'activité influe négativement sur ses parts de marché. Pour les maintenir, l'intermédiaire doit prévoir introduire des entreprises en provenance de différents secteurs d'activité.

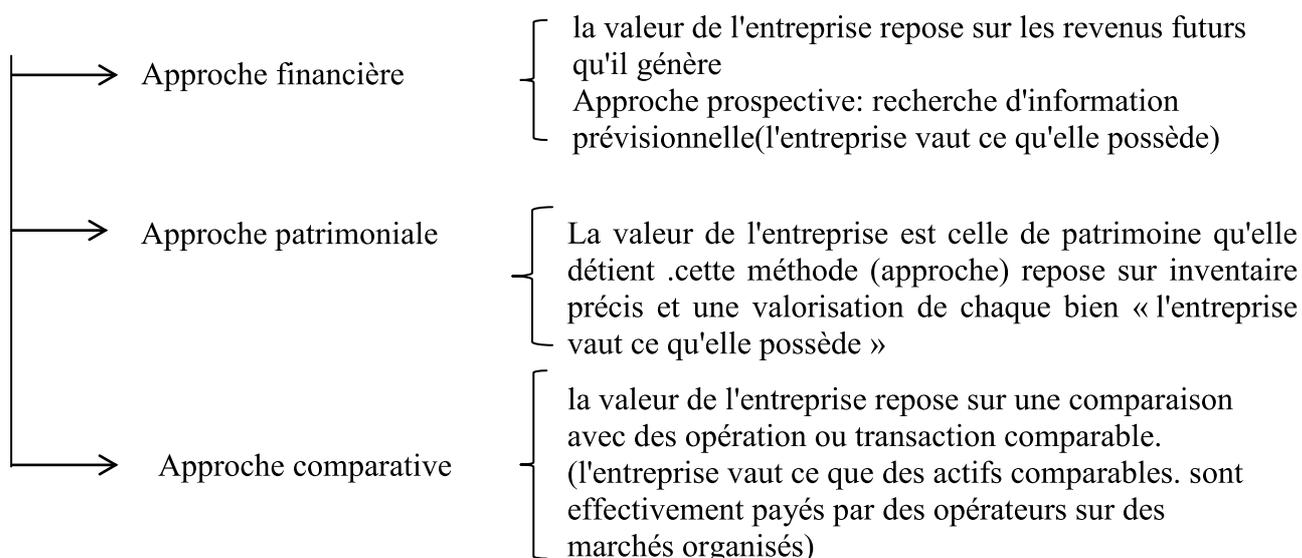
8.3. Les coûts des intermédiaires introducteur

Un élément déterminant dans le choix d'un intermédiaire -introducteur par une entreprise candidate à l'introduction en Bourse réside dans le coût facturé par cette intermédiaire. En contrepartie de ce coût, l'intermédiaire se charge de l'évaluation de l'entreprise, de la définition du prix d'introduction, du marketing de l'offre, de la collecte des ordres, du placement des titres et bien souvent assurer la garantie de bon de fin de l'opération.

9. L'évaluation de l'entreprise

L'évaluation de l'entreprise est une préoccupation à la fois pour les anciens et nouveaux actionnaires. Il s'agit de déterminer un prix de vente acceptable pour les premiers est susceptible d'attirer les seconds. Les méthodes d'évaluation aident à déterminer la valeur de l'entreprise et le prix d'introduction en bourse.

9.1) Les méthodes d'évaluation de l'entreprise: il existe trois approche⁷



9.1.1) l'approche financière

La valeur d'une entreprise est égale à l'actualisation des flux de profit qu'elle va générer pour le futur acquéreur. Si l'on pose :

- F_t = flux année t ;
- n = la période considérée ;
- V_t = valeur terminale de l'entité au terme de l'année n;
- i = taux d'actualisation approprié (taux de rémunération espéré par l'actionnaire) ;

$$\text{On a alors } V = \sum_{t=1}^n F_t(1+i)^{-t} + V_t(1+i)^{-n}$$

9.1.1.1) Les modèles d'actualisation des dividendes :

Il existe deux principaux modèles d'évaluation utilisés

A. Le modèle de Fisher

La valeur des actions correspond à la valeur actuelle des flux futurs de dividendes à recevoir par l'actionnaire soit : $V = \sum_{t=1}^n D_t(1+i)^{-t}$ avec :

D_t : dividende globale en fin d'année ;

i : taux d'actualisation.

B. Le modèle de Gordon Shapiro

Trop simplificatrice pour bien décrire le futur, l'hypothèse de constance des dividendes a vite été dépassée pour aboutir au modèle de Gordon Shapiro qui, à partir de la même

⁷ P. Barneto et G. Gregorio, « manuel de la finance », 2^{ème} édition, Paris, 2009, p 271.

formule générale $V = \sum_{t=1}^n Dt(1+i)^{-t}$ suppose que le dividende à recevoir est animé, d'un taux de croissance constant jusqu'à l'infini g . on obtient alors une suite géométrique qui, après simplification, donne

$$V = \frac{D_1}{i - g}$$

9.1.2) L'évaluation par approche comparative

Bien que l'approche comparative ne repose sur aucun fondement théorique, elle constitue pourtant la référence dominante sur les marchés, notamment lors :

- D'introduction en bourse ;
- D'une première « approche » de valorisation.

Ceci est justifié par une relative facilité d'utilisation qui ne doit pas, toutefois, occulter les différentes difficultés et limites auxquelles elle se heurte.

A. Définition⁸:

Ces méthodes ont pour objet de valoriser un bien pour comparaison avec un échantillon de référence constitué d'investissement de même nature ou proches. Dans le cas de l'évaluation des entreprises, il sera constitué par exemple :

- Des sociétés cotées ;
- De transactions réalisées de même nature.

Sur les sociétés de l'échantillon, on calcule un multiple moyen de la façon suivante :

$$\text{Multiple} = \frac{\text{Valeur de la firme}}{\text{Critère retenu}}$$

D'où :

Valeur d'une firme = multiple moyen à la firme x critère appliqué.

B. Les principales étapes de la méthode

Constitution d'un échantillon des sociétés cotées ou ayant fait récemment l'objet de transactions comparables à la société avec les mêmes caractéristiques sectorielles et financières.

⁸P. BARNETO et G. GREGORIO, op.cit p 283.

- Identification des indicateurs de performance les plus pertinentes qui permettent d'analyser les différences de valorisation entre les entreprises retenues ;
- Ajustement empiriques éventuels sur les résultats ;
- Application de multiple aux données financières de la société à évaluer.

Les Ajustements sont à apporter sur :

- Le calcul du multiple

Multiple retenu = multiple sectoriel de référence x coefficient de risque spécifique à la société.

- Le calcul de la valeur finale de l'entreprise :

Valeur = valeur calculé + prime de contrôle

Ou

Valeur = valeur calculé - abattement d'illiquidité

9.1.3) L'évaluation par approche patrimoniale

9.1.3.1) Les méthodes patrimoniales

A. L'actif net comptable corrigé (ANCC)

A.1) Principe

L'application du principe des coûts historiques conduit à la présentation d'un bilan qui ne permet pas d'apprécier une entreprise à sa juste valeur, il faut alors procéder à des retraitements qui auront par contre un impact fiscal.

A.2) Les différents retraitements

-Les actifs fictifs

Charges enregistrées à l'actif et faisant l'objet d'un étalement sur plusieurs exercices (frais d'établissement, frais de recherche et développement, charges d'emprunts à répartir, primes de remboursement).

-La ré estimation de certains postes

Généralement, cette ré estimation (valeur vénale, valeur à la casse,...) fait apparaître des plus-values.

Deux cas sont alors à distinguer :

- **Si ce sont des biens nécessaires à l'exploitation :** la plus-value est portée en majoration de l'actif net ;

- **Si ce sont des biens non nécessaires à l'exploitation:** l'hypothèse est que ces biens seront vraisemblablement cédés. La plus-value qui sera alors réalisée doit être portée en majoration de l'actif net pour son montant net de tous frais et d'impôts.

B. La méthode de Good Will

B.1 La méthode des praticiens

La valeur de l'entreprise est obtenue en faisant la moyenne arithmétique :

- De sa valeur patrimoniale (l'ANCC hors fonds de commerce sera de fait considérée comme la valeur limitée inférieure) ;
- De sa capacité bénéficiaire (la valeur de rendement VR sera quant à elle considérée comme la valeur limitée supérieure).

$$\text{Soit : } V = \frac{ANcc + VR}{2}$$

On peut ensuite déterminer le Goodwill (GW/ de façon indirecte) :

$$V = \frac{ANcc + VR}{2} = \frac{ANcc}{2} + \frac{VR}{2} = ANcc - \frac{ANcc}{2} + \frac{VR}{2}$$

$$\text{Comme } V - ANcc = GW ; \text{ ou alors } GW = -\frac{ANcc}{2} + \frac{VR}{2}$$

$$\text{Soit } GW = \frac{VR - ANcc}{2}$$

B.2. La méthode de la rente du Good Will

-Principe

Les éléments incorporels constitutifs du GW n'ont de valeur que s'ils permettent à l'entreprise de réaliser un bénéfice dont le montant excède la rémunération des actifs matériels, au minimum, au taux des placements sans risque.

-La notion de superbénéfice (superprofit)

$$\text{Superprofit} = B - t \times A$$

Avec :

B : bénéfice courant net d'impôt,

t: taux de placement sans risque,

A: actif économique (sauf fonds commerce).

-Le calcul de la rente de Good Will

La valeur du GW peut alors être estimée par l'actualisation de ces superprofits au taux (i). Cela va constituer la rente du Good Will. On distingue toutefois deux horizons d'actualisation.

▪ Actualisation sur une période limitée

En général, on retient une période de 5 ans, on obtient ainsi :

$$GW = (B - A \times t) \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

On parle de rente abrégé du Good Will.

▪ Actualisation sur une période illimitée

La méthode devient celle d'une capitalisation du superprofit, c'est-à-dire

$$GW = \frac{(B - A \times t)}{i}$$

On parle de rente infime du Good Will.

-La mise en œuvre de la méthode

L'actif économique net des éléments incorporels que l'on retient dans le calcul du superprofit (SB) est généralement l'ANcc. Mais, il existe deux autres versions qui prennent en compte :

- La valeur substantielle brute (VSB) ;
- Les capitaux permanents nécessaires à l'exportation (CPNE).

Si l'on note AE l'actif économique et B_{AE} , le bénéfice dégagé par l'actif économique retenue, on a :

$$SB = (B_{AE} - A E \times t) \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

10. Le prospectus d'introductions en bourse

Chaque procédure d'introductions requiert d'informer le public à l'aide d'un document normalisé et officiel appelé prospectus d'introduction.

«Il s'agit d'un document légal obligatoire qui retrace les modalités d'introductions. Il permet aux investisseurs de se faire une opinion sur la stratégie de l'entreprise, sa situation financière précise ainsi que sur les perspectives et les droits attachés aux actions »⁹.

Le prospectus contient des enseignements sur le placement lui-même : nombre d'actions, prix, période de placement et lieu de souscription. Le pourcentage capital mis à la disposition du public varie selon la place financière visée (en Algérie 20% et un capital libéré d'une valeur nominale de 10 000 000DA).

Le prospectus contient également des renseignements sur l'activité, les comptes, les dirigeants, les perspectives de croissance et l'objectif poursuivi.

11. Elaboration d'un calendrier d'introduction

Avec la participation de son intermédiaire-introducteur, la société doit faire preuve d'une organisation minutieuse.

A cet effet, l'élaboration d'un calendrier d'introduction résumant les principales étapes par lesquelles l'entreprise doit passer, garantira ainsi une meilleure préparation et moins d'appréhension à aborder une nouvelle étape du processus.

12. L'utilisation de projet de notice avant l'attribution du visa l'autorité boursière (la COSOB en Algérie)

Sur demande de l'émetteur, la commission peut autoriser l'utilisation du projet de notice d'information avant d'y opposer son visa aux conditions suivantes¹⁰:

- ✓ Le projet de notice d'information ne peut être utilisé que par les banques, les établissements financiers ou les intermédiaires en opération de bourse qui participent au placement des valeurs mobilières décrites dans le projet ;
- ✓ Le projet de notice d'information n'est utilisé que pour recueillir les intentions des souscripteurs ;
- ✓ L'intermédiaire financier qui utilise le projet de notice d'information met un exemplaire à la disposition de toute personne qui en fait la demande et tient un registre de noms et adresse des personnes auxquelles il le remet;
- ✓ Le projet de notice d'information contient en première page une mention indiquant la forme provisoire de la notice ainsi que la mise en garde suivante : un exemplaire du présent de notice d'information a été déposé auprès de la Cosob. Les renseignements

⁹J. Sébastien Lant z, «valorisation stratégique et financière », Paris, 2004, p 230.

¹⁰Article de la Bourse d'Alger, « pratique d'introduction en bourse », p 9.

qu'il contient sont susceptibles d'être complétés ou modifiés. Les titres qu'il décrit ne peuvent faire l'objet d'aucun placement ou engagement avant que la Cosob n'ait apposé son visa sur la notice d'information dans sa forme définitive ;

- ✓ L'utilisation du projet de notice d'information est faite sous publicité.

13. Le visa de l'autorité de marché boursière (Cosob)

a) Attribution du visa

Après avoir déposé le projet de notice auprès de la Cosob, cette dernière dispose d'un délai de deux mois pour accorder ou refuser son visa à partir de la date d'accusé de réception du projet de la notice d'information.

b) Le refus de visa

Le visa peut être refusé pour les raisons ci-après :

- La notice d'information n'est pas conforme aux règlements de la Cosob ;
- La notice d'information n'est pas accompagnée des documents prévus par les règlements de la Cosob ;
- La notice d'information est incomplète ou inexacte sur certains points.

14. Etablissement de contrats et de conventions

L'introduction en bourse fait intervenir plusieurs acteurs (banque, SOB, bourse,..).

A cet effet, il est nécessaire de mettre en œuvre des contrats et des conventions pour définir les obligations de chacune des parties, selon la nature de l'opération projetée. Nous citerons comme exemple :

- **Contrat introducteur/ IOB** : définit le rôle de l'intermédiaire et le montant des commissions à percevoir.
- **Convention IOB/ banque** : précise les modalités d'exécution du mandat ainsi que la rémunération de la prestation.
- **Convention de placement émetteur IOB chef de file** : fixe les missions du chef de file, les conditions et les modalités de rémunération de la prestation.

15. Le marketing de l'introduction en bourse

Durant cette phase, l'entreprise doit :

15.1procéder au« road show»

« Le rôle de l'intermédiaire-introducteur est ici déterminant. Il doit permettre à l'entrepreneur de rencontrer la communauté financière la plus large possible. Ces réunions peuvent prendre la forme de face-à-face personnalisé ou bien de séance plénière au public plus large. Au cours de ces événements, l'équipe dirigeante doit convaincre les investisseurs de la qualité de l'entreprise, de son équipe et de son projet. Les présentations sont relativement formelles et comportent des informations précises sur les éléments déterminants de l'opération. Ces séances permettent à l'intermédiaire et à l'entreprise de récolter les premières intentions de participation des investisseurs à l'introduction en bourse. Il convient également d'insister sur la politique de communication de l'entreprise auprès des investisseurs au cours de cette phase»¹¹.

15.2. Déterminer le prix d'introduction

L'intermédiaire-introducteur via le syndicat de placement récolte les intentions d'achat assortis ou non de limites de prix. Il décide, en accord, avec l'entreprise de définir le prix final d'introduction en bourse et le nombre de titre à placer auprès des investisseurs. Dans le cadre de cette procédure, l'intermédiaire et l'entreprise ont une discrétion totale pour assurer la répartition des titres auprès des investisseurs permettent d'en favoriser certains.

15.3. Diffuser les titres sur le marché

La procédure du livre d'ordre peut être assortie concomitamment d'une procédure de marché. Dans ce cas, les titres sont également diffuser dans le publique, généralement, via une procédure de placement.

¹¹Patrick SENTIS,op.cit p 39.

Section 2 : La phase d'introduction:

Cette phase marque l'avènement de l'opération. Il s'agit d'un moment important pour l'entreprise et ses dirigeants car même si l'introduction est réussie, deux issues non souhaitées peuvent se produire.

- La totalité des titres ne trouve pas preneurs, c'est la situation la plus dramatique. Si l'entreprise dispose d'une garantie bancaire, le syndicat bancaire s'engage à acquérir les titres non souscrits. Dans le cas où une telle garantie n'existe pas, l'échec est total.
- Tous les titres sont souscrits, mais le premier cours côté est plus faible que le prix d'introduction : ce prix a donc été surévalué. Cela augure mal du devenir boursier à court terme de la valeur. Les investisseurs sont déçus car ils ont acquis des titres à un prix plus élevé que leur valeur de marché. Il s'agit d'un semi-échec.

On distingue deux types de procédure d'introduction qui peuvent être utilisées de façon concomitante.

1. Les procédures de marché

Le placement de titres auprès de publics est réalisé par les banques et les intermédiaires de bourse. Il est réalisé au moyen de l'une des procédures suivantes :

- L'offre publique de vente ;
- La procédure ordinaire (cotation directe) ;
- L'offre publique de souscription.

1.1) L'offre publique de vente (OPV)

L'offre publique de vente est une opération qui consiste à la mise en vente des titres de capital émis par des sociétés par actions selon des conditions précises de quantité et de prix et ce dans un cadre règlementé et édicté par l'autorité boursière (Cosob).

L'OPV ne concerne que les titres de capital déjà émis, autrement dit, elle consiste à redistribuer le capital de l'entreprise en cédant des actions déjà émises à des souscripteurs privés.

On peut définir trois modes d'OPV selon la procédure de détermination du prix d'introduction :

1.1.1) L'offre à prix ouvert (OPO)

Elle consiste à mettre à la disposition du public une quantité de titres en fixant fourchette de prix. « OPO consiste à ne pas fixer le prix indicative. Les investisseurs intéressés proposent alors à l'entreprise des quantités et des prix. Le prix définitif des titres, qui est unique, est

fixée par l'entreprise, en accord avec la banque introductrice, après collecte de tous les ordres d'achat, de manière à équilibrer autant que faire se peut l'offre et la demande. Tous les ordres ayant spécifié un prix inférieur au prix définitif de l'ordre sont annulés, tous les ordres ayant spécifié un prix égal ou supérieur au prix définitif sont exécutés à ce prix »¹².

1.1.1) L'offre à prix ferme (fixe)

Le prix d'introduction en bourse et le nombre de titres à vendre sont fixés par l'entreprise et son intermédiaire quelque jours avant l'introduction en bourse. La connaissance préalable du prix est un facteur d'engagement pour les éventuels investisseurs. Ainsi l'ajustement entre l'offre et la demande se fait exclusivement par les quantités.

L'offre publique à prix fixe a été largement privilégiée dans les pays occidentaux et, grâce aux multiples avantages qu'elle offre, soit l'égalité entre les donneurs d'ordre, transparence, diffusion dans le public, toutefois elle présente l'épineux problème de l'évaluation du prix de l'action en l'absence de marché, l'évaluation économique de l'entreprise doit être donc être menée d'une manière rigoureuse.

- **Déroulement de l'offre publique de vente à prix fixe**

Après la clôture de la période de souscription et de centralisation des données (ordres d'achat) émanant des intermédiaires en opération boursière (IOB), la société de gestion de bourse des valeurs (SGBV) procède dans un premier temps à leur validation aux conditions de bourse, à savoir :

- ✓ Le nombre de donneurs d'ordre est supérieur ou égale à 300 ;
- ✓ La quantité des titres démontée est supérieure ou égale à 20% du capital social de la société introductrice.

Ces deux conditions doivent être impérativement respectées pour que l'offre soit déclarée positive.

- **Divulgarion des résultats**

Si l'offre est déclarée positive, le résultat de l'opération est rendu public au cours d'une séance spéciale de bourse tenue à la SGBV. Cette dernière procédera à la publication de l'avis de résultat, une synthèse des résultats, de l'opération, dans une édition du bulletin officiel de la cote (BOC) et informera par là-même le marché de la date prévue de la première cotation du titre.

¹²J. Berk et P. Marzo, op.cit p 792.

Cet avis doit contenir les informations suivantes ¹³:

- ✓ La quantité globale demandée ;
- ✓ La quantité totale allouée;
- ✓ La quantité et le nombre des titres alloués par IOB et par segment ;
- ✓ Le nombre des ordres alloués par IOB et par segment.

Si l'offre est déclarée infructueuse, la SGB refusera l'introduction du titre en bourse.

- **Première cotation du titre**

La SGBV fera paraître un avis ultérieur qui sera publié au BOC indiquant la date de la première séance de cotation du titre.

Il confirmera également le cours de référence retenu pour la première séance de négociation arrêté au prix de l'OPV.

La SGBV est aussi chargée de préciser avec l'accord de la société émettrice, la date de la première cotation à la bourse.

- **Publication des résultats de première cotation**

Les résultats de la première cotation doivent être rendus publics par la SGBV qui doit indiquer les informations, les plus importantes et les plus pertinentes concernant l'opération. Ces résultats seront publiés au BOC c'est uniquement à partir de cette date que l'entreprise est considérée comme étant une société cotée.

1.1.3) L'offre à prix minimal

« L'avis d'introduction concernant une OPM donne le nombre de titre mis à la disposition du marché, ainsi que le prix de vente minimum auquel les introducteurs sont prêt à céder les titres. Cette procédure peut être assimilée à une vente aux enchères. Les ordres de demande stipulent donc le nombre des titres demandés et le prix d'achat minimal proposé : ordre « à cours limite ». Tous les ordres dont le prix d'achat est inférieur aux prix de vente finalement fixé, qui est, le premier cours coté, sont rejetés. La société de bourse se réserve le droit d'éliminer les ordres dont le prix d'achat lui paraît « excéder anormalement » le prix minimum d'offre. L'ajustement entre l'offre et la demande se fait partiellement par le prix et partiellement par la réduction des demandes. C'est-à-dire que le prix de vente est fixé à la fin de la période de souscription en confrontant l'offre et toutes les demandes. Le premier cours coté est fixé par la société de bourse en accord avec les introducteurs, de manière à minimiser

¹³La bourse d'Alger, « guide d'introduction en bourse », p 18.

le nombre de titre échangés. Ensuite, si la demande excède toujours l'offre, on applique un taux de réduction à toutes les demandes servies. Ainsi, si le nombre de titre demandés est 4 fois supérieur au nombre de titres offerts, toutes les ordres servis le sont à hauteur du quart du nombre de titre demandés »¹⁴.

Cette technique a été privilégiée au départ par la Grande Bretagne car contrairement à l'offre publique à prix fixe, elle ne nécessite pas une aussi grande préparation notamment pour l'évaluation. En effet, c'est le marché qui détermine le prix de vente des actions...

Cependant, cette méthode a connu plusieurs échecs car la réussite de cette dernière est étroitement liée à la conjoncture boursière du moment, elle ne favorise pas non plus l'adhésion de petits porteurs vu l'incertitude qui plane sur le prix. Pour la détermination du prix d'introduction, deux cas sont à envisager :

- L'offre excède la demande : le cours d'introduction sera alors le prix d'offre minimal ;
- La demande dépasse l'offre : la bourse applique la procédure décrite ci-après :

- Calcul d'un cours Médian (Me) :

Le cours Médian est le cours qui permet d'atteindre la moitié de la demande globale.

- Calcul de l'écart absolu moyen par rapport au cours Médian (Eam) l'écart absolu moyen, par rapport au cours médian, nous renseigne sur la dispersion moyenne qui sépare l'ensemble des cours proposés au cours médian, il est donné par la formule suivante:

$$Eam = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^k n_i x |X_i - M_e|$$

Tel que:

N: total de la quantité demandé;

N_i : demande correspondant au cours proposé ;

K : nombre de limite de cours existants.

L'écart absolu moyen trouvé est arrondi au pas de cotation supérieur (indiqué dans l'avis d'introduction).

Détermination de la fourchette retenue :

Borne supérieure prix médian majoré de l'écart absolu (Me + Eam).

Borne inférieure prix médian minoré de l'écart absolu moyen (Me - Eam).

¹⁴Jean. Sébastien Lantz, op.cit p 229.

Calcul du taux d'allocation et ajustement de la fourchette retenue :

La limite de prix retenu est celle qui permet un taux d'allocation minimal de α % (fixé par la société de bourse).

Le taux d'allocation se calcule comme suit :

$$\text{Taux d'allocation} = \frac{\text{offre globale}}{\text{demande retenue dans la fourchette}}$$

Deux cas sont envisageables :

- Le taux d'allocation est supérieur à α % : le cours coté, qui servira pour l'introduction des titres objet de la mise en vente, correspondra à la borne inférieure de la fourchette retenue.
- Le taux d'allocation est inférieur à α % : le cours d'introduction correspondra à la première limite de prix qui est supérieur à la borne inférieure de la fourchette retenue et dont le taux d'allocation est supérieur ou égale à α % la fourchette retenue sera donc ajustée en borne inférieure par le cours d'introduction.

Cas particulier :

- ✓ Le taux d'allocation est supérieur à 100 % : c'est que l'offre est supérieur à la demande retenue dans la fourchette. Dans ce cas, il faudra procéder à un élargissement de la fourchette par un ajustement en borne supérieure ou inférieure ou en combinant les deux en même temps.
- ✓ Le taux d'allocation est inférieur à α % : l'ajustement en borne inférieure épuisant toute la fourchette (jusqu'à la borne supérieure) sans atteindre le seul limite de α % pour autant, la société de bourse peut décider du report de l'introduction à une date ultérieure. La société de bourse publie un avis dans lequel elle annonce le report de l'introduction ainsi que la date pour la seconde OPV en précisant les nouvelles conditions.

Il est à noter que le cours de l'introduction des titres objet de l'offre de vente correspond à la borne inférieure de la fourchette retenue.

Répartition des titres

La bourse détermine la tendance autrement dit le rapport entre la demande et l'offre :

- Si la tendance est supérieure à 1 : la tendance satisfait aux conditions fixées dans l'avis d'introduction, l'offre comporte alors une suite positive et les ordres d'achat retenus seront satisfaits à 100%.

- Si la tendance est inférieure à 1 : la société de bourse procède à l'allocation des titres en appliquant l'une des modalités de réduction.

Il existe deux modalités de réduction :

- Une réduction proportionnelle (répartition au prorata)
- Une réduction non proportionnelle (répartition par palier)
- Répartition au prorata ¹⁵:

Les demandes sont satisfaites de manière proportionnelle, les titres seront répartis entre les donneurs d'ordre au prorata des demandes exprimées (quantités demandés x rations de pondération).

$$\text{Ration de pondération} = \frac{\text{quantité offerte}}{\text{quantité demandée retenue}}$$

La quantité de titre attribuée est arrondie au nombre entier inférieur.

Dans le cas où il résulte de cette première répartition un reliquat (solde lors de première répartition), un titre supplémentaire sera attribué aux ordres ayant subi un arrondi selon un ordre décroissant des arrondis et un ordre croissant des quantités demandées.

Si cet ordre de priorité est insuffisant pour départager deux ou plusieurs donneurs d'ordre, la société de bourse recourt à d'autre méthode de classement (ordre alphabétique, premier arrivé premier servi,...).

- Répartition par palier

Le mode de répartition des titres au prorata de la demande présente l'inconvénient d'évincer les petits épargnants et de favoriser ainsi le gros investisseur.

Dans un souci d'équité et pour remédier à cette insuffisance, la société de bourse a recours à une autre méthode de répartition à savoir la répartition par palier.

La société de bourse procède au calcul de la quantité minimale à attribuer à tous les donneurs d'ordre sans exception, les ordres d'achats seront satisfait également et ce selon la formule suivante ¹⁶:

$$\text{Quantité minimal à attribuer} = \frac{\text{quantité offerte}}{\text{nombre donneurs d'ordres}}$$

¹⁵M. BENCHABANE, « étude comparative des marchés maghrébins cas : Algérie, Tunisie, Maroc », thèse magistère, 2012, UMMTO, p 170.

¹⁶Article de la bourse d'Algérie, « guide d'introduction en bourse », p 17.

Les donneurs d'ordre ayant sollicité une quantité moindre que la quantité minimale se verra automatiquement attribué la quantité demandée.

Les autres donneurs d'ordre auront la quantité minimale en première phase d'allocation. Dans le cas où il résulte un reliquat, il sera réparti selon une combinaison des modes de priorité stipulés préalablement dans l'air d'introduction (ordre alphabétique, tirage au sort,...) et ce jusqu'à épuisement total des titres.

1.2) La procédure ordinaire (la cotation directe)

« La cotation directe est le dernier mécanisme envisageable lors d'une introduction en bourse. Elle consiste pour l'entreprise à annoncer un prix puis à laisser les investisseurs acheter des actions aux prix qu'ils souhaitent, directement sur le marché ». Ce type d'opération est le plus souvent utilisé lors du transfert des titres d'un marché à un autre.

Cette procédure peut être appliquée aussi bien à l'introduction de titre de capital (action) qu'à l'introduction de titre de créances (obligation).

1.3) L'augmentation du capital (offre publique de souscription)

« L'augmentation du capital est une opération complexe qui nécessite un calendrier précis, des choix d'opportunités permettent de déterminer les caractéristiques de l'émission, et une intervention des banques pour en assurer la réalisation dans de bonnes conditions »¹⁷. Ce mode de transfert consiste de la part d'une entreprise à augmenter son capital social par émission de nouvelles actions, via le marché par appel public à l'épargne. La première cotation de ces actions s'effectue sur ce marché, le reste de l'opération se déroule en bourse. Cette formule représente la source principale de fonds propres d'origine externe qui permettent de renforcer la situation financière de l'entreprise.

Afin d'assurer une valorisation maximale de l'action sur le marché boursier et donc une faible dilution du capital, certaines conditions doivent être réunies¹⁸:

- le climat général de la bourse doit être favorable ;
- les perspectives de la société dans un secteur doivent être appréciable ;
- La politique de l'actionnariat doit être menée par l'émetteur ;
- La fiscalité doit être avantageuse pour l'investisseur et l'émetteur.

¹⁷A. Choinel. G. Rouyer, « le marché financier : structures et acteurs », banque éditeur, Paris, 1993, p 197.

¹⁸M. BENCHABANE, op.cit p 173.

2) La procédure de placement

Consécutivement à l'obtention du visa de la notice, la société émettrice désigne un établissement financier qui sera chargée du placement dans le public des titres objet de l'émission. L'établissement financier (IOB généralement) va mettre en place un syndicat de placement composé d'un consortium de banques. Durant la période de souscription, les investisseurs ont la possibilité de souscrire à cette émission dans les guichets de banques ouverts à cet effet. A la clôture de la souscription, l'IOB centralise les résultats de l'opération pour les transmettre à la société de bourse. L'appréciation de la bourse va porter sur la vérification des résultats par rapport aux conditions de la bourse, une fois les conditions réunies, elle informe le marché sur la première cotation du titre.

L'avantage de cette procédure pour l'émetteur est qu'elle s'accompagne ordinairement d'une clause de garantir de bon de fin. Et ce sens que le chef de fil s'engage irrévocablement, en solidarité avec le syndicat de placement, à souscrire les titres qui n'auront pas trouvé à acquérir à l'issue de la souscription, ainsi la société émettrice est prémunie contre le risque de succès mitigé de l'introduction. Dans cette procédure, le plus souvent les titres sont alloués discrétionnairement par les banques aux investisseurs institutionnels.

Enfin, il est à souligner que les procédures de marché sont indispensables même où ce sont elles qui aboutissent à la détermination du prix d'introduction et elles sont plus équitables, transparente et aboutissent à un marché moins volatil, dans la même où les particuliers conservent les valeurs mobilières généralement plus durablement que les investisseurs institutionnels. Mais, dans la majorité des cas, la procédure de placement jugée plus efficace accompagné la procédure de marché.

Section 3 : La phase poste-introduction

C'est l'étape qui intervient juste après la première cotation du titre en bourse et son évolution sur le marché pendant ce petit laps de temps. Elle permet surtout à l'entreprise de faire un premier contact en matière de prévision et de prouver, dans le meilleur des cas, aux investisseurs qu'elle est capable de tenir ses promesses.

1. Gérer le suivi immédiat de la valeur cotée

« Toute entreprise s'introduisant en bourse a le désir de voir progresser la valeur de son titre sur les jours suivants l'opération. Cette progression témoigne de son succès et satisfait observateurs et investisseurs. Tout de moment l'entreprise aura à cœur de limiter les déconvenues immédiates sur le titre »¹⁹.

2. Engagement de l'émetteur à la publication de l'information

Une fois le titre coté en bourse, l'émetteur doit :

- Porter à la connaissance du public tout changement ou fait important susceptible, s'il était connu d'exercer une influence significative sur le cours des titres ;

- Diffuser les états financiers annuels comprenant ²⁰:

- ✓ Le bilan ;
- ✓ Le tableau des comptes de résultat ;
- ✓ Le projet d'affectation de résultat ;
- ✓ Les notes annexées aux états financiers ;
- ✓ Le tableau des flux de trésorerie.

Les états financiers portent sur le dernier exercice et sont présentés en comparaison avec ceux de l'exercice précédent. Ces états, doivent être publiés dans un ou plusieurs journaux selon les exigences fixées par l'autorité boursière (cosob).

Diffuser les états comptables semestriels comprenant :

- ✓ Le tableau des comptes de résultats ;
- ✓ Les notes annexées aux états comptables semestriels.

Les états comptables portent sur la période écoulée depuis la clôture du dernier exercice jusqu'à la fin du premier semestre. Ils sont présentés en comparaison avec ceux de l'exercice précédent, et établis selon les mêmes règles que les comptes annuels individuels ou consolidés. Ces états doivent être soumis à la vérification du (ou des) commissaire (s) aux

¹⁹ Patrick Sentis, op.cit p 144.

²⁰ Article de la bourse d'Alger, « guide d'introduction en bourse », p 21.

comptes. L'attention donnée à cet effet et, le cas échéant, les réserves sont reproduites intégralement.

3. Fonctionnement du contrat de liquidité

Le contrat de liquidité a pour objet de définir les conditions dans lesquelles les émetteurs mettent à la disposition de l'intermédiaire en opération de bourse des espèces en vue de favoriser la liquidité des actions cotées, ainsi que les conditions dans lesquelles l'intermédiaire intervient pour le compte des titulaires sur le marché en vue de favoriser la liquidité des titres et la régularité de leur cotation.

- L'IOB ouvre un compte dénommé « le compte de liquidité » sur lequel seront comptabilisées toutes les opérations réalisées par l'intermédiaire pour le compte de l'émetteur au titre du contrat de liquidité.

Dans le cas d'un contrat de liquidité l'IOB peut intervenir ²¹:

- ✓ Pour favoriser la liquidité des titres et régularité de leur cotation ;
- ✓ Uniquement sur le marché pendant les heures d'ouverture de celui-ci ainsi aucune opération en dehors du marché n'est autorisée.
- L'IOB ne peut pas intervenir pour influencer la formation des cours, ni pour soutenir ou de compenser des déséquilibres portant sur des quantités importantes, de contrecarrer ou d'amplifier la tendance du marché, ni aussi d'utiliser les titres et espèces disponibles sur le compte de liquidité pour un autre usage que celui défini dans le contrat.
- L'émetteur s'abstient de divulguer à l'IOB toute formation susceptible d'être qualifiée de privilégiée. Une fois porté à sa connaissance, l'IOB prend les mesures nécessaires pour assurer que cette information ne sera ni transmise ni exploitée pour compte propre ou pour compte d'autrui (de proche), soit directement, soit par personne interposée.
- Mensuellement, l'intermédiaire rend compte à l'émetteur et à la cosob des conditions dans laquelle il a rempli sa mission, ce compte rendu doit comporter :
 - ✓ La position des titres et espèces de l'émetteur à l'issue du mois écoulé ;
 - ✓ Un état détaillé de toutes les transactions réalisées sur le titre dans le cadre de ce contrat.

4. Les frais:

²¹Article de la bourse d'Alger, « guide d'introduction en bourse »,p.22.

4.1) Visa de la notice d'information

La redevance versée à la cosob est fixée à 0.0755% du montant de l'émission ou de l'offre publique plafonnée à cinq millions de dinars.

4.2) Admission en bourse

Le taux de la commission perçue par la SGBV est fixé à 0.05% du montant nominal admis. Le montant de cette commission ne peut être supérieur à 2 500 000DA.

4.3) Les frais d'inscription d'un titre à la cote

Les frais sont fixés comme suit :

- Inscription initiale400 000DA
 - Inscription additionnelle100 000DA
 - Substitution et modification100 000DA
- Les frais de maintien à la cote..... 200 000DA

4.3) Les frais d'organisation d'OPV

- Partie fixe :100 000DA
- Partie variable100 000DA

Par tranche de 1000 ordres traités

Les frais d'adhésion au dépositaire central des titres le taux est fixé à 0.01% du capital social, le minimum de la perception est de 200 000DA et le maximum est de 200 000DA.

4.4) Autres frais

Existent également des frais liés aux prestations réalisées par l'IOB accompagnateur et par les autres banques constituant le syndicat de placement (commission de placement).

5. avantages et contraintes d'introduction en bourse

5.1 Avantages

L'introduction en bourse est une opération qui présente plusieurs avantages pour l'entreprise candidate, parmi ces avantages, nous pouvons citer :

-Assurer la mobilité du capital

L'introduction en bourse permet d'assurer la mobilité²² du capital. Les actionnaires peuvent, à tout moment, vendre tout ou partie de leurs participations et trouver acquéreur à un prix de marché non contestable fixé en fonction de l'offre et de la demande. Seul le marché

²²B. Jacquillat : « L'introduction en bourse », que sais-je ?, 1994, p 6.

boursier apporte une telle souplesse. Cette grande mobilité du capital permet aux actionnaires minoritaires de se désengager rapidement sans compromettre la pérennité de l'entreprise.

-Accroître les possibilités de financement

Pour financer son exploitation et ses investissements, l'entreprise utilise, en premier lieu, ses ressources propres. Mais, au-delà, elle fait appel à des concours extérieurs. Les sources de financement privilégiées ne manquent pas, qu'il s'agisse des concours bancaires ou par des organismes spécialisés. Mais ces sources présentent deux limites : la première limite concerne les conditions imposées par les organismes de crédit, celles-ci ne sont pas nécessairement remplies par toutes les entreprises, quant à la deuxième limite concerne les crédits, en volume comme en charge, qui ne peuvent pas dépasser certains seuils. En particulier, le recours aux concours bancaires ne doit pas dépasser certains pourcentages des fonds propres.

-Le gain de notoriété :

De par la publicité au tour de l'introduction en bourse, l'admission à la cote d'une société lui permet d'asseoir sa réputation dans le milieu financier, de consolider son image de marque et de renforcer sa crédibilité économique et financière, ce qui constitue un atout majeur dans ses rapports avec ses partenaires commerciaux (banquiers, fournisseurs et clients) mais aussi dans son pouvoir d'attraction de collaborateurs et de partenaires de haut niveau. L'augmentation de notoriété provoque en interne une grande émulation du personnel, elle se traduit aussi par un grand nombre de candidatures spontanées à l'embauche.

-Garantir la pérennité de l'entreprise:

Cette problématique concerne beaucoup plus les entreprises familiales²³. En effet, les actionnaires de la deuxième génération sont confrontés à un dilemme qui est : garder le contrôle de l'entreprise, mais ils doivent payer des droits importants qui sont les droits de succession, ou se dégager complètement de la société. Dans le premier cas, la cotation en bourse permet de faciliter le règlement des droits de succession dans la mesure où l'actionnaire familiale peut vendre jusqu'à 49% de ses actions pour régler ce frais, tout en gardant le contrôle de l'entreprise. Dans le deuxième cas, il peut se désigner facilement, car la partie du capital qu'il possède devient totalement liquide et le prix des actions est fixé par le marché de façon objective.

²³B. Jacquillat, op.cit, p 7.

L'introduction en bourse résout, donc, les problèmes de succession en permettant, soit à la nouvelle génération, soit à des actionnaires externes d'assurer la poursuite de l'article de la société, lorsque les anciens dirigeants doivent céder la place.

-Les désengagements des actionnaires minoritaires

Contrairement, pour une société non cotée, la plupart du temps, le rachat de titres des actionnaires est assuré, soit par les autres actionnaires, soit par des personnes agréés par ceux-ci. Cette procédure implique une entente sur le prix de cession, un temps non négligeable passé à l'administration des rachats de titres. Même le prix fixe peut faire l'objet d'une contestation, le fait qu'il est établi à base de données essentiellement comptables. De plus l'actionnaire qui veut céder sa participation est contraint de le faire en bloc et ne peut pas réaliser de manière continue.

L'actionnaire minoritaire d'une société cotée en bourse peut d'un côté céder le nombre de titre qu'il désire à tout moment et d'autre côté, bénéficier d'un prix de marché objectivement constaté : le cours de bourse, basé sur l'évolution des résultats futurs de l'entreprise et non plus sur une valeur comptable arbitraire. En outre, elle favorise la diversification de l'actionnariat en permettant l'entrée de nouveaux actionnaires dans le capital de la société.

-Le bénéfice d'exonération fiscale

Sont exonérés de l'impôt sur le revenu globale (IRG) ou de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS), pour une période de cinq ans à compter du 1^{er} janvier 2009(en Algérie), les produits et les plus-values de cession des actions et titre assimilés cotés en bourse ainsi que ceux des actions ou parts d'organismes de placement collectifs en valeurs mobilières.

5.2. Les contraintes

Malgré les avantages et les motivations non négligeables qu'elle présente, l'introduction en bourse engendre pour les dirigeants d'une société un certain nombre de contraintes dont l'importance ne doit pas être sous-estimée et qui peut même être considérés comme des obstacles à l'introduction en bourse, ainsi l'introduction en bourse impose d'une certaine manière l'entreprise à se soumettre à un certain nombre de contrainte, on cite parmi elles:

-Les coûts préalables à l'introduction

Ils sont très variables d'une société à l'autre car ils sont afférents à toutes les modifications jugées nécessaires par la société ou par les introducteurs, dans les domaines²⁴: juridiques, économiques, comptable organisationnel. Il en est ainsi de la modification

²⁴M. Benechabane,op.cit p 163.

éventuelle de la forme sociale, de la création de filiale, du verrouillage du capital pour éviter des opérations hostiles (création d'un holding non coté qui contrôlera la société cotée), de division des titres (split, pour accroître leur nombre et donc la liquidité), du perfectionnement de la procédure de contrôle des comptes, de la mise en place d'un service de communication financière.

-les coûts d'introduction

Ils comprennent les frais d'insertion légaux, la rémunération de la société de communication financière, le coût d'organisation des réunions d'informations, coûts de rédaction des notes d'information soumise à l'autorité de marché. Ces coûts sont très variables, ils dépendent du marché d'inscription. Lorsqu'une société fait appel public à l'épargne à l'occasion d'une introduction, elle est tenue de rédiger un document d'information très complet, adressé sur leur demande aux investisseurs et dont de larges extraits sont habituellement diffusés dans la presse financière (dans un souci de protection des investisseurs à priori intéressés par le titre concerné). L'autorité de marché vérifie préalablement la pertinence de l'information qui y est contenue avant d'y apposer sa signature (son visa). Le refus de visa suspend la procédure et donc l'introduction éventuelle en bourse.

-Les coûts postérieurs à l'introduction

Ils regroupent les frais de publication légale, diffusion du rapport annuel, frais annuels de communication financière (avis financière dans la presse, réunion avec les analystes et les actionnaires, rémunération de l'agence de communication...). Et on pouvait y ajouter dans cette catégorie, le versement annuel des dividendes dans la même où les actionnaires minoritaires sont beaucoup plus sensibles au revenu du placement que les actionnaires d'origine. Ainsi, l'ouverture du capital provoque par ailleurs une perte de confidentialité et oblige l'entreprise à diffuser des informations sur son activité sa stratégie et ses états financiers, cela peut profiter à la concurrence, dont peuvent également essayer de tirer profit certains clients dans leurs négociations.

Ces principales obligations de transparence financière et comptable et d'information du marché afin d'attirer les investisseurs dans un environnement très concurrentiel engendre un coût en temps, en énergie et argent de la communication.

Cependant, ce formidable exercice de transparence financière, est généralement perçu comme étant vertueux, bénéfique en interne. En effet, il passe par une clarification du projet d'entreprise, auquel il est plus facile d'associer les salariés s'ils sont en même temps actionnaires de la société. Il oblige parfois à une recomposition de tous les liens de

l'entreprise, tout est à recommencer l'organisation de la société et management des hommes et l'identification des opportunités, cette transparence constitue un facteur motivant et rassurant pour les acquéreurs potentiels d'un côté et un motif incitant ces entreprises à améliorer leur performance afin de gagner la confiance de leurs actionnaires.

-Contrainte de transparence

Les entreprises cotées doivent tout dévoiler selon le principe de transparence, notamment les informations sur les ventes, les marges, les salaires, les projets d'avenir, cela signifie que leurs concurrents clients fournisseurs et employés auraient accès des informations sur le fonctionnement interne de l'entreprise. Ainsi, elle doit tenir une comptabilité rigoureuse et conforme aux normes définies par la loi en vigueur et publier toute information commerciale, technique ou financière susceptible d'avoir une influence significative sur les cours en bourse de leurs titres. Enfin, l'entreprise doit publier sa valorisation réelle vis-à-vis du fisc, ce qui peut gêner les actionnaires.

-La perte du contrôle

La perte du contrôle est certainement l'un des inconvénients des plus en vue pour tout actionnaire qui souhaite garder la main mise sur son affaire. L'entrée de nouveaux actionnaires implique bien souvent d'obtenir leur accord pour des décisions financières futures examinées en assemblée générale ordinaire ou extraordinaire.

Aussi, trois problématiques sont habituellement reconnues en matière d'introduction en bourse :

première problématique« La rentabilité initiale d'une introduction en bourse est moyenne positive. Cette rentabilité peut s'établir de quelques pourcents à plusieurs dizaines de pourcents selon les places d'introduction, les périodes, les modalités, à lever en proportion moins de fonds. Cela signifie également que la commission des intermédiaire-introducteur, calculée en pourcentage des fonds levés, s'amenuise en conséquence

Deuxième problématique a trait la performance boursière à long terme des introductions en bourse plusieurs études concluent à une diminution significative de ces performances sur une période de 3 à 5 ans (Ritter et Welch, 202),

Troisième problématique s'agit d'existence des phénomènes de regroupement d'introduction en bourse Ritter (2004) constate que les phases où les rentabilités initiales sont élevées s'accompagnent d'un plus grand nombre d'entreprise introduite en bourse. Cette observation suggère un comportement opportuniste de la part des entreprises ce

comportement est contraire à la philosophie de l'introduction en bourse, celle-ci devant être guidée par des nécessités propres à l'entreprise (financement de l'activité, désendettement,...).

Conclusion

Le processus d'introduction en bourse doit être mûrement réfléchi et être préparé sur plusieurs années. Il est composé de trois phases consécutives.

Il s'agit d'abord, d'une phase préparatoire où l'entreprise doit répondre aux exigences de la place financière visée telle que le changement de statut, de forme juridique et de la structure de capital. Ainsi l'équipe dirigeante et les principaux actionnaires doivent souligner les objectifs et les moyens qui conduiront à la réussite de l'opération.

Ensuite, lors de la phase d'introduction en bourse l'intermédiaire-introducteur (chef de fil) peut offrir différentes garanties à l'entreprise, par ailleurs, les actions peuvent être placées à l'aide d'une offre à prix ouvert, d'une offre à prix ferme, d'une offre à prix minimal, ou d'une procédure de placement.

Enfin, la phase post-introduction correspond à la vie de l'entreprise en tant que entité cotée, elle cherche à progresser la valeur de son titre. Aussi l'entreprise est obligée d'informer le public sur chaque changement important qui peut exercer une influence significative sur le cours des titres.

Même si l'introduction en bourse offre à l'entreprise plusieurs avantages telles que : la liquidité des titres, l'augmentation de capital et la pérennité de l'entreprise, elle présente cependant des contraintes de cout, la perte de contrôle et la transparence.

Introduction

Depuis les années 1990, le thème de la gouvernance des entreprises a pris une place importante dans le développement économique et social, cette place s'est accrue à la suite des perturbations entraînées par les scandales (Emcon, Worldcom, Paramalt) du début du siècle, puis de la crise des subprimes de 2008.

Originellement, la gouvernance d'entreprise s'inscrit dans une perspective d'agence, c'est-à-dire un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (la principale), engagent une autre personne (l'agent) pour accomplir quelques services en leur nom, impliquant la délégation d'une partie de l'autorité de prise de décision à l'agent. Donc, il s'agit d'une relation contractuelle qui lie les propriétaires du capital financier (actionnaire) avec les dirigeants de l'entreprise (agent).

La gouvernance d'entreprise est aussi considérée comme un processus d'amélioration continué qui va et qui doit se poursuivre dans les années à venir. A cet effet, elle n'est pas seulement l'affaire des grandes sociétés cotées en bourse, la gouvernance c'est faire de toutes les sociétés, quel que soit leur taille, leur statut et leur domaine d'activité, et parmi ces entreprises, on y trouve les entreprises familiales. L'entreprise familiale représente la forme d'organisation la plus ancienne. Les recherches ont permis de révéler que le tissu économique de la plus part des pays sont constitués, en grande majorité, d'entreprise familiales. De plus, celle-ci contribuent de manière très dynamique dans le développement des économies nationales.

En matière de gouvernance, l'entreprise familiale présente certaines spécificités, notamment le renforcement l'unité familiale (les liens) entre les membres de la famille d'un côté et entre la famille et l'entreprise d'un autre côté, entretenir un actionnariat à la fois stable et motivé et assurer un professionnalisme de la part des actionnaires à l'égard de l'entreprise pour éviter les entraves du fonctionnement.

Cependant, les entreprises qui s'introduisent en bourse sont fortement incitées à établir des mesures de protection anti-OPA à fin de se protéger d'une offre hostile ou non sollicitée, aussi la défense ne doit pas être isolée mais intégrée à la stratégie menée par l'entreprise. Les défenses anti-OPA ne relèvent pas uniquement de domaine de la tactique. Si l'OPA est les conséquences qu'elle génère est stratégique.

Les armes anti-OPA sont nombreuses, mais deux types de stratégies se dégagent : les stratégies de prévention dont la mise en œuvre tactique est achevée avant le déclenchement d'une offre, et les stratégies de défenses qui donnent aux dirigeants la possibilité de réagir au lancement d'une offre. Certains mesures, en fin, peuvent pallier l'absence de stratégie ce sont les armes de dernier recours.

Section01: la théorie d'agence et la gouvernance de l'entreprise:

1. la théorie de l'agence

La théorie de l'agence trouve son origine dans la séparation de la propriété et du contrôle de l'entreprise. Cette théorie s'est développée à partir de la seconde moitié des années 70 (Jansen et Mackling, 1976, Fam, 1980). Elle étudie de manière spécifique les contrats bilatéraux conclus entre agent économique et analyse la relation d'agence entre le principal et l'agent.

1.1) Définition :

Jensen et Mackling (1976) ont défini la relation d'agence comme « un contrat dans lequel une (ou plusieurs) personne (s) a recours aux services d'une autre personne pour accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation décisionnelle à l'agent ».

1.2) Les conditions de relations de coopération:

Une relation de coopération donne lieu à un problème d'agence sous plusieurs conditions¹ :

- Les contrats ne sont pas complets, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent pas prévoir toutes les situations, notamment si l'environnement est instable et complexe ;
- Il y a des problèmes d'observabilité : il est difficile de surveiller l'agent dans l'accomplissement de sa tâche ;
- Les informations sont asymétriques : l'agent possède des informations dont ne dispose pas le principal ;
- Le principal et l'agent ont des intérêts divergents.

1.3) Les coûts issus d'une relation d'agence : Cette relation entraîne trois types de coûts :

- Les coûts de surveillance supportés par le principal qui tente de limiter le comportement opportuniste de l'agent ;
- Des coûts d'obligation supportés par l'agent qui met le principal en confiance, afin de préserver ses propres intérêts ;
- Un coût d'opportunité : le principal débite une perte du fait de la divergence d'intérêt, car ses buts ne sont jamais atteints de manière optimale.

Chacun des acteurs engage des coûts pour que l'autre agisse dans son propre intérêt.

Les solutions envisagées sont donc, celles qui permettent au principal de surveiller et d'obliger l'agent d'agir dans son propre intérêt en minimisant les coûts d'agence.

¹ M.A.HAROUN, « caractéristique, gestion fonctionnelle et modèle de financement de l'entreprise familiale », thèse magistère, 2016, UMMTO, p 40.

1.4) L'intérêt de la théorie d'agence pour l'étude de l'entreprise familiale :

A partir de l'analyse Berle et Means (1932), selon laquelle il existe une séparation entre la structure de la propriété et le pouvoir de décision dans la grande entreprise. Cette séparation va engendrer un conflit d'intérêt. Ce conflit se traduit par le fait que le propriétaire abandonne ses prérogatives sur la direction de l'affaire et délègue son pouvoir à un manager professionnel qui doit, à priori, agir dans le sens des intérêts de ce propriétaire.

Or, dans une entreprise familiale, les conflits et les coûts d'agence seraient pratiquement nuls, cela peut être expliqué, par le fait que les propriétaires sont souvent en même temps dirigeants.

Pour (Jensen et Mackling, 1976), stipulent que la théorie de l'agence est effectivement basée sur le principe néoclassique, selon lequel les différents types d'agents cherchent avant tout à maximiser leurs intérêts. Or, puisque les actionnaires familiaux sont impliqués dans la gestion de l'entreprise familiale en raison de la faible séparation de la propriété et du contrôle au série de ce type d'entreprise, le risque d'apparition de divergence d'intérêts entre les gestionnaires et les actionnaires est lui aussi très faible.

Par conséquent, le risque de voir émerger des conflits d'agence entre ces deux types d'agents et quasi inexistant. Ce faible risque d'apparition de tels conflits d'agence et accompagné de faibles coûts d'agence des fonds propres. Le fait que les acteurs principaux sont les mêmes individus ou appartiennent à la même famille, la théorie de l'agence serait donc inadéquate.

La théorie d'agence suppose que les entreprises familiales sont soumises à des coûts d'agence de moindre ampleur que les entreprises managériales.

Les principaux arguments favorables à cette thèse sont les suivants :

- Une surveillance moins nécessaire, en raison de relation intimes et financières des membres d'une même famille, d'une communication et d'une coopération facilitées par une relation longue (Fama et Jensen, 1983a);
- Le coût de dédouanement des membres familiaux est d'une importance moindre en raison de lien de parenté induisant des normes de réciprocité, des liens sociaux forts, une identité et une histoire commune, se traduit par une poursuite moindre d'intérêt individuel. Ainsi, la théorie d'agence, les dirigeants propriétaires présentent un plus grand alignement avec les intérêts des actionnaires extérieurs, en raison notamment de leur double statut et de liens familiaux poussant à la convergence d'intérêts des parties.

1.5) Les sources des coûts d'agence dans les entreprises familiales :

Les coûts d'agence au sein de l'entreprise familiales sont minimisés, voire nuls. Cette absence de ce type de coût trouve son explication dans la concentration de la gestion et de la propriété dans les mains des personnes ou des membres d'une famille, et que ces derniers

n'ont pas d'intérêts à agir contre ce qui représente leur capital et patrimoine. Toutefois, des problèmes spécifiques peuvent apparaître, parmi ces problèmes nous citons :

1.5.1) Les coûts d'agence issus de l'altruisme:

L'altruisme du dirigeant-proprétaire se manifeste par le lien existant entre son bien être, en tant que chef de famille et celui des autres membres de sa famille (Schulze et al, 2001)².

Il encourage les membres de la famille à être prévenants les uns vis-à-vis des autres et à s'occuper les uns des autres en temps de besoin, à réaliser des sacrifices. En revanche, Schulze et al (2001, 2003)³, observent que l'altruisme possède des manifestations parfois problématiques. Ils montrent que la confession des problèmes de la famille et ceux de l'entreprise peut favoriser les intérêts familiaux plutôt que ceux de la firme, à cause de la loyauté envers la famille.

Certaines études montrent que les membres de la famille ne sont parfois motivés que par leurs propres intérêts et non par les intérêts familiaux (Mark et Yeung, 2003). En effet, avec le temps le dirigeant risque de confondre son intérêt personnel et les intérêts de l'entreprise et de la famille. Par exemple, le dirigeant âgé peut éviter d'entreprendre des investissements que les autres membres de la famille encouragent parce qu'il les perçoit comme étant trop risqués ou tant qu'il l'oblige personnellement à acquérir de nouvelles compétences.

Aussi, des conflits d'intérêt peuvent surgir. Les membres de la famille peuvent remettre en cause la capacité du propriétaire-dirigeant à prendre des décisions qu'ils considèrent conformes aux intérêts de la famille. Ils seraient ainsi amenés à mettre en place une surveillance du propriétaire et à encourir d'autres coûts d'agence afin de s'assurer que leurs intérêts sont servis. Ensuite, il est commun de trouver les descendants du fondateur à la direction de l'entreprise familiale. A première vue, cela n'a pas vraiment lieu, car pour diriger une entreprise familiale ou non, il faut des compétences approfondies. Or ces compétences ne sont pas forcément présentes parmi les descendants du fondateur. En effet, l'entreprise familiale constitue une source d'emploi privilégiée pour les membres de la famille propriétaire. Malheureusement, le népotisme y est pratiqué sans aucune conscience de dysfonctionnement dangereux qui peut entraîner.

Par ailleurs, les dirigeants-proprétaires pourraient embaucher « un fils ou un neveu chéri » pour des postes pour lesquels ils ne sont pas compétents et ainsi installer des barrières à l'entrée des managers extérieurs pourtant capables d'introduire des changements économiques ou technologiques profitables. L'entreprise peut donc se trouver face à un problème d'altruisme pouvant introduire des conséquences néfastes pour l'entreprise. Par conséquent ; les coûts dus à l'altruisme peuvent être considérés comme une variante des coûts d'agence de l'entreprise managériale.

2 Schulze et al. (2001), in Sami BASLY « propriété, décision et stratégie de l'entreprise familiale : une analyse théorique », congrès international de l'AFFI, IAE portier, 26 et 27 juin, 2006, p 12.

3 Schulze et al. (2001, 2003), in Sami BASLY (2006), idem.

1.5.2) Les coûts d'agence issus des conflits intérêts entre les actionnaires minoritaires et majoritaires:

« Toutes les entreprises familiales ne sont pas contrôlées totalement par la famille. Au contraire, le cas de partage de propriété est fréquent. Donc, l'éventualité d'un conflit entre dirigeant propriétaire et actionnaires s'avère concevable dans l'hypothèse d'une ouverture du capital social par appel à des capitaux propres externes. Dans ce cadre, des phénomènes de népotismes et d'opportunisme sont susceptibles de surgir chez les dirigeants et d'engendrer un comportement de maximisation de son utilité personnelle au détriment des actionnaires minoritaires. Cette conséquence est bien exposée par la littérature, relative aux objectifs des parties partageant la propriété. Les propriétaires extérieurs, c'est-à-dire minoritaires, serait favorables à la croissance risquée parce qu'ils bénéficient seuls de l'appréciation de la valeur actionnariale. Ils seraient indifférents au niveau du risque inhérent à n'importe quel investissement particulier entrepris par une firme donnée parce qu'ils peuvent la réduire en diversifiant leurs portefeuilles»⁴.

Les propriétaires contrôlent une entreprise privée sont prêts à supporter des risques en adéquation avec leurs préférences pour certains objectifs (Shulze et al, 2001). Ces objectifs incluent non seulement les avantages financiers et non financiers, mais également l'utilité que procure la capacité d'exercice de l'autorité, de définition de la stratégie et choix des investissements.

Pour Fama et Jensen (1983), du fait de l'absence de diversification de son risque, en raison d'un investissement à la fois humain et financier dans la même organisation, le dirigeant-propriétaire à privilégier des investissements et des financements peu risqués. Il craint, à la fois, de perdre son emploi et son investissement financier au sein de l'entreprise qu'il dirige. Les coûts d'agence ont donc tendance de s'accroître. Dans cette optique, Morck et Yeung (2003)⁵, analysant les grandes groupes familiaux, observent que le fait que les dirigeants agissent pour les intérêts d'un seul actionnaire, la famille contrôlent la propriété en l'occurrence, mais pas pour les actionnaires en générale, entraîne un nouvel ensemble de coût d'agence. Le contrôle familial inclurait, ainsi, un ensemble de problèmes d'agence plus graves que dans le cas d'une entreprise non familiale.

1.5.3) Les coûts d'agence issus de l'enracinement

Dans les entreprises familiales, le dirigeant (fondateur) se caractérise souvent par une forte personnalité et n'est investi au titre personnel dans son entreprise. Le dirigeant ainsi enraciné en fin de carrière peut être amené à consommer son pouvoir en augmentant sa rémunération et/ou ses avantages en nature.

4 M.A.HAROUN, « caractéristique, gestion fonctionnelle et mode de financement de l'entreprise familiale, thèse magistère, 2016, UMMTO, p 44.

5 Mark et Yeung (2003), in wiemElmana MADNAS : « théorie de l'agence et composition du conseil d'administration dans les entreprises familiales : apports et limiter », la place de la dimension européenne dans la comptabilité contrôle audit, 2009, p 10.

2. La gouvernance de l'entreprise non familiale

2.1) les mécanismes de la gouvernance

Deux grandes catégories de mécanismes de gouvernance peuvent être distingués : les mécanismes provenant de l'environnement externe de l'entreprise et les mécanismes internes qui sont mis en place par celle-ci avec ses propres actionnaires afin d'assurer le respect de la relation contractuelle établie entre les gestionnaires et les actionnaires.

2.1.1) Les mécanismes de contrôle externes :

Les mécanismes externes de gouvernance regroupent différents éléments provenant de l'environnement externe de l'entreprise qui contribuent à minimiser les actions opportunistes des dirigeants, parmi ces mécanismes :

2.1.1.1) L'environnement légal et réglementaire

Le système légal d'un pays prévoit des lois et de la réglementation, ces lois et réglementation ont un rôle disciplinaire sur le comportement des dirigeants en limitant les actions opportunistes. L'efficacité de ce mécanisme est associée au renforcement des lois par des réprimandes données aux initiés qui entravent les lois en vigueur.

En effet, le cadre légal constitue un moyen de contrôle, en imposant aux dirigeants des contraintes les obligeants à procéder à plus de prudence au niveau des dépenses liées aux avantages en nature. Toutefois, l'efficacité de ce mécanisme paraît limité, les dirigeants trouvent souvent les moyens de contourner certaines réglementation.

2.1.1.2) Le marché des biens et services :

La présence de la concurrence dans le marché des produits constitue un mécanisme de gouvernance fondamental sur les actions et les décisions des dirigeants. En effet, un dirigeant qui opérerait pour une stratégie visant à satisfaire sa propre fonction d'utilité au détriment des intérêts de la firme pourrait rendre cette firme moins compétitive et perdre la position qu'elle occupe sur le marché des produits et éventuellement faire faillite.

C'est donc le risque de la dégradation de la compétitivité qui doit limiter l'opportunisme du dirigeant puisque les firmes mal gérées sont coordonnées à disparaître. Ainsi, plus la pression concurrentielle sera forte, plus ce mécanisme sera efficace.

2.1.1.3) Le marché des dirigeants :

La présence d'un marché concurrentiel de dirigeants qualifiés est un autre facteur qui motive les dirigeants d'entreprises à promouvoir des activités contribuant à la croissance de celle-ci, sans quoi leur remplacement par d'autres et certain.

« En effet, lorsque le marché des dirigeants est très actif, il devient dans l'intérêt des dirigeants de l'entreprise d'éviter des comportements susceptibles de nuire à la bonne performance de celle-ci. Ils doivent alors faire preuve de haute qualités managériales,

susceptibles de satisfaire leur employeurs. Les dirigeants considérant par-là, que leurs performances affecteront leur opportunités d'emplois futurs, seront d'autant plus motivés à limiter leur comportement opportunistes et à prendre des décisions optimales pour la création de valeur pour les actionnaires (Fama, 1980). Le dynamisme du marché des dirigeants peut donc constituer un mécanisme de gouvernance très efficace »⁶.

2.1.1.4) Le marché financier :

« En 1965, H. Manne, constata que le libre fonctionnement des marchés financiers constituait le contrôle le plus démocratique et le plus efficace des grandes entreprises. En effet, les actionnaires peuvent sanctionner les dirigeants opportunistes où à qui on impute une mauvaise gestion de la firme, en vendant leur titre de propriété pour exprimer leur mécontentement. Cette pression du marché financier est supposée contraindre dans les grandes entreprises où l'actionnaire est très dispersé, chaque porteur a l'intérêt à laisser les autres se charger du contrôle à sa place, en raison du coût associé, ce qui peut atténuer l'efficacité réelle des marchés financier »⁷.

2.1.2) Les mécanismes internes de gouvernance

Les mécanismes internes de gouvernance sont généralement mis en place par des ententes contractuelles (implicites ou explicites). Parmi ces différents mécanismes internes de gouvernance, les conseils d'administration, les parties prenantes, etc.

2.1.2.1) Conseil d'administration

« Dans la théorie de l'agence, Fama (1980) et Fama et Jensen (1983a), attribuent au conseil d'administration la mission de contrôler les principaux dirigeants, leur analyse part du cas de la firme managériale. Dans ce type de firme, l'efficacité du contrôle du conseil d'administration est censé reposer d'une part, sur la surveillance mutuelle entre dirigeants présent au conseil, d'autre part, sur la présence d'administrateurs externes »⁸.

La théorie des coûts de transaction propose une analyse du conseil d'administration qui complète la vision de la théorie de l'agence. Pour Williamson (1985) le conseil d'administration constitue un mécanisme organisationnel permettant de garantir la sécurité des transactions, en premier lieu, entre la firme et les actionnaires en tant qu'apporteurs de capitaux et en second lieu, entre la firme et les dirigeants qui louent leur capacité managériale.

On peut dire alors, que ce soit dans la théorie de l'agence ou la théorie des coûts de transaction, le conseil d'administration chargé de représenter les intérêts des actionnaires apparait comme le mécanisme privilégié chargé de discipliner les dirigeants.

⁶ GHEDDACHE, « Etude le comportement stratégique de l'entreprise familiale », thèse doctorat en science économique, 2012, UMMTO, p 139.

⁷ H. KHERRAF, « la gouvernance des entreprises familiales », mémoire de magister en management, université Oran, p 43.

⁸ G. Charreaux, « la gouvernance des entreprises », éd economica, Paris, 1997, p 150.

2.1.2.1.1) Les mécanismes dont dispose le conseil d'administration pour discipliner les dirigeants :

Le conseil d'administration peut adopter une politique de révocation pour sanctionner les dirigeants indisciplinés et/ou une politique de rémunération pour inciter les dirigeants à améliorer les performances des firmes.

a. La politique de rémunération

Une rémunération juste et intéressante est un mécanisme très important pour garder les meilleurs dirigeants au sein de l'entreprise, tout en le motivant à prendre des décisions favorisant la création de valeur pour les actionnaires, ce qui réduirait d'autant les différents problèmes d'agence existant entre les dirigeants et les actionnaires.

Trois principaux modes de rémunération peuvent alors s'avérer très efficaces, il s'agit des bonus à la performance, d'actions de la société ainsi que d'options d'achat d'action.

b .La révocation du dirigeant

La révocation vise à réaliser les objectifs suivants :

- Sanctionner le dirigeant incompetent ou opportuniste ;
- Inciter son successeur à mettre en place et appliquer la stratégie audacieuse voulue par les actionnaires ;
- Faire monter les cours des titres à court terme.

c .Le commissaire aux comptes

Les commissaires aux comptes ont trois missions principales :

Une mission permanente de contrôle comptable, une mission d'information et une mission d'alerte.

Dans sa mission permanente de contrôle comptable, le commissaire aux comptes joue un rôle important dans le contrôle de la situation comptable financière de la société. Cette mission permanente consiste à vérifier les documents comptables de la société, à contrôler la conformité de la comptabilité avec les règles en vigueur, le commissaire aux comptes doit s'assurer de la sincérité des informations données dans le rapport de gestion et dans les documents adressés aux actionnaires, sur la situation financière et les comptes de la société. Dans sa mission d'information, le commissaire aux comptes peut informer l'assemblée générale des actionnaires de la situation de l'entreprise, mais, il n'a pas le droit d'intervenir dans la gestion de l'entreprise.

Finalement, la mission de commissaire aux comptes peut comprendre une mission d'alerter. En effet, le commissaire aux comptes alerte les dirigeants et les actionnaires sur la dégradation de la société contrôlée.

d .L'assemblée générale :

L'assemblée générale des actionnaires peut être ordinaire ou extraordinaire et se remet au moins une fois par an, elle est l'organe qui rassemble tous les actionnaires d'une personne morale, elle est le moment privilégié pour informer les propriétaires sur la situation de l'entreprise.

2.1.2.2) Les mécanismes de contrôle des dirigeants par les parties prenantes

L'entreprise ne se compose pas uniquement d'actionnaires et des salariés, d'autres partenaires, peuvent aussi influencer sur le bon fonctionnement de celle-ci, que sont les banques, l'Etat, fournisseur.

2.1.2.2.1) Le contrôle des dirigeants par l'Etat

L'objectif de ce type de contrôle est de garantir l'intérêt général de toutes les parties. L'intervention de l'Etat dans la gestion de l'entreprise se fait directement ou indirectement.

En ce qui concerne les contrôles directs, les agents de l'Etat comme par exemple, les inspecteurs du travail et les contrôleurs d'Etat ont pour mission de s'assurer que le dirigeant n'a pas adopté un comportement opportuniste. Quant au contrôle indirect, l'Etat oblige les entreprises privées d'avoir un contrôle exercé par un commissaire aux comptes

2.1.2.2.2) Le contrôle des dirigeants par les banques

« Les banques jouent un rôle de contrôleur du fait qu'ils sont considérés comme étant des actionnaires, ou créancière ou les deux à la fois. Dans le premier cas, les banques contrôlent les actions des dirigeants par le conseil d'administration. Pour le deuxième cas, ou les banques deviennent créancières, le contrôle se fait par une capacité de recueil et de traitement de l'information qui les place en position de lutter contre l'opportunisme des dirigeants. En effet, pour que les banques acceptent le dossier de crédit de l'entreprise, ils doivent analyser ce dossier »⁹. Ce dernier doit :

- Présenter les caractéristiques de l'entreprise ;
- Préciser l'objet de crédit ;
- Justifier de l'opportunité du crédit demandé ;
- Définir les modalités de remboursement.

2.1.2.2.3) Le contrôle de l'entreprise par les fournisseurs

Les fournisseurs jouent un rôle important au sein des entreprises, leurs rôles de contrôle sur les dirigeants qui s'exercent par le fait qu'ils sont à la fois fournisseurs des biens et services de l'entreprise et aussi apporteurs de financement à court terme.

⁹ A. ZIANI, « le rôle de l'audit interne dans l'amélioration de la gouvernance d'entreprise », thèse de doctorat en sciences économiques, université de Tlemcen, p 107.

En premier lieu, les fournisseurs peuvent compromettre la rentabilité d'une entreprise si celle-ci ne représente pas dans ses prix les hausses des coûts. En second lieu, les fournisseurs peuvent contrôler les comportements des dirigeants en lui exigeants des délais de règlement plus courts ou décider de se retirer du marché.

2.1.2.3) Les mécanismes de contrôle des dirigeants par les salariés

Avant, il n'y avait aucun rôle des salariés en ce qui concerne le contrôle des dirigeants. Selon la théorie économique traditionnelle, il y a séparation fondamentale entre les salariés (producteurs) qui possèdent des moyens de production.

Aujourd'hui, le rôle des salariés devient plus que jamais un rôle incontournable au sein de l'entreprise, les salariés occupent aujourd'hui une place centrale dans le système de gouvernance de l'entreprise. Pour charreaux, les salariés sont considérés comme étant des porteurs de ressources. Par conséquent, ils doivent aussi prétendre à la valeur créée, au même que les actionnaires, créanciers ou dirigeants.

Section (2) : la gouvernance de l'entreprise familiale

1.Mission et objectif de la gouvernance familiale :

Lorsque l'entreprise en est à l'étape de son fondateur initial, très peu de question liée, à la gouvernance familiale peuvent surgir, puisque toutes les décisions sont prises par le fondateur.

A travers le temps, au fur et à mesure que la famille traverse les étapes de son cycle de vie. Des générations plus récentes et davantage de membre rejoignent l'entreprise familiale. Leur arrivée se traduit par des idées et des options différentes concernant la manière dont l'entreprise devrait être dirigée et sa stratégie définie. Il devient alors obligatoire d'établir une structure de gouvernance familiale claire qui disciplinera les membres de la famille, empêchera les conflits éventuels et garantira la continuité de l'activité.

Fondamentalement un système de gouvernance familiale est mis en place pour la réalisation des buts suivants :

- Communiquer les règles et les décisions qui pouvaient affecter l'emploi des membres de la famille, les dividendes et les autres bénéfices qu'ils perçoivent de l'entreprise ;
- Etablir des canaux de communication formels qui permettent aux membres de la famille de partager leurs idées, leurs aspirations et leurs problèmes ;
- Communiquer les valeurs, la mission et la vision à long terme de la famille à tous ses membres;
- Maintenir les membres de la famille (particulièrement ceux qui ne sont pas impliqués dans l'entreprise) au courant des principaux accomplissements commerciaux, des défis et des directions stratégiques de l'entreprise ;
- Permettre à la famille de se réunir et de prendre les décisions nécessaires.

2. La composition de la structure de la gouvernance familiale

2.1) Constitution familiale (charte familiale)

2.1.1) Définition :

« La constitution familiale est également désignée comme « charte familiale », « règles et valeurs familiales ». La constitution familiale est une énonciation des principes qui retracent les grandes lignes de l'engagement familial envers les valeurs, la vision et la mission centrales de l'entreprise. La constitution définit également les rôles, les compositions et les pouvoirs des principaux organes de gouvernance de l'entreprise : membre de la famille /actionnaires, directeurs et conseil d'administration. En outre, la constitution familiale définit

les relations entre les organes de gouvernance et précise comment les membres de la famille peuvent contribuer à la gouvernance de leur entreprise »¹⁰.

2.1.2) Composantes :

la forme et le contenu des constitutions familiales différent d'une entreprise à une autre en fonction de la taille de la famille, de l'étape de son développement et du degré d'implication des membres de la famille dans l'entreprise. Cependant, une constitution familiale typique traitera des éléments suivants :

- Les valeurs, la mission et la vision familiales ;
- Les institutions familiales, notamment l'assemblée familiale, le conseil familiale, le comité d'éducation, le bureau familiale, etc.
- Le conseil d'administration ;
- Les directeurs ;
- L'autorité, la responsabilité et les relations entre la famille, le conseil d'administration et les directeurs ;
- Les politiques concernant les sujets familiaux importants, tels que l'emploi des membres de la famille, transfert des actionnaires, la succession du directeur général, etc.

2.2) Les institutions de gouvernance familiale

Les institutions de gouvernance familiale aident à renforcer l'harmonie et les relations familiales avec l'entreprise. Ces institutions permettent aux membres de la famille de se réunir sous une ou plusieurs structures organisées.

Les entreprises familiaux n'ont pas toutes besoin d'établir toutes ces institutions. La décision du type d'institution qui doit être établie dépend de la taille de l'entreprise, de l'étape de développement de la famille, du nombre des membres de la famille dans leur entreprise.

2.2.1) L'assemblée familiale

Elle sert à organiser des réunions formelles au cours desquelles les membres de la famille échangent des informations. Ces réunions leur permettent également de renouer leurs relations et de les approfondir.

Pour que cette structure joue son rôle, certaines questions pertinentes doivent être prises en compte telles que celle relatives a¹¹ :

- La périodicité des réunions (combien de fois dans l'année et à quel moment ?) ;
- La durée (combien de temps doit durer la réunion ?) ;

¹⁰ Fred Neubaueret Alden G. Lank, « the family business “: its governance for sustainability (Routledge New York, 1998); Craig Aronff, Joseph AstrachauetJhon Ward, developing family business policies: your guide to the future (family enterprise publishes, 1998).

¹¹ L. GHEDDACHE, « Etude de comporter stratégique d'une entreprise familiale », thèse doctorat en science économique, 2012, UMMTO, p 144.

- L'ordre du jour (quels sujets aborder ?) ;
- Les membres qui peuvent y assister (l'âge des participants, la présence des conjoints y est-elle autorisés on non ?... ;
- Les éventuels invités externes à la famille (expert, avocats,...) dont les membres de la famille ne manqueraient pas de bénéficier de leur compétences et conseils.

2.2.2) Le conseil de famille :

« Appelé également « conseil de surveillance de la famille », « conseil intérieur » et « comité exécutif familial », le conseil familial est un organe gouvernant actif qui est élu par l'assemblée familiale parmi ses membres afin de délibérer à propos des questions liées à l'entreprise familiale. Le conseil est généralement établi une fois que la famille atteint une taille conséquente, c'est-à-dire plus de 30 membres. Dans ce cas, il devient très difficile pour l'assemblée familiale d'avoir des discussions significatives et de prendre des décisions rapides et efficaces. C'est à ce moment que le conseil familial est formé, comme un organe de gouvernance représentatif pour l'assemblée familiale dans la coordination des intérêts des membres de la famille avec leur entreprise »¹².

Cependant, les tâches d'un conseil familial typique incluent le plus souvent :

- Etre le lien entre la famille, le conseil d'administration et la direction ;
- Suggérer et discuter des noms des conditions pour l'adhésion au conseil d'administration ;
- Elaborer et réviser les documents relatifs à la position de la famille sur sa vision, sa mission et ses valeurs ;
- Aborder les autres affaires importantes pour la famille.

2.2.3) Le comité des actionnaires :

Il s'agit d'un organe qui est nécessaire lorsque la famille actionnariale est très entendue (il y a un très grand nombre de membres familiaux qui détiennent des actions de l'entreprise). Cet « actionnariat familial dispersé » a alors besoins de ce comité qui va les représenter dans la structure de la gouvernance. Le comité des actionnaires aura alors pour mission essentielle de s'occuper de problèmes spécifiques liés à l'allocation du capital, les dividendes, la succession, la vente et le rachat d'actions, les performances et les stratégies adoptées par l'entreprise. Ce comité a également pour mission la rédaction, la mise en œuvre et l'amendement d'une convention d'actionnaires qui a pour principal objet les questions relatives à l'entrée et à la sortie de l'actionnariat, la valorisation de la société, le droit et devoir des actionnaires, les systèmes de prise de décision et de vote.

2.2.4) Le bureau familial (le family office)

¹² A. FEKIH, « la gouvernance des entreprises familiales », thèse de magister en management, université d'Oran, 2014, p 114.

Le bureau familial est un centre d'investissement et d'administration organisé et supervisé par le conseil familial. Les bureaux familiaux sont généralement très courants au sein de la famille nombreuse et opulentes en activité, dont les membres manifestent le besoin de conseil personnels dans les domaines de la finance, des banques, de comptabilité et autres.

Le bureau familial a pour objectif de fournir des conseils sur la planification d'investissement personnels, les impôts, la couverture d'assurance, la planification de succession, l'orientation professionnelle et autres sujets d'intérêt pour les membres de la famille.

3. Le conseil d'administration dans une entreprise familiale

Le conseil d'administration est une institution centrale dans la gouvernance de la plupart des entreprises, y compris celle détenues par les familles. Le rôle, la structure et la composition du conseil d'administration varient d'une entreprise familiale à une autre. Ils sont généralement déterminés par la taille et la complexité de l'entreprise et par la maturité de la famille qui la détient.

Au cours des premières années de leur existence, la plupart des entreprises familiales créent un conseil d'administration afin d'être conformes aux exigences juridiques. Connu comme un de « conseil sur papier », son objectif se limite généralement à approuver les procédures financières, les dividendes et les autres procédures de l'entreprise qui requièrent l'approbation du conseil selon la loi. Ces conseils se réunissent le plus souvent une ou deux fois par an et leur sessions ne durent que très peu de temps. Le conseil dans ce cas, composé exclusivement de membres de la famille et, dans certains cas, de quelques directeurs très respectés non issus de la famille. Il est également très courant de voir le même individu faire office de directeurs et d'administrateurs du conseil, tout en étant les propriétaires de l'entreprise. Une telle structure de gouvernance apporte peu de valeur à l'entreprise familiale car chaque élément de cette structure (conseil, direction et famille) pourrait séparément jouer un rôle plus actif et constructif au sein de la gouvernance de l'entreprise. Par conséquent, les rôles sont mélangés, ce qui peut conduire à des conflits et un manque d'efficacité dans la gestion de la compagnie et de son orientation stratégique.

Lorsque l'entreprise familiale est plus complexe, il devient nécessaire de compter sur le conseil d'administration pour jouer un rôle actif dans des affaires plus importantes, telles qu'établir la stratégie de l'entreprise et revoir la performance de ses directeurs. Ces tâches impliquent que le conseil se réunisse plus souvent et qu'il possède l'expertise et l'indépendance nécessaire pour mettre en question la gestion de l'entreprise. C'est à ce moment-là que le conseil de l'entreprise familiale doit devenir plus organisé, plus efficace et plus ouvert pour accueillir des administrateurs indépendants provenant de l'extérieur.

4. Les traits caractéristiques des faiblesses du système de gouvernance des entreprises familiales :

4.1) Les problèmes liés à certaines spécificités de l'entreprise familiale

Dans les entreprises familiales, il y a souvent confusions des structures et processus de la gouvernance avec ceux relatifs à la gestion ; ce problème peut avoir pour origine plusieurs raisons, parmi lesquelles¹³ :

-Le fait que les propriétaires occupent une fonction dans l'entreprise et siègent en même temps au conseil d'administration ils sont donc pratiquement sur trois fronts à la fois : la propriété, la gestion et la gouvernance ;

-La résistance au changement de la part de la famille qui voudrait par-là maintenir les choses comme elles ont été depuis toujours, alors que la mise en place d'un système de gouvernance est pour les membres de la famille « un événement perturbateur », puisqu'il ramène de nouveaux principes de fonctionnement qui pourraient ne pas leur convenir ;

-La petite taille de l'entreprise est également un facteur qui limite les possibilités de mettre en place des structures complexes.

4.2) Problèmes liés au conseil d'administration

Le conseil d'administration, qui est la pierre angulaire du système de gouvernance d'entreprise, peut présenter certaines lacunes au sein des entreprises familiales, qui, au lieu de trier ses membres suivants leur compétences, mettent en général, à la place, des conseils d'administration ayant une ou plusieurs des caractéristiques suivantes :

-Le refus de responsabilité : les membres du conseil d'administration refusent d'assurer la lourde responsabilité qui leur incombe en étant à cette structure de la gouvernance. Et ceci est loin d'être sans conséquences négatives en empêchant la mise en place de mécanisme de succession, le développement et la réalisation stratégique de l'entreprise.

-Vouloir sans vouloir : c'est dans le cas où le chef d'une entreprise familiale met en place un conseil d'administration auquel il restreindre le champ de compétence de telle sorte qu'il n'agirait que dans la mesure où il ne serait apte à le contredire. Ceci rendrait alors quasiment inopérant le conseil d'administration puisqu'il serait écartés des tâches les plus importantes.

-L'instrumentalisation du conseil : dans les entreprises familiales les réunions du conseil d'administration peuvent être saisies comme des occasions, par certains membres de la famille, pour exercer des pressions pour orienter les décisions vers des intérêts personnels qui ne concernent pas les objectifs de l'entreprise.

-La fausse équité : les entreprises familiales s'efforcent à composer un conseil d'administration pour lequel la première préoccupation et non la performance de l'entreprise mais plutôt la recherche d'une légitimité qui passerait par le respect des droits légaux de tous les actionnaires familiaux.

5. Les relations entre la gouvernance de l'entreprise et la gouvernance familiale

¹³ H. KHERRAF, « la gouvernance des entreprises familiales », thèse magister en management, 2014, université d'Oran, p 119.

L'organisation d'un système de gouvernance efficace permet à la fois d'établir une opération respectueuse entre l'actionnaire familial d'une part, et entre la famille et l'entreprise d'autres parts. Ceci permet d'organiser les choses de manière à ce que toutes les parties concernées soient prêtes à aborder les problèmes de manière flexible, ouverte et honnête et à consacrer le temps nécessaire pour résoudre les éventuels désaccords.

Aussi, la famille doit adopter des stratégies de communication claires et consistantes à l'égard de conseil d'administration, en ce sens, elle doit s'exprimer d'une seule voix, s'assurer que l'information importante est communiquée par écrit.

Du côté du conseil d'administration, ses membres devraient ne pas manquer d'encourager l'organisation de réunion mixte et d'intégrer dans leur ordre du jour certaines questions qui ont une importance spécifique à la famille.

Dans l'ensemble, il s'agit d'un très important travail de collation entre les deux structures de gouvernance (de l'entreprise et de la famille), notamment lorsqu'il s'agit des questions auxquelles la famille est particulièrement sensible. Suivant cette optique, lorsque la famille exprime le souhait que la succession d'un président directeur général se réalise en élisant au poste un membre qui fait partie de la famille, elle devrait au préalable, et bien avant cette date, avoir déjà préparé ses potentiels candidats (qui doivent être choisis pour leur compétences assez solides pour prétendre par la suite prendre en charge la responsabilité), et bien évidemment le choix ultime de nouveau président directeur général relèvera de la compétence du conseil d'administration.

La famille peut également contribuer à l'entreprise en lui transmettant sa propre culture, c'est-à-dire un ensemble de valeurs fortes découlant de la famille. Le conseil d'administration qui reçoit cette culture, en retour, va faire en sorte que les stratégies, les décisions et les actions qui seront mises en œuvre s'alignent sur les valeurs et les attentes de la famille. Ainsi, un bon système de gouvernance conduit à une plus grande clarté des rapports, à la fois au sein de la famille, et entre la famille et le conseil d'administration et concourt à rendre plus fortes l'entreprise et la famille.

6. Les caractéristiques de la gouvernance des entreprises familiales :

Charreaux (1997, p 17) conçoit la gouvernance d'entreprise comme l'ensemble des questions visant à décrire, expliquer et comprendre les systèmes, leur évolution et leur fonctionnement.

L'auteur ajoute que le domaine du gouvernement des entreprises dépasse la seule relation entre les actionnaires et les dirigeants et doit être défini dans une perspective plus large. Or les entreprises familiales sont des entités complexes dans lesquelles les rôles respectifs de la famille, du management et de l'actionnariat sont souvent confondus. Elles représentent des organisations particulières nécessitant une gouvernance particulière :

La particularité du système de gouvernance des entreprises familiales par rapport à celui des autres firmes a été soulignée par plusieurs chercheurs (Melin et Nordquist, 2000).

Pour Melin et Nordquist (2000) le gouvernement de l'entreprise familiale est un concept très particulier et différent de celui de la théorie de l'agence. Il s'agit : « des processus, des principes, des structures et des relations qui aident les propriétaires de la firme à atteindre leur but et objectifs » (Melin et Nordquist , 2000, p 7). Le gouvernement des entreprises familiales devait donc traiter du pouvoir et de l'influence de la famille sur l'entreprise et non des relations entre propriétaire et dirigeant.

Ainsi, ces auteurs suggèrent que les recherches sur la gouvernance de l'entreprise familiale doivent tenir en compte et simultanément des éléments structurelles et de processus c'est-à-dire l'attention doit être portée à la famille, les échanges formel et informels entre membres et au pouvoir qu'elle exerce sur l'entreprise moyennant le contrôle de la propriété, du conseil d'administration et de la gestion.

On peut, donc, conclure que la famille constitue ainsi un mécanisme de gouvernance au niveau de l'entreprise familiale. Elle implique l'existence des relations fortes et durables. La force des relations est amplifiée à cause des liens familiaux et des droits multiples des membres familiaux dans la firme. Ces relations sociales permettant aux entreprises familiales de contrôler efficacement le comportement de l'agent familial et de régler les conflits (Fama et Jensen, 1983).

Cependant, la gouvernance au niveau des entreprises familiales présente deux aspects importants. D'une part, la gouvernance au niveau de ses entreprises réfère non seulement à la fonction de contrôle, mais aussi à la fonction de direction. Cette dernière vaut l'implication à long terme, la participation dans la prise de décision importante (allocation des ressources financières importantes, recrutement des cadres, etc.). D'autre part la structure de gouvernance est composée de trois principaux : la famille, le conseil d'administration et la haute direction.

7. Les rôles des membres de la famille dans la gouvernance de leur entreprise :

Dans une entreprise non familiale typique, n'importe quel individu impliqué peut être un employé, un dirigeant, un propriétaire, un administrateur ou une combinaison de ces rôles. Dans une entreprise détenue par une famille, cependant, la situation devient plus complexe car un individu peut avoir des rôles et des responsabilités multiples. Ces rôles multiples sont généralement associés à des motivations différentes qui augmentent les défis auxquels les entreprises familiales doivent faire face, par opposition à leurs équivalents non familiales¹⁴ .

7.1) Propriétaires (actionnaires)

Les propriétaires d'une entreprise familiale ont plusieurs rôles et motivations qui peuvent parfois aboutir à des conflits d'opinion par exemple, la décision de réinvestir des bénéfices dans l'entreprise au lieu de les distribuer sous forme de dividendes peut être perçue de manière différente par les divers propriétaires, en fonction des autres rôles qu'ils assument au

¹⁴ Neubauer. F et Lank. G. A (1998), "the family business ": its governance for sustainability Routledge New York.

sein de l'entreprise. Un propriétaire qui travaille dans l'entreprise familiale peut ne pas s'opposer à une telle décision puisqu'il perçoit déjà un salaire de la part de l'entreprise. Inversement cette situation paraîtra différente du point de vue d'un propriétaire qui ne travaille pas dans l'entreprise et dont la source principale de revenu dépend des dividendes. Ce propriétaire sera effectivement intéressé de recevoir des dividendes plus élevés et plus fréquents. Les choses deviennent généralement plus complexes lorsque l'entreprise familiale grandit et que ses propriétaires endossent des rôles différents avec des motivations différentes.

7.2) Dirigeants

« Les dirigeants d'une entreprise familiale ont eux aussi des motivations différentes en fonction des autres rôles qu'ils jouent au sein de l'entreprise. Un des problèmes communs dans ce domaine est la différence de traitement entre les dirigeants issus de la famille et les dirigeants extérieurs. Dans de nombreuses familiales, une partie ou la totalité des postes de direction sont strictement réservés aux membres de la famille. Cela peut avoir des répercussions négatives sur les motivations et des résultats des cadres non issus de la famille, qui savent pertinemment que peu importe l'acharnement qu'ils emploieront dans leur travail, ils ne feront jamais partie de la direction de l'entreprise. Par conséquent, de nombreuses entreprises familiales ont beaucoup de difficulté à attirer et à garder des cadres doués qui ne sont pas issus de la famille.

Définir une politique d'emploi claire et juste aide les entreprises familiales à maintenir la motivation de leur meilleur employé et leurs intérêts dans la croissance de l'entreprise. Une telle politique relie les récompenses des employés à leurs performances, qu'ils fassent partie de la famille ou non »¹⁵.

7.3) Administration (CA)

En ce qui concerne les membres du CA, la plupart des entreprises familiales réservent ce droit aux membres de la famille et dans quelques cas à certain dirigeant non issus de la famille en lesquels ils ont une grande confiance. Cette pratique est généralement utilisée comme un moyen de préserver le contrôle familial dans la direction de son entreprise. En effet, la plus part des décisions sont normalement prises par les administrateurs issus de la famille. Dans le cadre de la distribution de dividendes, les administrateurs familiaux qui sont également des dirigeants de l'entreprise encourageront naturellement d'augmenter son potentiel de croissance, par contre, les administrateurs familiaux qui ne travaillent pas l'entreprise préfèrent prendre la décision de distribuer les bénéfices sous forme de dividendes aux actionnaires familiaux.

Ces points de vue contradictoires peuvent aboutir à des conflits majeurs au sein du CA et avoir des incidences négatives sur son fonctionnement.

7.4) Membres de la famille

¹⁵ H.KHERRAF, « la gouvernance des entreprises familiales », thèse magister en management, 2014, université d'Oran, p 104.

CHAPITRE2: LA GOUVERNANCE DESENTREPRISES FAMILLIALE ET LES STRATEGIES ANTI-OPA

Les membres de la famille peuvent avoir des responsabilités, des droits et des attentes de natures différentes de la part de leur entreprise. Cette situation peut parfois conduire à des conflits et à des problèmes qui pourraient compromettre la continuité de l'entreprise familiale. Un autre problème qui peut renforcer les conflits parmi les membres de la famille est le degré d'accès aux informations concernant l'entreprise et ses activités. Cet élément peut être problématique étant donné que les membres qui travaillent dans l'entreprise ont généralement accès à ce genre d'information au moment opportun tandis que ceux qui ne font pas partie de l'entreprise ne peuvent pas se les procurer de la même manière¹⁶. Les entreprises familiales doivent établir les canaux de communication et les institutions nécessaires pour que tous les membres de la famille soient au courant de l'activité, de la stratégie, des défis et de la direction générale vers laquelle l'entreprise tend.

¹⁶ Neubauer. F et Lank. G. A (1998), "the family business ": its governance for sustainability Routledge New York; IramLonsberg, succeeding generations: realizing the dream of families in busqiness (Harvard Business school press, 1999).

Section3: Les stratégies anti-OPA

Les stratégies de prévention se distinguent des stratégies de défense non par leurs objectifs (il s'agit dans les deux cas stratégies anti-opa) mais par leurs tactiques, c'est-à-dire sur le choix du calendrier de l'application de la stratégie. Une stratégie anti-opa est alors dite « prévenir » lorsqu'elle suppose une mise en œuvre avant le déclenchement d'une offre éventuelle.

1. Les stratégies préventives

1.1) La création d'une holding non cotée

La première société holding est apparue en 1824, avec la création en Angleterre l'impérial continental Gras Association, étymologiquement : l'origine, bien évidemment, anglo-saxonne, se trouve dans le verbe « to hold », détenir. Donc, la société holding « elle s'agit d'une société qui ne produit pas mais qui détient des participations dans le capital d'autre société afin d'en contrôler et d'en orienter l'activité »¹⁷.

Le terme appréhende en effet au moins deux réalités qui n'ont guère de point communs.

« D'un côté, en effet, on trouve des holding qui constituent une unité centralisatrice des titres de participation qu'un groupe important détient dans divers filiales. Cette entité centralise les profits et les redistribue éventuellement, et peut ou non être cotée en bourse.

De l'autre côté, l'on trouve des sociétés holdings de dimension beaucoup plus réduite, dont la création est justifier par la nécessité de réaliser un objectif précis : obtention d'un avantage fiscal, démultiplication du pouvoir, etc »¹⁸.

La mise en place d'une structure de holding liée aux phases de mutation de l'entreprise, que celle-ci doivent se préparer à une transmission, et donc à un changement de propriétaire, ou à une introduction en bourse et donc à un élargissement du cercle de ses propriétaires.

1.2) L'adaptation du statut de société en commodité par action (SCA): La SCA distingue deux catégories d'associés :

Les commodités possèdent des parts non librement cessibles ou transmissibles naissant responsable des dettes sociales infiniment et solidairement, ils ont donc la qualité de commerçant. Ils assurent en contrepartie la gestion de la société autour d'un ou de plusieurs gérants, qu'ils auront élus au sein même de l'assemblée des commandités ;

Les commanditaires détiennent des parts librement transmissibles ou cessibles mais ne peuvent pas en revanche exercer la gestion de la société. Comme les actionnaires d'une SA il ne soit responsables qu'à hauteur de leur apports.

¹⁷ Olivier Garnier, « dictionnaire d'économie et sciences sociales », Paris, 2008, p 175.

¹⁸ A. Couret et D. Martin « que sais-je ? : les sociétés holdings », 1ère édition, 1991 juin, Paris, p 7.

« De par son organisation, la SCA constitue une excellente arme anti-OPA. En effet, si les actionnaires des commanditaires sont librement cessibles, celles des commandités sont soumises à l'agrément des autres commandités. Un assaillant sur le marché pourra seulement devenir commanditaires et ne participera pas de ce fait à la gestion puisque ses actions ne lui donnent pas accès au contrôle de la société. La loi stipule en outre que le mode de révocation des gérants d'une SCA est fixé librement dans les statuts. De ce fait, une SCA peut introduire dans une clause de révocabilité du ou des gérants à l'unanimité, rendant aussi le ou les gérants quasiment irrévocables »¹⁹.

1.3) Noyau dur

Le noyau dur il s'agit d'un « paquet d'actions est détenus par un groupe d'actionnaires, peu nombreux, qui ont les mêmes intérêts et qui, par leur poids contrôlent les décisions en conseil d'administration et en assemblée générale »²⁰.

Certaines sociétés cherchent à renforcer la stabilité de leur capital en offrant une participation significative à un groupe d'actionnaire « ami » et en cas de problème ces investisseurs pourraient aider la firme dont ils détiennent une partie du capital.

Le danger d'une telle stratégie de défense est d'introduire la société « amie » qui deviendra peut-être par la suite l'initiateur d'une offre hostile. De plus, les sociétés « amies », investisseurs institutionnels ont comme tout actionnaire intérêt à apporter leurs actions à une offre qui valorise, bien souvent les titres très au-dessus des cours.

La caractéristique principale de noyaux durs à destination anti-OPA qu'ils sont en fait très fragile. En effet, rien n'oblige un investisseur institutionnel à défendre une société cible. Ils ouvrent, qui plus est, l'appétit des investisseurs participant au noyau dur.

1.4) Défense « Fatman »

On peut traduire la défense fatman par défense de l'obèse. Pour se défendre une société cherche le plus rapidement possible à grossir sa capitalisation boursière. Ainsi, espère-t-elle devenir trop grosse pour l'initiateur d'une offre. Le plus simple est généralement de mener une absorption fusion de ses principales filiales.

« Relativement peu connue, cette défense nécessite au préalable la conjonction d'un certain nombre de conditions dont l'absorption-fusion des filiales dans un laps de temps assez court si cela est techniquement possible. Elle est donc plus usitée en tant que défense anti-OPA. Pour autant, elle présente l'avantage de préserver l'indépendance de la société présumée opérable. Faite au dernier moment, elle met en échec le montage financiers du raider. Toutefois, elle ne

¹⁹ Arnaud Perrier et Raphaëlle SCACCHI, « les stratégies anti-OPA », éd, economica, Paris, 1995, p 43.

²⁰ Michel Refait, « le rôle économique des offres publique », Paris, 1991, p 43.

peut se réaliser que sur des filiales au capital largement contrôlé puis qu'elle nécessite l'accord d'une assemblée générale extraordinaire »²¹.

2. Les stratégies de défense

Les stratégies de défense sont pensées et pré »parées avant le déclenchement d'une OPA, mais leurs effets ne se manifestent qu'en période d'offre. Elles ne diffèrent des stratégies de prévention que par leur calendrier.

2.1) La modification de la structure financière

« Le moyen le plus évident à la disposition d'une cible pour protéger contre une opa est de procéder à une augmentation de son capital, afin de compliquer la tâche de l'acquéreur. Mais les augmentations de capital sont interdites, sauf exception : elles condamneraient de fait toute offre hostile !.

Certaines modification de la structure financière de la cible sont parfois possibles, et de nature à réduire l'intérêt de l'offre : le versement d'un dividende exceptionnel élevé peut faire disparaître une trésorerie abondante. De même, l'augmentation de l'endettement fait apparaître avant le rachat une partie des synergies ayant justifié le déclenchement de l'offre (fondée sur la réduction des impôts). Cette augmentation de l'endettement contraint de plus la cible à plus d'efficacité (pour faire face au coût de la dette), ce qui réduit encore l'intérêt de l'offre du point de vue de l'acquéreur »²².

L'augmentation de capital est une opération courante de la vie de l'entreprise : elle lui permet d'assurer sa croissance. En période d'opa, elle devient une arme et est donc détournée de son but premier.

Il faut distinguer entre les augmentations de capital réservées et augmentation non réservées. Les augmentations de capital en bourse sont le plus souvent non réservées à des actionnaires désignés, elles font appel public à l'épargne. Une telle opération conduit à élever le coût d'une opa en augmentant le nombre de titres à racheter. A l'inverse, une augmentation peut être réservée à des investisseurs dont l'entrée dans le capital est souhaitée. Il convient préalablement que l'AG des actionnaires renonce à l'attribution des droits préférentiels de souscription. Une augmentation réservée permet de renforcer dans le capital le poids d'un actionnaire choisi.

En période d'OPA, l'augmentation de capital constitue une défense anti-opa dans la mesure où elle dilue le capital et rend donc toute tentative d'offre plus coûteuse.

2.2) L'émission des obligations à bon de souscription d'action (OBSA)

Les OBSA sont des obligations auxquelles sont rattachés un ou plusieurs bons donnant le droit de souscrire à des actions à un prix prédéterminé. Les sociétés anonymes et les sociétés

²¹ Philippe Agnellet, Laurent Geoffray et Jean Claude Viarnaud, « opa et stratégie anti-opa, une approche intermédiaire », 1^{ère} édition, 1989, Paris, p 155.

²² J. Berk et P de Marzo, « finance des entreprises », Paris, 2008, p 919.

en commandité par actions, cotées ou non, peuvent émettre des OBSA. La loi autorise également l'émission d'obligation avec autre société mais uniquement si cette dernière, détient directement ou indirectement plus de la moitié du capital de la société émettrice. Une société filiale peut donc émettre des OBSA de sa mère mais la réciproque est interdite.

L'avantage pour la société émettrice est la possibilité d'émettre un emprunt obligataire tout en pouvant à terme réaliser une ou plusieurs augmentations de capital au fur et à mesure de l'exercice des bons de souscription. D'autre part en réservant l'émission des OBSA et en fixant les modalités de façon à ce que les bons aient une valeur théorique proche de zéro, la société peut placer une part potentielle de son capital entre mains d'investisseurs choisis. L'avantage pour le souscripteur est que le prix d'exercice du bon est sensiblement inférieur à la valeur de l'action à la date d'exercice, ce prix ne pouvant toutefois être inférieur à la valeur nominale des actions souscrites.

Pour que cette technique des OBSA soit une défense anti-opa, nous avons mentionné la nécessité d'avoir des bons avec une valeur proche de zéro. Pour réduire la valeur du bon à l'émission on peut :

- Abaisser la valeur nominale de l'obligation ou son prix d'émission ;
- Augmenter le nombre de bons²³.

2.3) Les clauses extrastatutaires : les pactes d'actionnaires

Les pactes peuvent être signés entre certains actionnaires seulement dans le but d'organiser le pouvoir au sein de la société, et notamment afin d'éviter un changement de contrôle. En pratique, ces pactes prévoient, certaines conditions que les actionnaires signataires doivent respecter dans le cadre de la cession ou du renforcement de leur participation au sein de la société. Ce type d'accord est un moyen dans le cas où le pouvoir est concentré entre les mains d'un petit nombre d'actionnaire de référence de s'assurer qu'aucun d'entre eux ne puisse, à l'insu des autres, obtenir le contrôle de la société en augmentant sa participation, ou transférer le pouvoir à un investisseur, extérieur en cédant ses parts. Les pactes d'actionnaires sont assimilés à des contrats leur rédaction est donc très souple et leur contenu est variable, d'une société à une autre. On retrouve souvent les trois types suivants²⁴:

-Le droit de préemption, par lequel un actionnaire qui reçoit une offre d'achat de la part d'un tiers doit proposer les titres visés en priorité aux membres du pacte ;

-Le pacte de non-agression par lequel les actionnaires s'engagent à ne pas acquérir de nouveaux titres de la société ;

-La convention à apporter à une offre publique où les actionnaires s'engagent à apporter leurs titres à l'indicateur d'une offre publique d'achat, et ce, quelles que soient les surenchères ultérieures.

²³ Philippe Agnellet, Laurent Geoffray et Jean Claude Viarnaud, « opa et stratégie anti-opa, une approche intermédiaire », 1^{ère} édition, 1989, Paris, p 138, 139.

²⁴ Georges Lesgros, « ingénierie financière : fusion acquisition et autres restructuration des capitaux », p 46.

2.4) Le conseil d'administration

Il joue un rôle important dans les entreprises. Fama (1980) lui attribue la mission de contrôler les principaux dirigeants. Théoriquement, il doit s'assurer que les décisions prises par ces derniers servent les intérêts des actionnaires. Notons toutefois que le rôle disciplinaire du conseil d'administration peut être limité, surtout si le nombre d'administrateurs sous l'autorité de la haute direction est élevé. C'est souvent le cas lorsque les administrateurs internes (c'est-à-dire les administrateurs qui sont au service de l'entreprise ou qui sont d'anciens employés retraités) sont dominants. Weisbach (1988) soutient en effet que plus la proportion des administrateurs externes siégeant au conseil d'administration est élevée, plus la convergence entre les intérêts des administrateurs et ceux des actionnaires augmente. La probabilité de renvoi d'un directeur général suite à une mauvaise performance est significativement plus élevée dans ce cas que dans le cas où les administrateurs externes sont minoritaires. D'après Charreaux et Pitol-Bel in (1990), « la plupart des propositions émanent du président du conseil d'administration. Les propositions des autres administrateurs n'interviennent en moyenne que dans 30% des cas, ce qui confirme le rôle prépondérant du président dans la composition et dans le fonctionnement du conseil ». Alors, si le directeur général cumule se poste avec celui de président du conseil d'administration, on peut craindre que même les administrateurs externes ne soient pas à l'abri de son influence. Le Directeur général peut en effet s'entourer de personnes dociles et passives qui serviront mieux ses propres intérêts que ceux des actionnaires (Mace, 1986). Notons toutefois que les administrateurs externes ont plusieurs raisons de faire preuve d'une certaine indépendance vis-à-vis de la direction. Premièrement, ils peuvent être tenus responsables des dommages causés par le défaut d'accomplissement de leur tâche, étant donné les obligations légales qu'ils ont envers les actionnaires. Deuxièmement, préoccupés par leur valeur sur le marché des administrateurs, ils n'ont pas intérêt à être soupçonnés de collusion avec la direction. Ils tentent donc de préserver une réputation d'administrateurs compétents et non complaisants. Rosenstein et Wyatt (1990) trouve que l'ajout d'un administrateur externe au conseil d'administration accroît la valeur de la firme.

3. Les armes de dernier recours

Les armes de dernier recours sont utilisables après le déclenchement d'une offre si la société cible ne possède pas encore de défense anti-OPA ou si ces dernières se révèlent inefficaces.

3.1) Le chevalier blanc

« Face à une offre hostile, la cible cherche une troisième entreprise, considérée comme une « amie », à qui elle préfère se vendre.

Cette troisième entreprise suivant la cible des griffes de l'acquéreur est appelée le chevalier blanc. Ce dernier, pour l'emporter, fera une offre plus avantageuse aux actionnaires de la cible que celle formulée par l'acquéreur hostile »²⁵ .

Le chevalier blanc surenchérit généralement sur l'offre du premier initiateur, ce qui présente toujours un intérêt pour l'actionnaire. Cependant, cette technique révèle un constat d'échec pour le management. De plus, dans bien des cas, le chevalier blanc après l'opa adopte la même attitude que le chevalier noir : restructuration, changement de direction, réorientation stratégique, refonte de l'emploi des lactifs,...un chevalier blanc devient de plus en plus gris au fur et à mesure qu'il travaille avec la nouvelle société.

Le chevalier blanc est un mythe. L'investisseur devenu actionnaire qui a investi des sommes parfois considérables va valoir récupérer au plus vite le « pay pack » (rembourser) d'un tel investissement. Mais ce mythe du chevalier blanc secourront une firme sauvagement agressée est très important. Beaucoup de société hésitent à lancer une offre la premier et préfèrent attendre d'être plus au moins ouvertement sollicitées.

3.2) Les protections commerciales

« Une société peut chercher à se préserver d'une tentative de prise de contrôle par le biais de ses relations commerciales, avec ses clients ou ses fournisseurs. Si elle a conclu avec ses partenaires des accords prévoyant des conditions préférentielles d'achat ou de vente ou l'exclusivité de certains produits, elle prévoit alors la résiliation automatique de ces contrats en cas d'opa.

Ainsi, une société qui bénéficie de la part d'un de ses fournisseurs de certaines conditions avantageuses notamment en termes de prix, s'accorde avec lui pour les rendre caduques en cas de changement de contrôle. Du fait de l'augmentation des charges d'achat qu'en résultera le nouvel acquéreur supportera une diminution de son résultat. Cependant, dans la mesure où un fournisseur doit s'assurer des débouchés, une telle arme n'a de réelle efficacité qu'à très court terme. En effet, il n'appartient qu'au nouveau propriétaire de renégocier rapidement des conditions privilégiées avec ce fournisseur ou avec un autre.

Dans le cadre d'un accord d'exclusivité, les conséquences peuvent en revanche compromettre la survie même de la société. En effet, si l'exclusivité est subordonnée au maintien de la direction en place, tout nouveau dirigeant sera confronté à un problème de débouchés ou d'approvisionnement selon que l'accord concernait un client ou un fournisseur. La survie est mono-client ou mono-fournisseur. La survie de la société est d'autant plus menacée que la société qui perd par exemple l'exclusivité de distribuer une marque sur un pays peut aller tout droit à la faillite. Il est possible que le fournisseur décide de ne pas renouer des liens d'exclusivité avec le nouveau propriétaire sans le mettre en compétition, ou bien même décidé d'élargir le nombre de ses clients.

²⁵ Jonathan Berk et Peter Demarzo, « finance d'entreprise », Paris, 2008, p 918.

Toutefois, on peut l'interroger sur la validité d'une telle clause insérer dans un contrat d'exclusivité d'une condition destinée à protéger les dirigeants mais susceptible de mener la société à la faillite ne constitue-t-elle pas une clause abusive ? »²⁶.

3.2) Poisons pills

« Ce sont des titres qui confèrent aux détenteurs des droits spécifiques si l'entreprise émettrice fait l'objet d'une prise de contrôle. Habituellement, la poison pills est établie en émettant un dividende spécial sous la forme du droit d'acheter des actions supplémentaires de la firme émettrice. Ce droit est attaché à l'action ordinaire jusqu'à ce qu'un événement déclencheur se produise tel qu'une offre hostile. Lorsqu'un tel événement survient, le droit se détache et peut être exercé à un prix plus faible par les actionnaires autre que l'offre. Dans la plus part des pilules empoisonnées, les détenteurs peuvent acheter des parts de l'entreprise cible à un prix faible si l'offreur acquiert le contrôle de l'entreprise émettrice »²⁷.

Les conséquences financières de ces pilules sont évidentes : une entreprise peu efficiente, ayant de bonnes raisons de craindre une offre hostile, évitera celle-ci si elle dispose d'une pilule empoisonnée efficace. Au final, les actionnaires de cette entreprise n'auront donc pas la possibilité de vendre leurs actions avec une prime ou de bénéficier d'une amélioration de la gestion de l'entreprise. Une entreprise disposant d'une pilule empoisonnée rend donc plus difficile, voire impossible, le remplacement de ses dirigeants, même s'ils soient incompetents. La contrainte exercée sur les dirigeants par le « marché du contrôle des entreprises » est ainsi réduite.

Par conséquent, il est normal que le cours des actions d'une entreprise créant une poisonnée baisse et que une fois la pilule empoisonnée adoptée ces entreprises affichent une performance inférieur à la moyenne, ce qu'attestent différentes études.

Les pilules empoisonnées peuvent tout de même avoir un effet positifs (sinon les actionnaires ne les accepteraient jamais) : elles augmentent le pouvoir de négociation de la cible dans le cadre d'une offre amicale : l'acquéreur Potentiel sait qu'il doit réussir sa négociation, car l'alternative d'une offre hostile est très coûteuse du fait de la pilule. Ce pouvoir de négociation accru peut permettre aux actionnaires de la cible de bénéficier d'une prime plus élevée, ce qu'attestent de nombreuses études »²⁸.

3.4) Les défenses « pacman »

Partant du principe que la meilleure défense est l'attaque « la riposte consiste dans ce cas à lancer une opération contre l'initiateur de la première OPA. Pour illustrer cette tactique de défense, prenons l'exemple d'une société alpha 1 qui lance une opa contre la société alpha 2.

²⁶ Arnaud Perrier et Raphaëlle SCACCHI, « les stratégies anti-opa », éd, economica, Paris, 1995, p 94.

²⁷ Patrick Sentis, « introduction en bourse: une approche internationale», éd. Economica, Paris, 2003, p 36.

²⁸ Jonathan Berk et Peter Demarzo, « finance d'entreprise », Paris, 2008, p 918.

CHAPITRE2: LA GOUVERNANCE DESENTREPRISES FAMILLIALE ET LES STRATEGIES ANTI-OPA

L'attaque de l'attaquant consiste pour la société alpha 2 à lancer elle-même une opa contre alpha 1»²⁹ .

Cette stratégie de défense revient à laisser les acteurs du marché financier décider quelle est l'équipe dirigeante la plus compétente pour diriger le nouvel ensemble. Et peut présenter néanmoins le risque de voir un troisième acteur intervenir en proposant une offre sur l'ensemble des protagonistes.

²⁹ Oliver Meier et Guillaume Schier, « Fusions acquisitions », 1ère édition, Paris, 2003, p 140.

Conclusion

Ce chapitre nous a permet de comprendre que :

La gouvernance d'entreprise est devenue comme un ensemble de système de contrôle dans le but de résoudre les conflits d'intérêt entre propriétaire (principal) et manager (agent).elle est considérée comme un moyen de protection, c'est- à -dire protéger les investissements des actionnaires. Elle vise à renforcer la confiance entre les managers et les propriétaires.

Cependant, chaque type d'entreprise a sa propre gouvernance et parmi ces entreprises, il y a l'entreprise familiale dont le système de gouvernance présente des caractéristiques bien distinctes, car en plus d'aide la famille a atteindre les objectifs soulignés, il y a également le souci de l'organisation et harmonie de la famille comme enjeu. Ainsi, les responsabilités des tâches de gouvernance non familiale sont partagées entre les actionnaires, le conseil d'administration et la direction. Par contre au sein d'une entreprise familiale les tâches sont confondues.

Par ailleurs Les stratégies anti-opa est un système de contrôle mis en place par les entreprises en vue de limiter le risque d'une offre hostile. Généralement, on distingue entre les stratégies de prévention (société holding, SCA et noyaux durs,etc)qui se misent en œuvre avant le déclenchement d'une offre éventuelle, et les stratégies de défense(augmentation de capital, les pactes d'actionnaires et l'émission d'OBSA, etc.)qu'elles s'agissent des armes anti-opa et s'appliquent avant le déclenchement d'une offre mais leurs effet ne se manifeste qu'en période d'offre.

Les armes de dernière recours servent aux sociétés qui ne disposant d'aucune stratégies de protection ou ayant mal anticipé les menaces d'opa.

Malgré cette différence du calendrier d'application c'est deux stratégies (prévention et défense) et les armes de dernier recours mais, elles ont toutes un objectif unique qui est la protection de l'entreprise.

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

Introduction

En Algérie, le phénomène d'introduction en bourse est inexistant. La source de financement la plus utilisée pour les entreprises est le financement par endettement (banque) jusqu'aux années 90. Afin de s'arrimer au train de l'économie mondiale et de se mettre à niveaux des exigences internationales, l'Algérie a engagé les réformes économiques indispensable à cette nouvelle orientation. Cette mutation conduit à entreprendre un large programme de mesures afin d'accélérer la transition vers une économie de marché et recevoir ainsi le poids et le rôle du secteur publique dans sa dimension économique. Ce programme inclut la réforme structurelle du secteur financier, la restructuration des grandes entreprises publiques, l'instauration d'un cadre juridique pour la privatisation mais également la mise en place d'un marché financier.

L'assemblée générales extraordinaire du 28 juillet 2015, a autorisé l'ouverture de son capital à l'offre publique en offrant à la vente 5 104 375 actions, représentant 20% du capital, au prix de cession 1 225 DA l'action.

La bourse peut offrir de sérieuses perspectives pour les entreprises en expansion tel que le groupe BIOPHARM désireuse de s'imposer sur le marché, de ce fait l'introduction n bourse obéit à une ambition du programme de développement en produits pharmaceutiques. Elle peut constituer un site intéressant pour le développement de la notoriété du groupe sur l'échelle national et international et réaliser des alliances avec des partenaires de grande compétence, pour améliorer le savoir-faire de ses travailleurs.

A cet effet, la bourse d'Alger a été instituée en 1993 par le décret législatif N°93-10 relatif à la bourse de valeur mobilière, a démarrée son activité en 1998 par l'introduction des entreprises publiques.

Depuis sa création à nos jours, la bourse d'Alger n'a que cinq titres cotés ce que donne une capitalisation boursière insignifiante et reste parmi les petites places financières du monde.

Dans ce chapitre, on va commencer dans une premières section par la présentation de la bourse d'Alger (organisation, structure de marché...).la deuxième et la troisième section seront consacrées à l'entreprise objet de notre étude de cas, BIOPHARM SPA, tout au long de ces sections, nous allons tout d'abord, présenter l'entreprise biopharm spa à travers son activité, son historique....ensuite on passera à l'étude de son processus d'introduction en bourse.

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

Section1 : Présentation de la bourse d'Alger :

1 : la société de gestion de la bourse des valeurs :

L'idée de la création d'une bourse en Algérie a émigré en 1991 dans le cadre des réformes économiques lancée depuis 1988 .constitue sous forme de sociétés de valeurs mobiliers en 1990, devenue en 1992 bourse des valeurs mobiliers. La bourse d'Alger est mise en place en décembre 1993 par décret législatif n°93/10 du 23/05/1993 mais n'est constituée officiellement que le 25/05/1997 et n'a pu exercer qu'à partir 1998 en raison de l'absence d'un cadre réglementaire adapté à l'économie de marche.

La SGBV est appelée à doter l'économie Algérienne d'une bourse qui reflète non seulement sa dimension nationale et internationale, mais aussi d'attirer les capitaux étrangers. Après une vingtaine d'années d'activités cinq titres cotés uniquement, et sa capitalisation boursière ne dépasse pas les 45 milliards de dinars (près de 515 millions de dollars)

Depuis sa création le 25/05/1997 la SGBV a mis en place les moyenne humaines, matérielles et techniques nécessaire à la transaction afin de :

- Permettre l'ouverture de capital social des entreprises publique ou privées ;
- Assurer un financement direct de l'investissement par l'épargne.

1.2. Organisation: La bourse d'Alger est organisée comme suit :

Schéma organisationnelle de la société de gestion des valeurs mobilières :

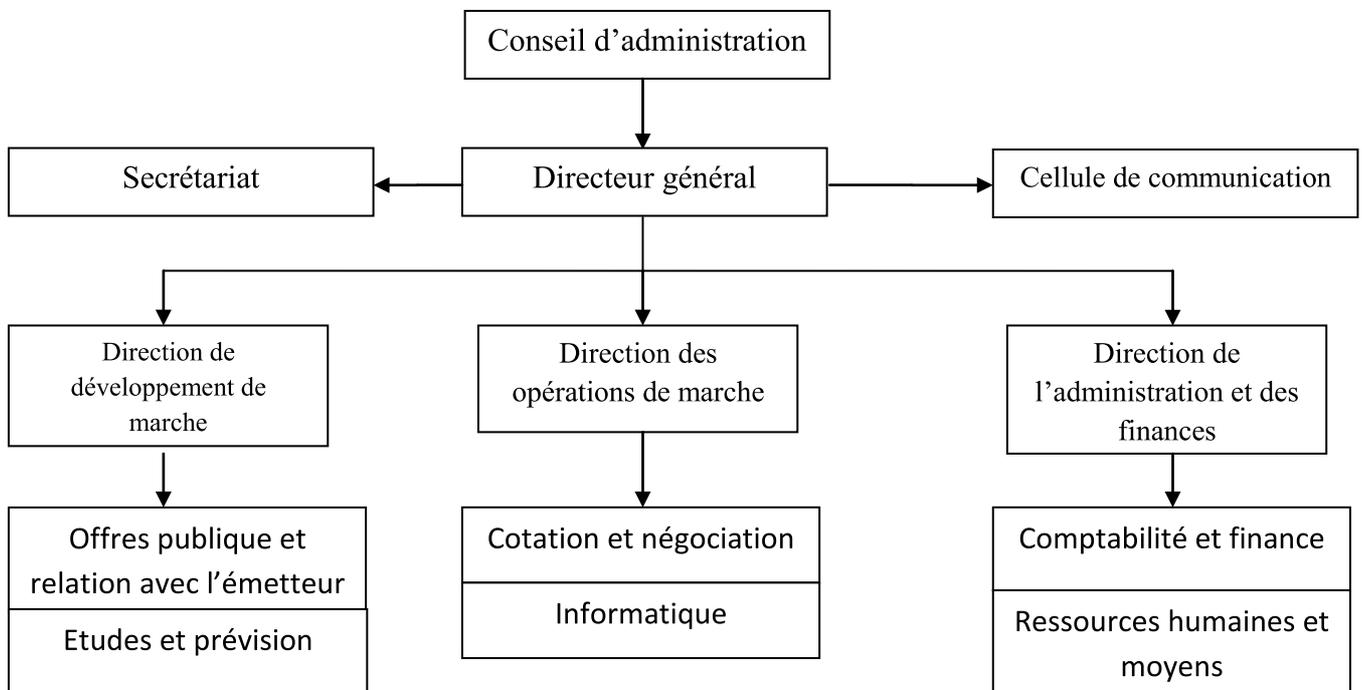


Figure1 : organigramme de SGBV

Source : SGBV

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

2. Commission d'organisation et de surveillance des opérations en bourse.

La bourse est une marche réglementée organisé et contrôlé. En Algérie la COSOB constitue l'autorité de tutelle et de contrôle du marché des valeurs mobilières.

« La COSOB a été institué par le décret l'legislatif n°93/10 du 23/05/1993, modifier et complète, relatif a la bourse des valeurs mobilières. La COSOB est autorité de régulation indépendante doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière.»¹

2.1.Missions :

La COSOB a pour mission d'organiser et de surveiller le marché des valeurs mobilières en veillant notamment :

- La transparence de marche de valeurs mobilières ;
- Les règles professionnelle applicables aux IOB, aux organisme de placement collectif en valeurs mobiliers (OPCVM), aux teneurs de comptes conservateurs de titre(TCC) ;
- Les obligations d'informations par les émetteurs lors d'émission de valeurs mobilières par appel publique à l'épargne, d'admission en bourse ou d'offre publique ;
- La gestion de portefeuille de valeurs mobilières.

2.2.Pouvoir :

Pour exercer ses missions, la COSOB est dotée des pouvoirs suivants :

-Edicter des règlements et des instructions :

La commission régule le fonctionnement du marché des valeurs mobilières en édictant des règlements concernant notamment :

- Les règles relatives à la gestion de système de règlement ;
- Livraison de titres ;
- Les conditions de négociations et de compensation des valeurs mobilières inscrites en bourse.

-Octroyer des visas, des agréments et des habilitations :

La COSOB veille à la protection des investisseurs par la délivrance de visa sur les notices d'information établies par tout organisme qui fait appel publique à l'épargne a l'occasion d'une émission de valeur mobilière, d'une introduction en bourse ou a l'occasion d'opérations d'offres publiques .

Le visa de la commission ne comporte pas d'appréciation sur la qualité de coopération envisagé par l'émetteur.

¹ Rapport annuel 2016 de la COSOB , p8

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

Il signifie que l'information est pertinente, complète et suffisante pour permettre à l'investisseur de prendre sa décision de souscrire ou d'acquérir des valeurs mobilières, en connaissance de cause.

La COSOB agréée les intermédiaires en opérations de bourse, en s'assurant qu'il présente des garanties suffisantes notamment en ce qui concerne la composition et le montant de leur capital social, leur organisation, leurs moyens technique et financières, les garanties et les cautions à présenter, l'honorabilité et l'expérience de leurs dirigeants et leurs agents ainsi que la sécurité des opérateurs de leurs clientèles.

-Surveiller, contrôler et enquêter :

La surveillance de marché a pour objectif principale d'assurer l'intégrité et de la sécurité du marché des valeurs mobilières.

3.Le dépositaire central des titres :

Le marché boursier est un marché de valeurs mobilières (action et obligation) et de produit composé ou dérivés. Pour en faciliter la circulation, ces valeurs sont plus en plus dématérialisées et un organisme généralement public en assure la gestion et la détention. Cet organisme est appelé dépositaire central, ce dernier est un organisme ou sont comptabilisés les titres, valeurs mobilières ou titre de créance négociable, détenus, en propre ou au nom de leur clients, par les intermédiaire financière que sont les banques et les courtiers.

Le dépositaire central des titres en Algérie, sous le nom Algérie clearing, a été institué par le décret législatif n°93/10 du 23/05/1993, modifier et complète le 09/02/2003 par la loi n°03/04 du 17/02/2003 , relatif à la bourse des valeurs mobilière. Son activité est placée sous la supervision de la COSOB.

3.1 Les fonctions de dépositaire

- Il ouvre et administre des comptes courant titres pour les teneurs de compte « conservateur adhérents ». Il centralise ainsi la conservation des titres et facilite leur transmission entre les intermédiaire financières en opérant des virements de compte à compte ;
- Il met en œuvre les opérations sur titre décidées par les sociétés émettrices (paiement des dividendes augmentation de capital ...) ;
- Il codifie les titres admis à ces opérations, selon la norme internationale ;
- Il publie des informations relatives au marché.

La mise en place d'un dépositaire centrale des titres permet :

-Une meilleurs circulation des titres et une réduction des resèques de pertes, de vols ou de destruction des certificats physique utiliser traditionnellement ;

-La réduction des couts pour l'entreprise dans le cadre d'une émission notamment obligatoire en particulier ceux lies a l'impression des certificats de titres ;

-La simultanéité des opérations de règlement/livraison ses adhérents sont principalement :

Les banques et les établissements financière ;

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

Les intermédiaires en opération de bourse (IOB);

Les spécialistes en valeurs du trésor (SVT);

Les personnes morales émettrices des titres ;

Les dépositaires centraux étrangers de titres.

Algérie clearing est rémunéré par :

Une commission de gestion : établie sur le nombre de valeur des titres figurent aux compte ouverts au nom des adhérents ;

Une commission de mouvement : presque sur chaque écriture comptable de crédit ou de débit portées aux comptes des adhérents

4.Fonds de garantie :

Le fonctionnement et la réussite de toute instruction financière repose sur la confiance que les agents économique ont en elle. A cet effet, si les investisseurs ne se sentent pas prémuni du risque de défaillance, il ne se lancera pas dans l'affaire. C'est en ce sens que les fonds de garantie a été créé .il a pour mission l'indemnisation des investisseur en cas de défaillance d'un intermédiaire et vise à protéger les investisseur contre les risque non commerciaux, en l'occurrence l'incapacité d'un intermédiaire à restituer des titres ou des fonds a son client. Ce mécanisme concoure ainsi a renforcer la confiance des investisseur envers le marché boursier.

En Algérie l'article 64 du décret législatif n°11/93 du 23/05/1993 relatif a la bourse des valeurs mobilières, a prévu la constitution d'un fonds de garantie des engagements des intermédiaires en bourse à l'égard de leurs clients

Le fond est alimenté par les contributions obligatoire des intermédiaire en opération de bourse et du produit des amendes prévu par l'article 55, en cas de manquement aux obligation professionnelle et déontologiques des intermédiaires en opération de bourse, ainsi que toute infraction aux disposition législatives et réglementaires qui sont applicable.

5.Les intermédiaires en bourse :

Les intermédiaires en opération de bourse sont des personnes physiques ou morales (établissement de crédit ou une entreprise d'investissement), agréées par la commission des opérations de bourse et elles sont spécialisées dans le commerce des valeurs mobilières. Un intermédiaire peut collecter et transmettre les ordres des clients, les exécuter, gérer des portefeuilles, et le placement de titres.

Le décret législatif n°93/10, du 23/05/1993modifier et complété par la loi n°03/04 du 17/02/2003 relatif à la bourse des valeurs mobilières a défini le statu des intermédiaires en opération de bourse auxquels il a confié le monopole de la négociation des valeurs mobilière en bourse.

L'activité d'IOB peut être exercée après agrément de la COSOB par les sociétés commerciales constituée à titre principale pour cet objet, les banques et les établissements financiers. A cet effet, la loi stipule que : « les IOB doivent présenter des garanties suffisantes notamment en ce qui concerne la composition et le montant de leur capitale, leur organisation,

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

leurs moyens techniques et financières , les garanties et cautions à présenter l'honorabilité et l'expérience de leurs dirigeants et leurs agents ainsi que la sécurité des opération de leur clientèle » .

Sans les limites fixées par la COSOB, les IOB sont chargés notamment de :

- Placement des valeurs mobilières ou de produit financière pour le compte d'un émetteur ;
- Négociation sur le marcher pour le compte de ses clients ;
- Gestion en vertu d'un mondât, d'un portefeuille de titre ;
- Activité de contrepartie ;

Toutefois, la COSOB peut limiter l'agrément délivre à un IOB à une partie des activités citées ci-dessus, ainsi on distingue deux catégorie d'IOB :

5.1.Les IOB en plaine activité :

En plus d'être négociateur sur les valeurs mobilières admises en bourse, l'IOB de pleine activité exerce une ou plusieurs de ces activités :

- Réalise pour son propre compte des opérations sur les valeurs mobilière pour régulier le marché ou assurer la liquidité d'un titre ;
- Gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières pour le compte d'un client en vertu d'un mandat ;
- Placer des valeurs mobilières pour le compte d'un émetteur faisant appel public a l'épargne (cas d'émission) ;
- Faire du démarchage pour le souscripteur de valeurs mobilières en utilisant des moyens de communication pour rechercher des clients potentiels.

5.2.Les IOB à activité limitée :

C'est l'IOB qui se limite aux négociations de valeurs mobilières ; c'est-à-dire a l'exécution des ordres d'achat et de vente sans se porter contrepartie ni offrir des services de gestion de portefeuille déplacement ou de démarchage.

6.Structure de marché :

La bourse d'Alger est composée de deux compartiments

6.1) Le compartiment des valeurs mobilières :

Dans ce compartiment se négocient les titres de capitale et les titres de créance

6.1.1) Compartiment des actions

Le marché des actions à la bourse d'Alger compte actuellement cinq sociétés cotées : EGH ELAURASSI, groupe SAIDAL, ALLIANCE ASSURANCES, NCA-ROUIBA et BIOPHARM.

6.1.2.) Compartiment des obligations :

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

« Hormis le fait que deux émetteurs, ayant déjà émis par le passé des emprunts obligataire, qui ont présenté aux services de la COSOB des dossiers préliminaire, qui ont été traités et examinés par la commission puis notifiés aux concernés et qui n'ont pas le visa de la commission dans le mesure ou ces derniers n'ont pas finalisé et formalisé les préalables nécessaire a l'octroi du visa.

Au 31 décembre 2016, aucune obligation n'est cotée a la bourse d'alger.la seule obligation qui a était cotée en 2015 en l'occurrence l'obligation DAHLI SPA, est arrivée à son terme le 11/01/2016 concernant les obligations non cotée, deux emprunt obligataire institutionnels sont en cours : l'emprunt SONELGAZ, dont l'échéance est fixée à2017 ; et l'emprunt fonds national d'investissement (FNI) dont l'échéance est prévue en 2024» .

6.2)L'obligation assimilable de trésor (OAT) :

Au 31/12/2016, 26 lignes d'OAT sont cotées en bourse, Représentant plus de 416 milliards de dinars.

7. Le fonctionnement de la bourse d'Alger

7.1)La cotation à la bourse d'Alger

La méthode de cotation retenue par la bourse d'Alger est la cotation au fixing électronique ce qui permet d'établir un cours quotidien en confrontant pendant une durée déterminée les ordre d'achat et de vente pour arrêter un cours d'équilibre, la confrontation des ordre est faite par outil informatique.

Les séances se tiennent deux fois par semaine Lundi et Mercredi. La séance début à 09h30du matin et prend fin avant midi, elle se déroule selon les phases suivantes :

9h20 : appel électronique des IOB

9H30 : ouverture de la séance

10h45 : saisie des ordres par les agents négociateurs sur la situation de négociation

10h30 : impression des registres saisis pour vérification

10h40 : traitement des ordres saisis

10h50 : traitement des blocs, déclaration et enregistrement des transactions de bloc

11h05 : affichage et édition des résultats

11h15 : clôture de la séance.

7.2)Les ordres de bourses

La SGBV accepte deux types de cours,à savoir :

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

- ordre a« courts limités»
 - ordre au« mieux»
- Ainsi, la SGBV accepte quatre types de durée de validité :
- ordre «de jour» ;
 - Ordre «à révocation» ;
 - ordre« à durée limitée» ;
 - Ordre «à exécution ».

7.3) Modalités et étapes de routage des ordres

Le routage des ordres consiste au traitement des instructions données par la clientèle sous forme d'ordre d'achat et de vente écrites à charge de l'IOB d'exécuter en bourse ces instructions.

Aussi, l'acheminement d'un ordre fait intervenir l'agence, le TCC ,et l'IOB.il est à signaler que avant 2004, les donneurs d'ordres passaient par l'agence qui se chargeait de remettre l'ordre directement à l'IOB , mais à partir de 2004,l'intervention de TCC est devenu un passage obligé, et ce ,dans le cadre des opérations de dématérialisation imposée par la réglementation(aucun ordre ne sera exécuté s'il n'y pas au préalable l'opération d'inscription des titres à négocier en compte titre).

7.4)Le règlement des transactions

Le marché boursier est un marché au comptant. Cela signifie que l'acheteur doit verser immédiatement les sommes correspondant à l'ordre d'achat qu'il a passé et le vendeur doit déposer les titres correspondant à l'ordre de vente qu'Il a transmis.

L'intermédiaire en opération de bourse doit s'assurer que le donneur d'ordre dispose des titres ou des fonds pour la couverture de l'opération qu'il veut effectuer. Le règlement général ne retient pas les ordres à découvert ou avec prêt de titres.

Le transfert de propriété des titres a lieu dès que a été exécuté. Le règlement espèce et la livraison et la livraison des titres devront s'effectuer simultanément selon le délai de règlement/livraison défini par la COSOB à savoir trois jours après la négociation.

Le dénouement des opérations de négociation s'effectue par le biais du système du dépositaire central des titres avec échange simultané des titres et espèce qui se fait sur la base position de chaque TCC chargé de régler pour le compte des clients donneurs d'ordre.

Concernant le volet titre, le transfert de propriété s'effectue par le biais d'écriture à passer au niveau du système de dépositaire central des titres sur les comptes des intermédiaires d'une et des teneurs de comptes d'autres part. Algérie clearing procède sur la base des transactions réalisées et confirmées entre le donneurs d'ordre et le TCC au débit ou au crédit des comptes des teneurs de comptes selon qu'il s'agit d'achat ou de vente en contrepartie des écritures a passer sur le compte émission de la société émettrice concernée(le registre des actionnaires de

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

la société est remplacé par un compte global appelé compte d'émission et mouvementé au fur et à mesure des transferts des propriété effectué après chaque transactions).

Pour le volet espèce, Algérie Clearing reçoit de chaque banque assurant la tenue de compte conservation titres un fax de blocage de provision à hauteur du montant total des transactions à dénouer qu'elle répercute sur les services de la Banque d'Alger et ordonne en même temps le débit du compte de la banque du livreur et le crédit de la banque du livré.

L'acquisition et /ou la vente de titres via la bourse peut être schématisé comme suit :

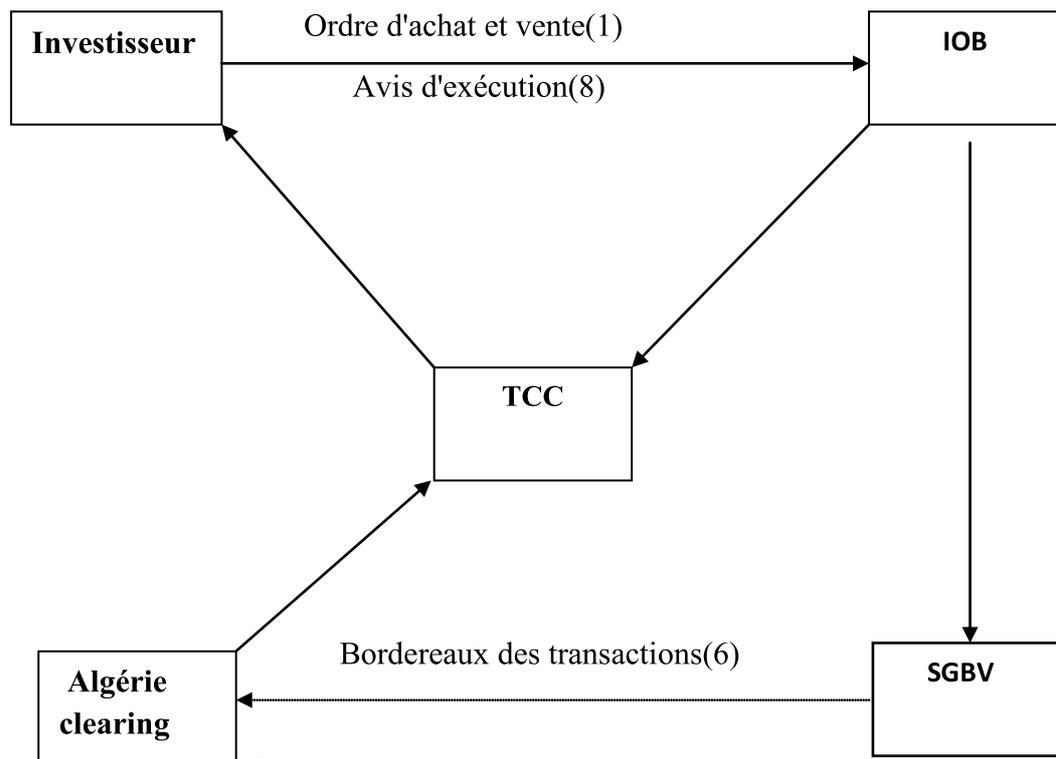


Figure2 : déroulement de l'opération achat/vente de titre.

7.5) Condition d'introduction à la bourse d'Alger

a. Marché principal

Toute société qui envisage d'effectuer l'une des opérations d'appel publique à l'épargne doit vérifier les conditions suivantes :

- comme condition principale d'admission à la cote, la société doit être organisée sous forme de société par action(SPA) ;
- avoir un capital libéré d'une valeur minimale de 100 000 00 DA ;
- publier des états financiers certifiés des trois exercices précédant celui au cours duquel la demande la demande d'admission est présente ;

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

- présenter un rapport d'évaluation de ses actifs effectué par un membre de l'ordre des experts comptables autres que le commissaire aux comptes de la société, ou par tout autre expert dont l'évaluation est reconnue par la mission, sauf membre de cette dernière ;
- avoir réalisé des bénéfices durant l'exercice précédant sa demande d'admission, sauf dérogation de la commission ;
- la société doit tenir la commission informée des cessions ou abandons d'éléments d'actifs intervenus avant son introduction,
- Justifier l'existence d'une structure d'audit interne devant faire l'objet d'une appréciation du commissaire aux comptes dans son rapport sur le contrôle interne de la société. Dans le cas contraire, la société doit s'engager à mettre en place cette structure au cours de l'exercice qui suit l'admission de ses titres en bourse ;
- Assurer la prise en charge des opérations de transfert de titres ;
- Régler les conflits majeurs entre actionnaires et entreprises ;
- S'engager à respecter les conditions de divulgation d'information.

b. Marché des obligations

- l'encours des titres de créance pour lesquels l'admission aux négociations en bourse est demandée doit être égal à 500 000 000 DA, le jour de l'introduction.

c. Marché PME

- la société doit procéder à une ouverture de son capital social à un niveau minimal de 10%, au plus tard le jour de l'introduction.
- les titres de capital de la société diffusés dans le public doivent être répartis auprès d'un nombre minimal de 50 actionnaires ou 03 investisseurs institutionnels, au plus tard le jour d'introduction.

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

Section2 : présentation de l'entreprise biopharm.

BIOPHARM est un groupe industriel et commercial qui a investi dans le secteur pharmaceutique au début des années 1990 à la faveur de l'ouverture de ce secteur à l'investissement privé. Aujourd'hui, elle contrôle cinq filiales. outre l'activité industrielle développée par la société mère, BIOPHARM SPA ,le groupe développe des activités d'importation et de distribution de gros(BIOPHARM DISTRIBUTION),de répartition aux officines(BIOPURE),de l'industrie pharmaceutique(BIOPHARM LOGISTIC) et de promotion et d'information médicale(HHI : HumanHealth Information).

1. Fiche signalétique

- Raison social : BIOPHARM SPA
- Date de création : début des années 1990
- Registre de commerce : n°098B0004216 /00/16 en date du 13/08/2015
- Président de conseil d'administration : Madjid KERRAR
- Directeur général : Abedlouahed KERRAR
- Statut juridique : SPA
- Objet : production et commercialisation des produits pharmaceutiques
- Adresse : 18 rue de la zone industrielle route de la gare HAOUCHE Mahieddine
- Capital social : 5 1043 75000 dinars
- Nombre d'effectif : 1700

2. Historique

BIOPHARM a débuté ses activités début des années 1990.le développement de groupes s'est fait en plusieurs étapes comme le montre la chronologie sommaire suivante :

1990 : les études de faisabilité et d'ingénierie sur la production de médicament générique sont complétées et les premières versions de plans d'affaire de BIOPHARM sont développées.

1991 : BIOPHARM est agréé par le conseil de monnaie et du crédit pour la production et la commercialisation des produits pharmaceutiques en Algérie.

1995 : BIOPHARM ouvre son premier centre de distribution de produit pharmaceutique à Blida, et participe ainsi à l'amélioration de la disponibilité des médicaments sur le marché Algérie

1997 : BIOPHARM ouvre un centre de distribution à Oran.

1999 : BIOPHARM ouvre un centre de distribution à Sétif.

2002 : BIOPHARM ouvre une nouvelle plateforme de distribution à Dar El Beida.

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

2003 : BIOPHARM crée une société spécialisée dans la promotion et l'information médicale dénommée Human Health qui assure la promotion des produits de BIOPHARM ainsi que celle des produits de ses partenaires.

2005 :BIOPHARM inaugure son unité de production située dans la zone industrielle d'Oued-Smar à Alger, d'une capacité de 50 millions d'unités de vente par an. Cette unité conçue aux normes internationales de production pharmaceutique permet à BIOPHARM de fabriquer différentes formes galéniques (sèches, liquide et pâteuse) de sa gamme propre ou dans le cadre avec ses partenaires.

2006 : BIOPHARM lance une société de répartition aux officines dénommée BIOPURE implantée à Blida, avec un objectif de développer un réseau de distribution aux officines couvrant le territoire Algérien.

2013 : BIOPHARM ouvre son capital à hauteur de 49% à un consortium d'investisseurs internationaux (ADP Entreprise WLL).

2014 : BIOPHARM entame le processus d'introduction en bourse.

2015 : BIOPHARM est le premier fabricant de conformité aux bonnes pratiques de fabrication d'une nouvelle ligne de production délivrée par l'Agence Française Nationale de sécurité des Médicaments et des produits de santé(ANSM).

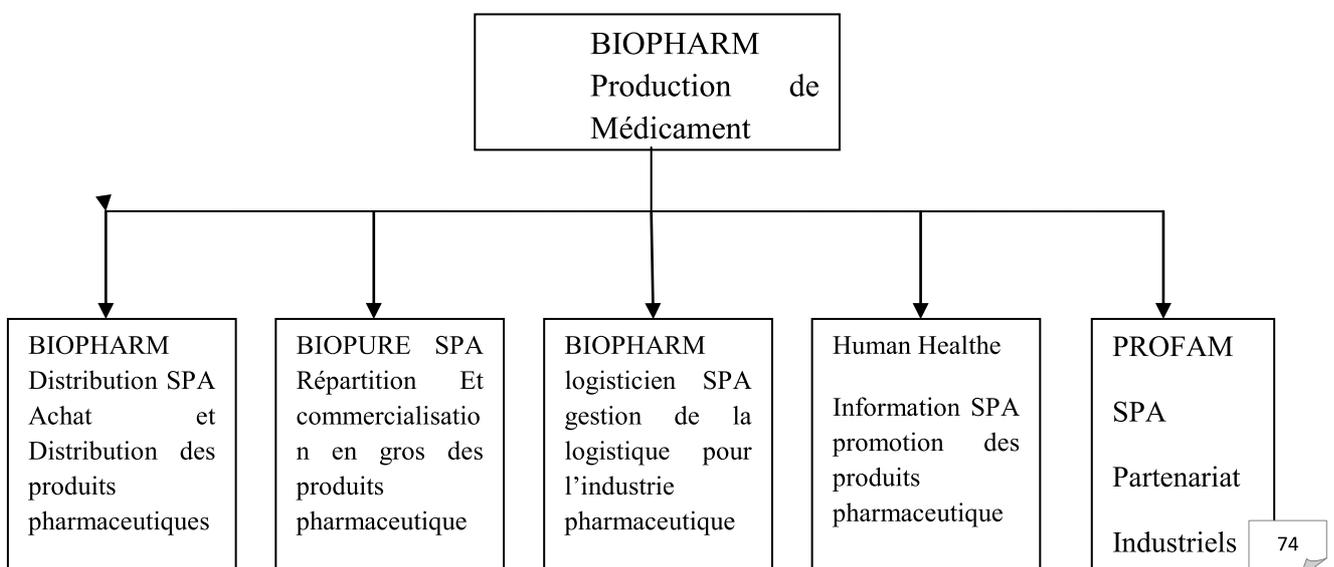
2016 : ouverture de capital du groupe Biopharm.

3.structure

BIOPHARM a développé une organisation autour de ses différents métiers et comprenant les fonctions opérationnelles ainsi que les fonctions de support nécessaire à la conduite et au développement de ses activités .elle dispose, en outre d'un système d'assurance qualité et d'audite en charge d'assister les différentes structures en terme

La structure juridique de groupe biopharm se présente comme suit:

Figure 4 : structure juridique de groupe biopharm



CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

Source : notice d'information biopharm , p24.

5. La clientèle:

-BIOPHARM SPA, elle a comme premier client la filiale du groupe en charge de la répartition aux officines, BIOPUR, qui propose à plus de 3000 clients pharmaciens plus de 4000 produits.

-BIOPUR couvre l'ensemble du territoire Algérien grâce à ses centres de répartition situés à Blida, Tizi-Ouzou, Ouargla et Constantine.

-L'entreprise exporte depuis 2011 une quinzaine de ses produits vers le marché africain (Mauritanie, Mali et Niger).l'agrément en 2015 de l'unité de production par l'Agence Nationale Française de Sécurité du Médicament(ANSM), ouvre, à terme, des possibilités d'exportation vers le marché européen.

6. La gouvernance

Les actionnaires, le conseil d'administration et la direction du groupe biopharm estiment qu'une saine gouvernance d'entreprise constitue un facteur central d'efficacité dans l'exploitation de la réussite de la société. Afin de veiller à ce que les pratiques de gouvernance en usage soient constamment appropriées et à jour, le conseil d'administration et la direction examinent régulièrement les pratiques et procédures courantes de la société à la lumière des propositions de diverses autorités de réglementation et aux pratiques d'autres conseils.

6.1) Conseil d'administration

Le fonctionnement de biopharm obéit aux règles de bonne gouvernance d'entreprise qui préconisent la mise en place de comité émanant du conseil d'administration dont chacun est investi d'une mission spécifique. Ainsi le conseil d'administration a mis en place les comités suivants depuis le 03-04-2014 :

6.1.1)un comité d'audit :

Il a pour mission d'étudier les rapports présentés au conseil d'administration concernant les comptes sociaux, le contrôle externe et l'analyse et la maîtrise des risques. Ce comité se réunit à raison de deux réunions par an et est composé des membres de conseil d'administration. Il est notamment chargé des missions suivantes :

-suivi des promesses d'élaboration des informations financières destinées aux actionnaires et aux tiers ;

-suivi de l'audit interne ;

-suivis des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques ;

-suivie de l'audit interne et de contrôle légale des comptes annuels et des comptes consolidés, en ce compris le suivi des questions et recommandations formulées par les commissaires aux comptes(CAC).

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

-Examen et suivi de l'indépendance du CA.

6.1.2) un comité de rémunération

Elle a été constitué par le conseil d'administraton.il a pour mission d'étudier et proposer au conseil toutes recommandation en politique de rémunération. Le comité se réunit au moins deux fois par an à des dates se rapprochant des dates de conseil d'administration et est composé des membres de conseil d'administration.

-Les membre de conseil d'administration

Le conseil d'administration de biopharm est composé de six membres élus par l'assemblée générale ordinaire tenue le 25 juin 2015 pour une durée de six ans.la composition actuelle de conseil d'administration est comme la présente le tableau suivant :

Non & Prénom	Fonction	Mandant
Actionnaire A	président	A partir de 25juin2015 et devant expirer à l'occasion de l'AGO statuant sur les comptes de 2020.
ADP Entreprise WLL	administrateur	A partir de 25 juin 2015 et devant expirer à l'occasion de l'AGO statuant sur les comptes de 2020.
Actionnaire B	administrateur	A partir de 25 juin 2015 et devant expirer à l'occasion de l'AGO statuant sur les comptes de 2020.
Actionnaire c	administrateur	A partir de 25 juin2015 et devant expirer à l'occasion de l'AGO statuant sur les comptes de 2020.
Actionnaire E	administrateur	A partir de 25juin2015 et devant expirer à l'occasion de l'AGO statuant sur les comptes de 2020.
Actionnaire C	administrateur	A partir de 25juin2015 et devant expirer à l'occasion de l'AGO statuant sur les comptes de 2020.

Tableau1 : composition de CA BIOPHARM.

Source : notice d'information biopharm, p67.

6.2) Direction

Les fonctions de direction générale de SPA biopharm sont assurées par deux directeurs généraux adjoints :

-KERRAR Abdelouahide ;

-AMEUR Kamel.

Les autres principaux managers de SPA sont :

-GERMAIN Eric ;

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

-BENCHEIKH El Hocine.

6.3)Contrôle externe de la société

Le control externe de la société est exercé par deux commissaires aux comptes nommé par l'assemblée générale.

-M. Droua Aissa a été nommé par l'assemblée générale mixte du 26 juin2015, pour une durée de trois ans qui couvrent les exercices sociaux de 2015,2016et2017 prenant fin le jour de la tenue de l'assemblée générale ordinaire qui aura à statuer sue les comptes de l'exercice 2017.

M. Guerza Rafik a été nommé par l'assemblée générale ordinaire de 10septembre2013, pour une durée de trois exercices sociaux : 2013, 2014 et 2015.

7. Caractéristiques essentielles de l'activité

L'activité de BIOPHARM consiste à produire, importer, distribuer et promouvoir des produits pharmaceutiques et dispositifs médicaux. Cette activité est réglementée par les autorités de santé à travers des processus qui visent pour l'essentiel à s'assurer de la qualité et l'accessibilité des produits que BIOPHARM SPA met à la disposition des patients et professionnels de santé. Les caractéristiques essentielles de l'activité peuvent être présentées comme suit :

-L'activité pharmaceutique est soumise à autorisation des autorités de santé :

La création d'établissements pharmaceutiques et l'exercice des activités sont subordonnés à des autorisations d'exploitation délivrées par le Ministère de la Santé aussi bien pour les activités de production que d'importation, de distribution et d'information médicale. Des textes législatifs et réglementaires fixent les conditions et formalités de délivrance de ces autorisations. Des pharmaciens responsables sont proposés par les sociétés du groupe BIOPHARM et désignés par les services compétents du Ministère de la Santé.

-Le produit pharmaceutique est soumis à enregistrement des autorités de santé :

Le produit pharmaceutique doit avant sa mise sur le marché être enregistré par les autorités de santé qui vérifient à travers ce processus que le service médical rendu par le produit répond aux critères de qualité, d'innocuité et d'accessibilité. Ce processus précis est réalisé selon des protocoles standards. Les enregistrements délivrés par le Ministère de la Santé sont soumis au renouvellement tous les 5 ans.

-La qualité est une préoccupation au cœur de l'activité :

Le produit pharmaceutique étant destiné à la santé humaine, sa qualité est une préoccupation permanente durant tout le processus qui débute par sa fabrication jusqu'à sa consommation par le patient en passant par la période de son entreposage, de son transport et de sa commercialisation, Aussi, l'activité des établissements pharmaceutiques est placée sous la responsabilité de pharmaciens responsables techniques dont la mission est de s'assurer de la préservation de la qualité du produit.

-Le remboursement est un levier significatif de l'activité :

Le médicament est remboursé par les caisses de sécurité sociale. Le remboursement touche plus de 4 900 marques. Le système de remboursement, basé sur le caractère essentiel du

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

médicament et la nature des pathologies à traiter, a un impact direct sur la consommation. En outre, un système de tarif de référence définit un prix comme référence pour le remboursement d'une même molécule pharmaceutique.

8.Le capital social :

Le capital social de biopharm est de cinq milliards cent quatre millions trois cent soixante-quinze mille dinars algériens (5104 37 5000) divisé en vingt-cinq millions cinq vingt et un mille huit cent soixante-quinze actions (25 521 875 actions) d'une valeurs nominale de deux cents dinars algériens(200actins).

8.1)La composition de capital :

N°	Actionnaire	Nombre d'actions	N°....	A...
1	ADP Entreprise WLL	12 505 712	1	12 505 713
2	A	10 540 483	12 505 714	23 146 199
3	B	1 301 615	23 046 200	23 347 318
4	C	1 171 454	23 347 815	25 519 268
5	D	2603	25 519 269	25 521 871
6	E	3	25 521 872	25 521 874
7	F	1	25 521 875	25 521 875

Tableau2 : composition de capitale de biopharm

Source : notice d'information.

Conformément aux statut de la société, il est reconnu à ADP Entreprise WLL des actions à droit de vote double pour 1 276 094 ce que donne à ADP Entreprise WLL un total de droits de vote avant et après l'offre publique de vente de 51,4285% des droits de vote 'ensembles des actions à le droit de vote simple dispose conformément aux disposition du code de commerce d'un droit prioritaire de souscription à l'émission de nouvelle actions ou d'obligation.

8.2) Evolution de capital

Le capital social de la société a évolué, depuis 2012 comme le montre le tableau ci- dessous :

Actionnaire	2013	%	2013bis	2013ter	%	2014	%	2015	%
A	12 13600	0.02	156 000	15 6000	0.01	520 600	0.01	520 600	0.01
B	6031 943 9444	99.41	775 365 240	775 365 240	50.70	2108075600	41.30	210809200	41.30
C	206 312	0.00	26 520	26 520	0.00	260323000	5.10	260323000	5.10
D	34 587 6000	0.57	4446 000	4446 000	0.29	234 290 8000	4.59	234290800	4.59
E	12 136	0.00	1560	1560	0.00	5400	0.00	0 0.0	0
F	12 136	0.00	1560	1560	0.00	5400	0.00	0 0.0	0

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

G	12 136	0.00	1560	1560	0.00	5400	0.00	0 0. 0	0
H	12 136	0.00	1560	1560	0.00	5400	0.00	0 0. 0	0
ADP Entrepris WLL				749 411 600	49.00	2501 142600	49.0	250114260	49.0
I						600	0.00	600	0.00
J						200	0.00	200	0.00
TOTAL	60 68000 000	100%	780 000 000	1529 411 600	100%	5104375000	100%	51404375000	100

Tableau 3 : évolution de capitale de biopharm

Source : notice d'information biopharm, p22.

2013 : capital social après capitalisation réserves

2013bis : capital social après restructuration du groupe mais avant l'entrée d'ADP Entreprise WLL.

2013ter 2014 : cession inter-actionnaires:

capital social après entrée d'ADP Entreprise

2015 : cession inter-actionnaires.

9. Renseignements sur les filiales

BIOPHARM développe une activité industrielle. Elle est constituée en groupe contrôlant intégralement quatre filiales opérationnelles et une inactive dont les principale opérations sont comme suite :

-BIOPHARM distribution spa :

-siège sociale : 18 rue de la zone industrielle, route de la gare Haouche Mehiedine, Rghaia, Alger

-Activité : importation et distribution en gros des produits pharmaceutique et parapharmaceutique

-Date de début d'activité : 2013

-Numéro de registre de commerce : 09B 0983870-16 /00

-Capital social : 500 000 000 dinars

-actionnaires :biopharm spa98.60%,autres1.40%

-PDG : KARRAR Abedlouahed

-Chiffre d'affaire(2014) :31 162 millions de dinars

-Résultat net(2014) :2399millions de dinars

-BIOPURE SPA :

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

- Siège social : zone industrielle ouedeyaiche-Blida
- Activité : commercialisation des produits pharmaceutique
- date de début d'activité : 2006
- N° de registre de commerce : 06B0805619
- Capital social :300 000 00 dinars
- Actionnaires : biopharm spa99.92, autres 0.8%
- PDG : KARRAR Abedlouahed
- Chiffre d'affaire(2014) :23077 Millions de dinars
- Résultat net(2014) : 797Millions de dinars

-BIOPHARM LOGISTIC SPA :

- siège social : 18 rue de la zone industrielle route de la gare Haouèche Mahieddine, Réghaia, Alger
- Activité : stockage de produits, gestion de la logistique d'industrie pharmaceutique
- date de début d'activité : 2000
- N° de registre de commerce : 00 B16 /00-14298
- capital social : 777 600 000dinars
- actionnaires : biopharm spa 99.84% , autres0.16%
- PDG : AMMEUR Kamel
- Chiffre d'affaire (2014) :1034Millions de dinars
- Résultat net(2014) :372 millions de dinars

-HHI SPA :

- siège social : cité Krim Belkacim, coop.19n°06-Dar El Beida, Alger
- activité : la promotion de tout produit pharmaceutique et parapharmaceutique
- Date de début d'activité : 2002
- N° de registre de commerce : 02B0019550
- Capital social : 16 800 000 dinars
- Actionnaires : biopharm spa 97.66% , autres2.34%
- PDG : KERRAR Abedlouahed

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

-Chiffre d'affaire (2014) :509Millions de dinars

-Résultat net(2014) :21Millios de dinars

-PROPHARM SPA :

-social : zone industrielle Oued Smar , Alger

- société destinée à recevoir les partenariats industriels

-Date de début : 2012

-N° de registre de commerce : 00B0014298

-Capital social : 302 400 000 dinars

-Actionnaires biopharmspa99.83%, autres0.17%

-PDG : AMEUR Kamel

-Chiffre d'affaire(2014) : Néant

-Résultat net(2014) :-0.4Millions de dinars

10.Perspectives de biopharm

Biopharm est positionnée adéquatement pour bénéficier des opportunités de croissance de son marché et a bâti au cours de deux dernières décennies les atouts fondamentaux permettant d'escompter un développement durable :

- 1700 collaborateurs ayant évolué dans une culture d'entreprise axée sur la performance ;
- des processus de développement et de production axé sur la qualité permettant de bénéficier de la mutation du marché vers plus de production locale et de se positionner adéquatement en termes de parts de marché ;
- une présence sur toute la chaine de valeur du marché pharmaceutique : développement, production et distribution aux officines ;
- une situation financière solide et des pratiques de gestion à la fois dynamique en termes de développement et conservatrice en termes de gestion.

L'entreprise aborde les défis de sa croissance future en étant fortement capitalisée et en ayant une faible dette financière, lui donnant ainsi la capacité de considérer des nouveaux investissements et opportunité de croissance.

Le positionnement stratégique de biopharm s'inscrit en parfait cohérence avec la structure et la dynamique de son marché naturel, l'Algérie, tout en identifiant suffisamment en amont toutes les mutations de marché à l'échelle de la région et même de constituer les leviers de croissance. Ainsi, la vision stratégique de biopharm s'articule autour des quatre axes majeurs suivants :

- identifier et produire des médicaments essentiel pour le marché algérien et maghrébin ;

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

- offrir un mix produit concurrentielle et profitable pour le groupe ;
- consolider et développer des alliances stratégique à l'échelle locale et régionale ;
- capter toutes les opportunités offertes par la stratégie d'intégration verticale adapter par biopharm.

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

Section 3 :processus de d'introduction de groupe BIOPHARM

Dans cette section nous nous penchons sur une analyse descriptive du cas de l'entreprise BIOPHARM, qui a entamé une procédure d'entrée à la bourse d'Alger de 2014 à 2016.

1. Décisions qui sont à l'origine de l'opération

L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, réunie le 28 juillet 2015 a adopté les résolutions suivantes :

-L'assemblée générale extraordinaire autorise la cession des actions de certains actionnaires sur le marché de la bourse d'Alger avec demande d'admission des titres aux négociations en bourse sur le marché principal de la bourse d'Alger. Cette cession s'effectuera dans le cadre d'une offre à prix ferme d'actions anciens de valeur nominale de 200 dinars selon les paramètres suivants :

-Nombre d'action à céder : un minimum de cinq millions cent quatre mille trois cent soixante-quinze actions (5 104 375 actions) et un maximum de douze millions cent cinquante mille cinq cent actions (12 250 500 actions) ;

- prix de cession de l'action : 1225 dinars.

-Afin de répondre aux exigences légales de l'opération d'entrée en bourse , l'assemblée générale extraordinaire décide d'adopter , article par article puis dans leur ensemble, les statuts harmonisés et amendés de ka Société, avec effet à la date d'inscription en compte des titres au nom de l'acquéreur, intervenant lors ors de dénouement irrévocable de l'opération d'offre au publique de titres au sens de l'article 57 du Règlement COSOB n° 03-01 du 18 mars 2003 portant règlement général du dépositaire central des titres .

- L'assemblée générale extraordinaire autorise, en vertu des disposition de l'article 715-bis du Code de commerce, la société, lorsque ses titres seront admis à la cota officielle de la bourse des valeurs et pour une durée d'un an, à opérer en bourse sur ses propre actions en vue d'en régler le cours. A cet effet elle donne tous pouvoirs au Conseil d'Administration pour fixer la modalité de l'opération.

-L'assemblée générale extraordinaire donne pouvoirs au Conseil d'Administration, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix , pour engager et conclure le processus d'offre publique comprend tout ce qui est nécessaire pour la conclusion de l'opération y compris les formalités des dépôts et publicité nécessaires.

-L'assemblée générale extraordinaire donne tous pouvoirs à M.Kamel AMEUR, Secrétaire de séance , avec faculté de se substituer tout mandataire de son choix, à l'effet de faire établir dans les formes prescrites par la loi et de signer les actes en conséquence des résolutions qui précédent, et de faire accomplir toutes formalités y relatives prévues par la législation en vigueur.

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

2. Montant de l'opération

Le groupe BIOPHARM, a met en vente plus de 5 millions d'actions, correspondant à une part de 20 % de son capital. Les titres offerts sont fixés à un prix de 1225 dinars pour les souscripteurs ordinaires, tandis que les salariés de l'entreprise bénéficieront d'un prix réduit de 1102.5 dinars.

Les actions de BIOPHARM SPA emportent le droit d'assister aux assemblées générales, le droit d'élire ou d'émettre organes d'administration et d'adopter ou de modifier en tout ou en partie les statuts proportionnellement aux droit de vote qu'elles détiennent statutairement ou en vertu de la loi .

Les actions de BIOPHARM SPA emportent le droit d'assister aux assemblées générales, le droit d'élire ou d'émettre organes d'administration et d'adopter ou de modifier en tout ou en partie les statuts proportionnellement aux droit de vote qu'elles détiennent statutairement ou en vertu de la loi .

Elles ouvrent, en outre, droit à la perception de dividendes lorsque l'assemblée décide de la répartition de tout ou partie des bénéfices réalisés et autres réserves constituées proportionnellement au nombre d'actions détenues. Les actionnaires ont droit en cas de liquidation à une répartition du boni² de liquidation proportionnellement à leurs actions.

Les actions seront, à la cession, dématérialisées et inscrites en compte auprès des teneurs de compte /conservateurs habilités par la COSOB. Les actions seront, à la cession, admises aux opérations d'Algérie clearing.

3. évaluation l'entreprise

En application de l'article 32 du règlement 97-03, un rapport d'évaluation de la société et des titres, dont le résumé est comme suit :

-Les états financiers des exercices 2012 à 2014 certifiés par les commissaires aux comptes de la société ;

D'abord l'évaluation s'est basée sur un diagnostic de la société BIOPHARM (patrimonial, financier, économique et humains), puis une analyse du marché pharmaceutique algérien et une analyse des facteurs historiques ayant son influence sur la société.

Les deux méthodes retenues pour l'évaluation :

-La méthode DCF (discounted Cash-Flows): appelée communément méthode d'actualisation des flux de trésorerie, elle consiste à procéder à l'actualisation des flux de trésorerie futurs sur la période projetée, aux cout moyen pondéré du capital (CMPC).La valeur Equity value

² Boni de liquidation est une expression par laquelle on désigne les sommes que se partagent les associés d'une société dissoute, après que les actifs aient été réalisés, que les créances et le personnel aient été payés et que les apports aient été repris. Le boni représente les bénéfices qui n'ont pas été distribués au cours de la vie de l'entreprise.<http://www.dictionnaire-juridique.com/>

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

(fonds propres) s'obtient en retranchant les dettes financières de la valeur entreprise value (valeur d'entreprise)

-La méthode des multiples comparables : permettent d'apprécier la valeur de marché de l'entreprise en fonction des principales références du secteur pharmaceutique. Pour cela il a été tenu compte de multiples de la seule entreprise pharmaceutique cotée sur le marché algérien SAIDAL spa ainsi que des multiples des principales entreprises pharmaceutiques au niveau des marchés mondiaux (références boursières).A cet effet ,des coefficients multiplicateurs sectoriel(chiffre d'affaire, EBITDA ,PER ,p/B) sont calculés à partir des chiffres clés extraits de cet échantillon, et qui sont ensuite appliqués à la société à valoriser.

Citons que la valorisation est calculée à partir de la moyenne arithmétique des deux méthodes citées.

La valeur moyenne d'action est de 1638 dinars soit une valeur d'entreprise représentant un multiple de 8.74 fois L'EBITDA et une valeur des capitaux propres représentant un multiple de 10.48 fois le résultat net en 2014.

3.1. La méthode des cash-flows actualisés(DCF)

Cette méthode, étant basée sur le plan d'affaire élaboré par la société, caractérise la valeur d'entreprise obtenue par l'actualisation des cash-flows de trésorerie futurs résultat de son exploitation.

Les flux de liquidité sont définis comme les flux de trésorerie disponibles après financement par la société de ses investissement de développement et maintenance et le variation de ses besoins en fonds de roulement. Les cash-flows disponibles sont obtenus par la formule suivante :

Flux de trésorerie disponibles =Résultat avant impôts –IBS +Amortissements/provisions-CAPEX -BFR

Ces flux de trésorerie ainsi définis correspondant à la rémunération de l'actif économique de la société. Ils sont pris avant frais financiers et sont donc actualisée au cout moyen pondéré du capital correspondant au cout de financement des activités de la société. Le cout moyen pondéré du capital(CMPC) prend en compte :

-La structure financière de l'entreprise ;

-Le coût de marché de la dette ;

-Le coût de marché des fonds propres.

$CMPC = \frac{(vf * kf) + (vd * kd)}{(vf + vd)}$ ou :

Vf= valeur des fonds propres

Vd=valeur de la dette

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

Kf=coût des fonds propres

Kd= coût de la dette après impôts

Les principes suivants ont été respectés :

-Le coût de marché de la dette est le taux auquel la société pourrait refinancer ses -
endettements sur le marché ;

-Il a été retenu le coût effectif moyen de la dette ;

-Le coût des fonds propres est calculé sur la base du taux sans risque des obligations
assimilables du trésor 15ans (4.62%).

Le Beta désendetté du secteur pharmaceutique sur le marché boursier (0.91) a été utilisé pour
estimer le Béta de BIOPHARM qui a été de manière suivante :
$$\text{Beta endetté} = \text{Beta désendetté} \times \left[1 + (1 - \text{taux d'imposition}) \left(\frac{\text{dette}}{\text{ration des fonds propres}} \right) \right]$$

Avec le paramètre suivant, le résultat de l'estimation du Beta de BIOPHARM a donné 1.36

-taux d'imposition =26%

-Ratio de la dette=40%

-Ratio des fonds propres =60%

-Beta pharma désendetté = 0.91

La valeur de l'actif économique de BIOPHARM spa est donc égale à la somme des flux de
trésorerie actualisés au CMPC (13.99%) sur l'horizon d'évaluation explicite et de la valeur
terminale. La valeur des fonds propres s'obtient en soustrayant la valeur de la dette net de la
valeur de l'entreprise ;

A l'issue de la période de prévision, une valeur résiduelle associée aux flux futurs est obtenue
sous l'hypothèse de taux de croissance des flux à l'infini g (3.50%). Les résultats sont illustrés
dans le tableau suivant :

Tableau5 :cash-flow actualisés et valeur des fonds propre(millions de dinars)

Free cash-flows prévisionnels	2015	2016	2017	2018	2019	Valeur terminal
(+)EBITDA	5203	5726	6205	6906	7816	-
(-) BFR	439	575	996	1313	1531	-
(-)CAPEX	490	439	453	466	480	-
(-)IBS	1235	1011	1051	1452	1790	-
FCF=Ebtida-variation BFR-Capex-IBS	3038	3701	3706	3675	4015	39619
Années	0	1	2	3	4	4
FCF(actualisés)	3038	3247	2852	2481	2378	23466

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

Valeur de l'entreprise	37 463
Dette nette (décembre2014)	1 552
Valeur des fonds propres	35 910
Valeur de l'action	1 407

Source : notice d'information, BIOPHARM, p11.

La valorisation des actions de BIOPHARM SPA selon la méthode DCF est estimée à 35.9 milliards de dinar. Des tests de sensibilité ont été réalisés afin d'estimer la fourchette de la de valeur de la firme. Ces tests se sont basés, d'une part, sur la variation de CMPC+ /-0.5% par rapport à la valeur de référence, et d'autre part, la variation du taux de croissance g de 0.5% par rapport à l'indice de départ.

Tableau 6 : tests de sensibilité- méthode DCF/valeur des fonds propres(millions de de dinars)

CMPC					
Taux g	12.99%	13.49%	13.99%	14.49%	14.99%
2,00%	35 541	34 047	32 677	31 417	30 255
2,50%	36 794	35 134	33 661	3 2 311	31 069
3,00%	38 077	36 326	34 735	33 282	31 951
3,50%	39 545	37 637	35 910	34 341	32 909
4,00%	41 176	39 085	37 204	35 502	33 955
4,50%	43 000	40 695	38 634	36 778	35 100
5,00%	45 052	42 495	40 222	38 190	36 360

Source : notice d'information BIOPHARM, p12.

Tableau7: tests de sensibilité-méthode DCF/valeur de l'action (dinars)

CMPC					
Taux g	12.99%	13.49%	13.99%	14.49%	14.99%
2,00%	1 393	1 334	1 280	1 231	1 185
2,50%	1 440	1 377	1 319	1 266	1 217
3,00,%	1 492	1 423	1 361	1 304	1 252
3,50%	1 549	1 475	1 407	1 346	1 289
4,00%	1 613	1 531	1 458	1 391	1 330
4,50%	1 685	1 595	1 514	1 441	1 375
5,00%	1 765	1 665	1 576	1 496	1 425

Source : notice d'information BIOPHARM, p12.

Les tests de sensibilité réalisés montre que la valeur de l'entreprise se situe dans la fourchette [30.3 ; 45] milliards de dinars , en fonction du croissance a l'infini considérés soit une valeur de l'action qui varie entre 1185 et 1765 dinars.

3.2. La méthode des multiples comparables

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

Cette méthode consiste à appliquer des multiples de valorisation constatés sur un échantillon d'entreprise du secteur pharmaceutique dans le but de déterminer la valeur de marché du groupe BIOPHARM SPA. Tenu compte aussi la valorisation de la société algérienne SAIDAL SPA qui est cotée à la bourse d'Alger ainsi que des sociétés du secteur pharmaceutique cotée sur les marchés mondiaux. Une régression linéaire du à deux variables chiffre d'affaire et EBITDA.

Les résultats de la régression multiple a été opérée en tenant compte des deux variable : chiffre d'affaires et EBITDA.

Les résultats de la régression multiple sont résumés dans le tableau qui suit :

Tableau 8: Régression linéaire-méthode des multiples comparable

		Unité millions de DA
Multiples	EBITDA	4 957
	Valeur de l'entreprise	49 227
	Dette nette	1 552
	Valeur des fonds propres	47 675
	Valeur de l'action	1 868

Source : notice d'information, BIOPHARM, p12.

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres de la société BIOPHARM est de 47.7milliards de dinars. On obtient dès lors une action valorisée à 1868 dinars.

4. prix de cession

Les actions, de valeur nominale de 200 dinars par action, sont offertes à la cession au prix de 1225 dinars par actions.

Les employés du groupe BIOPHARM pourront souscrire eu prix préférentiel spécifique ne pourront être transigées pendant une période de trois mois après la date de première cotation du titre. Elles seront librement négociables après cette période.

Le prix de session de1225 dinars par action représente un prix escompté de 25% par rapport à la valeur de 1638 dinars par action. Le graphique suivant montre le prix de cession en comparaison des résultats de valorisation.

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

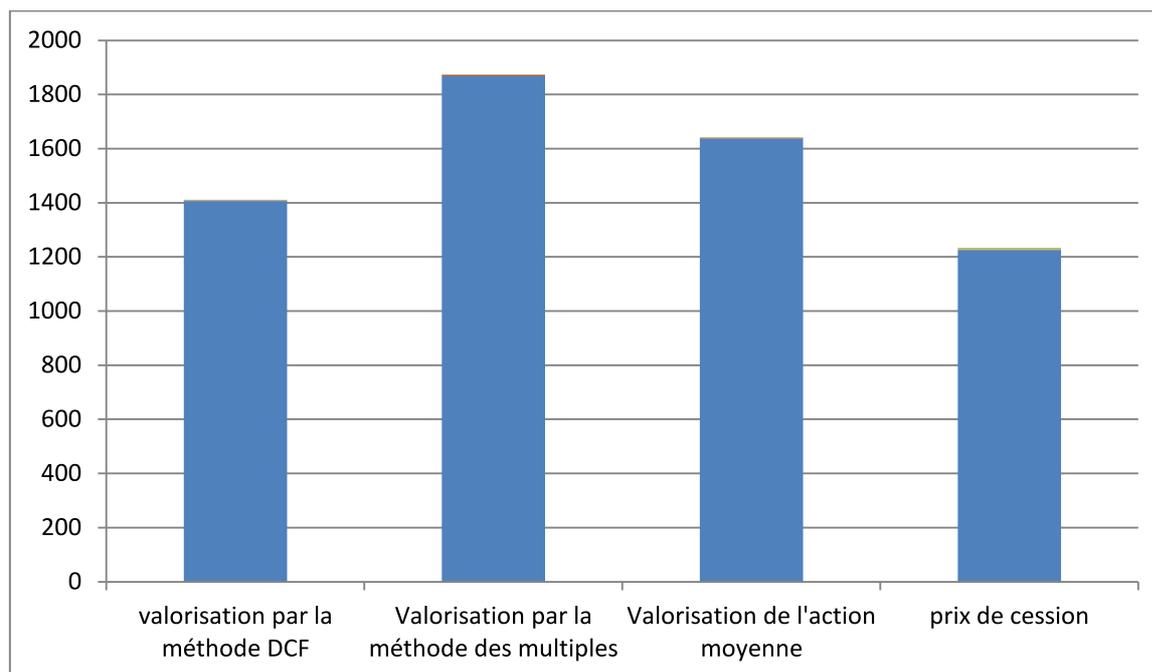


Figure5 : valorisation de l'action

Source : notice d'information BIOPHARM, p13.

5. produit brut et estimation du produit net de l'action cession

-produit brut de la cession

L'opération consiste à céder 5 104 375 actions(cinq millions cent quatre mille trois cent soixante-quinze actions) au prix de 1 225 dinars l'action(mille deux cent vingt-cinq dinars l'action),ainsi qu'un maximum de 16000 actions(seize mille actions) au prix préférentiel spécifique réservé aux employés de BIOPHARM de 1102.50 dinars l'action(mille cent trois dinars et cinquante centimes l'action).Le produit brut de l'opération sera ainsi compris entre 6 252 859 375 dinars (six milliards deux cent cinquante-deux millions huit cent cinquante-neuf mille trois cent soixante-quinze dinars)et 6 270 499 375 dinars(six milliards deux cent soixante-dix millions quatre cent quatre-vingt-dix-neuf mille trois cent soixante-quinze dinars).

-produit net de la cession

Les charges de toutes natures concernant l'opération sont estimées a 399 701 454 dinars soit 6.7% du montant total de l'opération. Le produit net de l'opération est estimé à 5 870 767 921 dinars.

-utilisation du produit net de la cession

Le produit net de l'opération est destiné aux actionnaires cédants.

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

6. les charges relatives à l'opération

Le montant des charges relatives à l'opération est estimé à 399 701 454 dinars et se détaille comme suit :

-Les redevances réglementaires

-COSOB : p4 702 875

-Algérie clearing : inscription en compte et opérations sur titre 200 000 dinars

-SGBV : admission, inscription et maintien à la côte 1 930 438 dinars.

-prestataire de service et conseils : 392 868 141 dinars.

7. période de souscription

Les souscriptions ont été ouvertes de du 13 mars 2016 au 2mars2016.toute souscription reçue avant l'ouverture ou après la clôture de la période de souscription est nulle et non avenue. Le cédant se réserve le droit, après accord de la COSOB de prolonger la période de la souscription sous réserve d'un préavis de deux(02) jours.

8. Etablissement domiciliaires

Les intermédiaires en opération de bourse sont :

La Banque extérieure d'Algérie, la Banque de l'agriculture et du développement rural, la Banque de développement local, la banque nationale d'Algérie, BNP Paribas EL Djazair, la Cnep- banque, Société générale d'Algérie et Tell Markets dont le chef de file est la Banque extérieur d'Algérie.

9. les établissements assurant le service financier

Les Banques teneurs de comptes conservateurs (TCC) assureront le service financier des actions cédées. La conservation et la gestion des titres est assurée par les teneurs de comptes conservateurs habilités inscrits auprès de Algérie Clearing.

10. segmentation et Conditions de délivrance des actions

L'offre est segmentée en deux segments.

-segment A ouvert à tous les souscripteurs :

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

Ce segment est ouvert à tous les souscripteurs, personnes physique ou personne morale, pour une souscription minimale de cinq(05) action aux prix de souscription de 1 225 dinars par actions. Il n'y'a pas de maximum d'actions par souscripteur. les actions offertes dans le cadre de ce segment est exactement de 5 104 375 actions(cinq millions cent quatre mille trois cent soixante-quinze actions).

-segment B réservé aux employés du groupe BIOPHARM :

Chaque employé du groupe BIOPHARM peut acquérir un et un seul lot de 10 actions aux préférentiel spécifique réservé aux employés de 1 102.50 dinars. Les actions souscrites à ce prix préférentiel spécifique pourront être transigées pendant une période de trois mois après la date de première cotation de titre. Elles seront librement négociables après cette période. Ces souscriptions sont recueillies exclusivement chez l'IOB BNP Paribas El Djazair et les actions sont conservées pendant la période de non-négociabilité sur des comptes titres ouverts auprès de Teneur de compte conservateur BNP Paribas El Djazair.

11. Réglementation des souscriptions

Toute souscription doit être couverte par le montant total des actions à souscrire. Les montants seront bloqués en comptes par les établissements charger de recueillir les souscriptions jusqu'au jour de règlement /livraison, les titres seront transférés dans le compte titre des souscripteurs, ou dans un compte titre nouveau ouvert à l'occasion de cette souscription. Les IOB pourront proposer lors de la souscription à leurs clients de conserver le solde éventuel de couverture pour acquérir des titres sur le marché secondaire. Auquel cas, les IOB devront avoir reçu le consentement écrit de leur clients incluant les instructions d'ordre d'achat.

12. Garantie de bon de fin

La Banque Extérieur d'Alger(BEA) est l'IOB accompagnateur. Elle assume la responsabilité de Chef de file du Syndicat de placement. La BEA garantit à l'émetteur la bonne fin de l'opération.

13. Le but de l'opération

D'après les éléments présentés dans la notice d'information, il nous apparait que l'introduction en bourse de l'entreprise BIOPHARM, est motivée par les objectifs suivants :

-Compléter le restructuration de l'actionnariat et le diversifier afin d'assurer la pérennité de la société et faciliter le développement.

-Ouverture du capital aux investisseurs internationaux par la cession d'une partie des actions des actionnaires historiques.

-poursuivre l'action de restructuration de l'actionnariat et du management de la société engagée en 2013 par l'ouverture de capital à des investisseurs internationaux, afin d'assurer le développement durable du groupe.

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

-l'entreprise vise une et amélioration-voir une optimisation- de sa capacité financière en favorisant un financement par fonds propres. un tel choix pourrait lui conférer une assurance financière sur le long terme .En effet les ambitions production et d'exportation de BIOPHARM, nous permettent de déduire que cette dernière préfère un financement par fonds propres de ses investissements, au lieu d'un financement par dettes à long terme.

14. Régime fiscal :

Les détenteurs de titres cotés et la société cotée bénéficient de certaines exonérations fiscales c'est-à-dire de l'impôt sur le revenu global (IRG) ou l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS)

Les produits et les plus-values de cession des actions et des titres assimilés réalisé dans le cadre d'une opération d'introduction en bourse.

Les sociétés dont les actions ordinaires sont cotées en bourse bénéficieront d'une réduction de l'impôt sur le bénéfice de la société égale aux taux d'ouverture de son capital social en bourse pour une période de 5 ans.

Sont exemptées des droits d'enregistrements les opérations portant sur les opérations d'introduction en bourse.

15. Les admissions

Les conditions légale d'admission en bourse notamment la diffusion auprès du publique constitué d'au moins 150 actionnaires d'au moins 20% du capital de la société.

C'est la société de gestion de la bourse des valeurs qui publie la modalité de négociation du titre.

CHAPITRE3:PROCESSUS D'INTRODUCTION EN BOURSE DE BIOPHARM

Conclusion

La bourse d'Alger, après plus d'une décennie de sa création, elle ne répond pas aux objectifs qui lui conférés par les textes et ne joue pas le rôle tel que déterminé lors de sa création.

Le nombre réduit des titres de capital ne sont pas en mesure d'assurer une véritable animation au sein de cette institution. L'introduction de cinq entreprises seulement à la bourse d'Alger, cette dernière a très faible capitalisation boursière qui ne dépasse pas les 45 milliards de dinars. C'est la dernière capitalisation en Afrique de nord, achat que la capitalisation boursière de Casablanca stock Echange totalise plus de 51 milliard de dollars, celle de l'Égypte est à 51 milliards de dollars et la bourse de la Tunisie est à 9 milliards de dollars.

Malgré les contraintes affichées par la bourse d'Alger, le groupe biopharm a pu réussir son introduction en bourse et cela grâce au chef du fil, banque extérieur d'Alger, qui a souscrit les titres qui n'avait pas souscrits. Cette opération est prise dans le but de diversification ses sources de financement, et l'amélioration d'une structure de gouvernance qui trouve son origine dans la théorie d'agence.

Après les différents documents et rapports consulté, on a constaté que ce groupe a une croissance qui s'améliore régulièrement :

-en 2016 il a réalisé un chiffre d'affaire de 56.3 milliards de dinars, en croissance de 10.3% comparé à 2015 ;

-Un résultat opérationnel estimé à 7.325 en 2016 milliards en hausse de 22.66% a celui de 2015 ;

-Le bénéfice net a atteint 5.513 milliards de dinars, contre 4.42 milliards de dinars de l'année 2015 ;

-Le bénéfice net par action est évaluée à 216 dinars, contre 173 en 2015 ;

- L'assemblée générale, sur proposition du conseil d'administration, a décidé la distribution d'un dividende de 66 dinars contre 55 de l'année 2015. Ce dividende a été payé le 31 juillet 2017 par des intermédiaires en bourse a travers Algérie Clearing.

CONCLUSION GENERALE

L'objectif de ce mémoire est de savoir l'ensemble des étapes suivies par l'entreprise lors d'une introduction en bourse et comment, elle peut se protéger et minimiser le comportement opportuniste de l'individu.

Notre recherche comporte trois chapitres. Dans le premier chapitre, nous avons tenté de présenter les différentes phases de processus d'introduction en bourse, la réussite d'une introduction en bourse dépend des choix multiples de l'entreprise en matière de date d'introduction, des intermédiaires, et des procédures de cotation...., aussi ,on a vu si l'opération d'introduction en bourse est réussie. Cela offerte à l'entreprise la diversification de ses ressources et le financement de ses investissements, ce que confirme notre première hypothèse.

En ce que concerne le chapitre deux, nous l'avons consacré à une réflexion sur la gouvernance des entreprises managerielles, nous a montré son origine et ses différents mécanismes(interne et externe).et on n'a constaté que la gouvernance des entreprises est devenu un moyen obligatoire afin de garantir plus de transparence et le conseil d'administration est considéré comme étant le pilier de l'entreprise, non seulement il prend des décision stratégiques, mais aussi occupe une mission de surveillance. En effet, il vérifie la transparence de l'information financière.

Egalement, nous avons tenté de mettre l'accent sur la gouvernance des entreprises familiales et de présenter de manière détaillée ses caractéristiques, ses missions, ses objectif, sa composition et la relation entre la gouvernance de l'entreprise managerielle et l'entreprise familiale. Lorsque l'entreprise familiale est en étape de création très peu de questions liées à la gouvernance car, généralement c'est le fondateur qui gère cette entreprise, mais à partir des générations suivantes qui commence à poser cette question.

La gouvernance des entreprises familiale veille, d'un côté, à aider la famille à atteindre les différents objectifs soulignés, et de l'autre côté, permet à renforcer le lien familial entre le différent membre de la famille. Toutefois, ce type de gouvernance présente certaines faiblesses à cause de confusion des taches au sein de l'entreprise.

En terme, de conseil d'administration au sein de l'entreprise familiale présente quelques spécificité, il est composé exclusivement de membre de la famille, au cours des premières années l'entreprise familiale crée un conseil d'administration afin d'être conforme aux exigences juridiques, son objectif se limite généralement à approuver les procédures financières, et les dividendes.

Dans ce chapitre deux, on a vu aussi, les stratégies de protection anti-opa parce que, après la cotation de l'entreprise en bourse, elle devient visée par les offres publiques d'achat. Ces dernières peuvent être amicales ou hostile.

L'offre publique d'achat dite hostile quand elle se réalise sans accord des dirigeants de la société cible, à ce moment-là la société cible peut se protéger face à un tel comportement par l'adaptation les stratégies anti-OPA. Et cela confirme notre deuxième hypothèse.

CONCLUSION GENERALE

Dans le dernier chapitre, nous avons essayé de présenter le marché financier algérien où nous avons montré la structure de ce marché, et on a mis l'accent d'une part sur l'autorité de bourse (COSOB) qui veille à la protection des investisseurs des valeurs mobilières en sommant les gestionnaires des titres à fournir toutes les informations nécessaires, de l'autre part, le rythme des introductions des nouvelles sociétés algériennes en bourse est limité et il s'est ralenti et on assiste même à l'appauvrissement de la cote malgré les diverses incitations de l'Etat telles que, la création des marchés pour les PME, les exonérations fiscales. Seules cinq entreprises cotées à l'heure actuelle avec une capitalisation boursière de 45 milliards de dinars. Ce faible niveau s'explique pas seulement par le manque de la culture boursière, mais aussi:

- L'inexistence des IOB qui dynamisent la bourse ;
- Les moyens de communication qu'il faudra déployer pour réussir une opération boursière ;
- Les exigences affichées pour l'introduction à la bourse semblent pénalisantes pour bon nombre d'entreprises ;
- Le manque de confiance par les gens à la bourse d'Alger surtout après l'échec de la Cimenterie Ain-El Kebira et le retrait de Reid Sétif.
- Le fait que la bourse d'Alger n'ouvre que deux séances de cotations par semaine, alors que dans les pays développés la cotation est ouverte aux investisseurs étrangers qui veulent investir et fructifier leurs fonds dans différents secteurs de métiers, tel que les titres.

On a vu aussi, que le groupe BIOPHARM a affiché après son introduction en bourse un bon résultat et cela montre son engagement à se développer de manière durable et améliorer la performance à court et à long terme en poursuivant les investissements qui permettront d'assurer une croissance rentable et durable dans le futur. Toutefois, ces résultats affichés par le groupe BIOPHARM restent à court terme.

Face à l'échec de la cimenterie Ain-El Kbiria qui a fait peur les entreprises privées et Publiques, et le retrait de Reid Sétif et deux autres probablement seront réalisés. N-CA Rouiba et Alliance Assurance. Le groupe BIOPHARM pourra-t-il vivre la même situation que ces entreprises ?

Dans une économie d'un pays qui exporte un seul produit et importe tout. C'est une économie mono produit. Le marché financier doit être au centre du processus de diversification de l'économie Algérienne et cela en assurant son rôle dans une économie qui est de mobiliser l'épargne nationale et étrangère dans le financement des investissements susceptibles de générer de fortes valeurs ajoutées tant nécessaires dans le contexte actuel, et permettre un accès facile aux capitaux dont l'Etat ou les entreprises auront besoin dans le processus de diversification de l'économie qui devient une condition pour sortir de la dépendance de l'or noir.

ANEXES

Annexe1: Les Comptes de résultats consolidés au 30 juin 2015 NON audités

COMPTES DE RESULTATS (en millions de dinars)	30/06/2015	30/06/2014
Ventes et produits annexes	26 711	24 931
Variation stocks produits finis et en cours	196	804
Production immobilisée		
Subventions d'exploitation		
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	26 907	25 735
Achats consommés	-22 648	-21 959
Services extérieurs et autres consommations	-474	-495
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE	-23 122	-22 454
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)	3 784	3 281
Charges de personnel	-1 064	-1 006
Impôts, taxes et versements assimilés	-500	-509
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 221	1 766
Autres produits opérationnels	553	922
Autres charges opérationnelles	-13	-38
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	-1 128	-1 501
Reprise sur pertes de valeur et provisions	1 006	1 359
V- RESULTAT OPERATIONNEL	2 639	2 507
Produits financiers	184	53
Charges financières	-237	-92
VI-RESULTAT FINANCIER	-53	-40
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)	2 586	2 467
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-557	-581
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	-52	-17
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	28 649	28 068
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-26 672	-26 199
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 977	1 869
Eléments extraordinaires (produits)		
Eléments extraordinaires (charges)		
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 977	1 869
Dont part des minoritaires	8	6
Part du groupe	1 969	1 863
BENEFICE NET PAR ACTION (6 mois)	77,15	73,00

ANEXES

Annexe2: Les bilans consolidés au 30 juin Non audités

ACTIF (en Millions de dinars)	30/06/2015	30/06/2014
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif		
Immobilisations incorporelles	23	20
Immobilisations corporelles		
Terrains	1 532	1 532
Bâtiments	751	538
Autres immobilisations corporelles	1 120	649
Immobilisations en concession		
Immobilisations encours	70	494
Immobilisations financières		
Titres mis en équivalence		
Autres participations et créances rattachées		
Autres titres immobilisés		
Prêts et autres actifs financiers non courants	275	229
Impôts différés actif	38	0
TOTAL ACTIF NON COURANT	3 809	3 463
ACTIF COURANT		
Stocks et encours	11 753	12 639
Créances et emplois assimilés		
Clients	13 177	12 562
Autres débiteurs	128	609
Impôts et assimilés	386	358
Autres créances et emplois assimilés		
Disponibilités et assimilés		
Placements et autres actifs financiers courants		
Trésorerie	4 786	1 884
TOTAL ACTIF COURANT	30 230	28 053
TOTAL GENERAL ACTIF	34 039	31 516

ANEXES

Annexe3: Les bilans consolidés au 30 juin Non audités

PASSIF (en millions de dinars)	30/06/2015	30/06/2014
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	510	5 104
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidés	6 396	6 448
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence		
Résultat net - Résultat net du groupe	1 977	1 869
Autres capitaux propres - Report à nouveau	3 298	-
Part de la société consolidante	16 707	13 378
Part des minoritaires	69	43
TOTAL I	16 776	13 421
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	887	562
C/C associés	1110	1 480
Impôts (différés et provisionnés)	7	-
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance	176	414
TOTAL II	2180	2 456
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	11 759	12 606
Impôts & Taxes exploitation	265	404
Autres dettes	779	913
Trésorerie passif	2 280	1 715
TOTAL III	15 083	15 639
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	34 039	31 516

ANEXES

Annexe4: L'évolution de la production de l'exercice

LIBELLE (en millions de dinars)	1^{er} Semestre 2014	1^{er} Semestre 2015	Evolution %
Ventes et produits annexes	24 931	26 711	7014%
Variation stocks produits finis et en cours	804	196	
PRODUCTION DE L'EXERCICE	25 735	26 907	4.55%

ANEXES

Annexe5: Les comptes de résultats consolidés prévisionnels

COMPTES DE RESULTATS (en millions de dinars)	2015	2016	2017	2018	2019
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	48 355	49 935	52 474	56 863	61 937
Achats consommés	37 542	36 942	37 896	40 937	43 308
Matières & fournitures consommées	2 542	3 242	3 900	4 558	5 547
Services extérieurs et autres consommations	1 466	1 472	1 676	1 834	2 094
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE	41 549	41 656	43 473	47 330	50 948
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)	6 806	8 279	9 001	9 533	10 988
Charges de personnel	2 321	2 467	2 619	2 726	3 224
Impôts, taxes et versements assimilés	990	1 081	1 171	1 211	1 291
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 494	4 730	5 212	5 596	6 473
Autres produits opérationnels	1 805	1 212	1 235	1 580	1 645
Autres charges opérationnelles	97	217	241	269	302
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	301	303	542	519	575
V- RESULTAT OPERATIONNEL	4 901	5 423	5 664	6 387	7 241
Produits financiers	66	66	66	66	66
Charges financières	168	170	181	193	209
VI-RESULTAT FINANCIER	-102	-104	-114	-127	-142
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)	4 800	5 319	5 549	6 261	7 099
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	1 235	1 011	1 051	1 452	1 790
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires					
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	50 227	51 214	53 775	58 509	63 648
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	46 662	46 906	49 277	53 700	58 339
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	3 564	4 308	4 498	4 809	5 309
Eléments extraordinaires (produits)					
Eléments extraordinaires (charges)					
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE					
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE	3 564	4 308	4 498	4 809	5 309
BENEFICE PAR ACTION (en dinars)	139,64	168,80	176,24	188,43	208,02

ANEXES

Annexe6: Les Bilans consolidés prévisionnels (en millions de dinars)

BILAN – ACTIF	2015	2016	2017	2018	2019
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles	261	261	261	261	261
Immobilisations corporelles					
Terrains	1 532	1 532	1 532	1 532	1 532
Bâtiments	1 556	1 602	1 650	1 700	1 751
Installations complexes	402	514	629	748	870
Matériel & outillage	765	888	1 015	1 145	1 280
Matériel transport	990	1120	1253	1391	1 533
Emballages récupérables	27	28	28	29	30
Equipements sociaux	7	8	8	8	8
Autres immobilisations corporelles	903	930	958	986	1 016
Immobilisations en concession					

Immobilisations encours	24	24	24	24	24
-------------------------	----	----	----	----	----

Immobilisations					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants	243	243	243	243	243
Impôts différés actif	31	31	31	31	31
Amortissements & provisions	2 947	3 408	3 876	4 288	4 731
TOTAL ACTIF NON COURANTS	3 794	3 773	3 757	3 811	3 849
ACTIF COURANT					
Stocks marchandises	11 917	11 668	11 668	12 487	13 078
Stocks matières	433	554	669	780	950
Stocks produits finis	61	80	104	126	153
Provisions pour dépréciation	244	248	262	279	301
Créances et emplois assimilés					
Clients	14 749	15 713	16 909	18 431	20 183
Autres débiteurs	912	904	924	960	1 006
Impôts et assimilés	580	641	713	800	922
Autres créances et emplois assimilés	932	959	1 001	1 067	1 146
Provisions pour dépréciation	461	266	291	323	363
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie	5 996	6 919	8 976	10 982	13 802
TOTAL ACTIF COURANT	34 876	36 925	40 733	45 031	40 578
TOTAL GENERAL ACTIF	38 670	40 697	44 490	48 843	54 427

ANEXES

annexe7: Les Bilans consolidés prévisionnels (en millions de dinars)

BILAN - PASSIF	2015	2016	2017	2018	2019
CAPITAUX PROPRES					
Capital émis	5 104	5 10	5 104	5 104	5 104
Capital non appelé					
Primes et réserves - Réserves consolidés	5 952	5 68	5 585	5 585	5 585
Ecart de réévaluation					
Ecart d'équivalence					
Résultat net - Résultat net du groupe	3 564	4 30	4 498	4 809	5 309
Autres capitaux propres - Report à nouveau	3 854	6 79	10126	13 500	17 107
Part de la société consolidante					
Part des minoritaires					
TOTAL I	18 475	21 89	25 314	28 998	33 105
PASSIFS NON-COURANTS					
Emprunts et dettes financières	619	405	186	27	
C/C associés	1 110	740	370		
Impôts (différés et provisionnés)					
Autres dettes non courantes					
Provisions et produits constatés d'avance	170	203	238	295	366
TOTA	1 898	1 348	793	322	366
PASSIFS COURANTS					
Fournisseurs et comptes rattachés	13 62	13 84	14 47	15 23	16 174
Impôts & Taxes exploitation	64	67	71	79	881
Autres dettes	1 36	1 47	1 59	1 78	2 014
Trésorerie passif	2 66	1 46	1 59	1 71	1 886
TOTA	18 29	17 45	18 38	19 52	20 95
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	38 67	40 69	44 49	48 84	54 42

ANEXES

annexe8 : Tableau des flux de trésorerie consolidés prévisionnels (en millions de dinars)

Tableaux de flux de trésorerie prévisionnels	2015	2016	2017	2018	2019
Résultat avant impôt et IBS	5 101	5 622	6 091	6 779	7 674
Variation du BFR	-439	-575	-996	-1 313	-1 531
Flux d'exploitation	3 426	4 036	4 045	4 015	4 354
Investissements	-490	-439	-453	-466	-480
Désinvestissements					
Flux d'investissement	-490	-439	-453	-466	-480
Dividendes		-891	-1 07	-1 12	-1 202
Placements					
Capital social					
Dettes actionnaires	-	-370	-	-	
Dettes financières	-	-214	-	-	-27
Concours bancaires	1416	-1 199	13	11	176
Flux des opérations financières	69	-2 674	-1 53	-1 54	-1 053
Flux de trésorerie de la période	3 63	92	2 05	2 00	2 820
Trésorerie de début de période	2 34	5 98	6 90	8 96	10 968
Trésorerie de fin de période	5 98	6 90	8 96	10 96	13 788

ANEXES

Annexe 9: Les comptes de résultats prévisionnels de BIOPHARM SPA NON Consolidés (en millions de dinars)

COMPTES DE RESULTATS	2015	2016	2017	2018	2019
Ventes et produits annexes					
Production vendue	4 80	5 92	7 18	8 71	10 56
Variation stocks produits finis et en cours	-	19	23	22	27
Intercompany					
Prestations de services					
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	4 79	5 94	7 20	8 73	10 59
Achats consommés					
Matières & fournitures consommées	2 44	3 10	3 70	4 35	5 28
Services extérieurs et autres consommations	1 20	1 17	1 35	1 64	1 99
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE	3 64	4 28	5 06	6 00	7 28
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-	1 15	1 65	2 14	2 73	3 31
Charges de personnel	69	74	79	61	74
Impôts, taxes et versements assimilés	14	18	14	17	21
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	44	89	1 33	2 10	2 55
Autres produits opérationnels	10	12	14	17	21
Autres charges opérationnelles	34	41	50	61	74
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de	14	17	18	21	21
V- RESULTAT OPERATIONNEL	27	68	1 11	1 84	2 28
Produits financiers	54	60	65	1 05	1 15
Charges financières	16	14	17	21	25
VI-RESULTAT FINANCIER	52	58	63	1 03	1 13
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS	80	1 27	1 75	2 87	3 41
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	18	29	40	66	78
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires					
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES	5 350	6 552	7 875	9 802	11 775
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES	4 730	5 572	6 528	7 586	9 142
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES	620	980	1 347	2 216	2 632
Eléments extraordinaires (produits)					
Eléments extraordinaires (charges)					
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE					
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE	620	980	1 347	2 216	2 632

ANEXES

Annexe 10: Bilans prévisionnels BIOPHARM SPA NON CONSOLIDES (Actif)

BILAN - ACTIF (en millions de dinars)	2015	2016	2017	2018	2019
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles	21	21	21	21	21
Immobilisations corporelles					
Terrains	73	73	73	73	73
Bâtiments	83	85	88	91	93
Installations complexes	38	49	61	73	85
Matériel & outillage	705	776	849	925	1 002
Matériel transport	79	81	83	86	88
Emballages récupérables					
Equipements sociaux	7	7	7	7	8
Autres immobilisations corporelles	287	295	304	313	323
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours					
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées	1 08	1 08	1 08	1 08	1 08
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants	241	241	241	241	241
Impôts différés actif	21	21	21	21	21
AMORTISSEMENTS	2 169	2 293	2 416	2 558	2 686
TOTAL ACTIF NON COURANTS	2 433	2 527	2 630	2 720	2 831
ACTIF COURANT					
Stocks marchandises					
Stocks matières	407	517	618	726	881
Stocks produits finis	61	80	104	126	153
PROVISION POUR DEPRECIATION	26	33	40	47	57
Créances et emplois assimilés					
Clients	2 003	2 467	2 993	3 630	4 403
Autres débiteurs	48	60	72	85	103
Impôts et assimilés	177	218	258	305	368
Autres créances et emplois assimilés	134	164	200	242	294
PROVISION POUR DEPRECIATION	90	111	135	163	198
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie	6 234	5 319	4 590	4 589	5 135
TOTAL ACTIF COURANT	8 947	8 683	8 658	9 492	11 080
TOTAL GENERAL ACTIF	11 380	11 210	11 289	12 213	13 912

ANEXES

Annexe 11 : Bilans prévisionnels BIOPHARM SPA NON CONSOLIDES (Passif)

BILAN - PASSIF (en millions de dinars)	2015	2016	2017	2018	2019
CAPITAUX PROPRES					
Capital émis	5 104	5 104	5 104	5 104	5 104
Capital non appelé					
Primes et réserves - Réserves consolidées	3 282	3 010	2 914	2 914	2 914
Ecart de réévaluation					
Ecart d'équivalence					
Résultat net - Résultat net du groupe	620	980	1 347	2 216	2 632
Autres capitaux propres - Report à nouveau	493	493	493	716	1 730
Part de la société consolidante					
Part des minoritaires					
TOTAL I	9 499	9 588	9 588	10 950	12 380
PASSIFS NON-COURANTS					
Emprunts et dettes financières					
C/C associés	1 110	740	370		
Impôts (différés et provisionnés)					
Autres dettes non courantes					
Provisions et produits constatés d'avance	109	134	163	198	240
TOTAL II	1 219	874	533	198	240
PASSIFS COURANTS					
Fournisseurs et comptes rattachés	271	345	412	484	587
Impôts & Taxes exploitation	67	82	100	121	147
Autres dettes	120	148	180	218	264
Trésorerie passif	204	172	206	242	294
TOTAL III	662	747	897	1 065	1 292
TOTAL GENERAL	11 380	11 210	11 289	12 213	13 912

LISTES DES TABLEAUX

Tableau1 : composition de CA BIOPHARM.....	71
Tbleau2 : la composition de capital de groupe BIOPHARM.....	73
Tableau3 : évolution de capitale de groupe BIOPHARM.....	73
Tableau4 : Cash-flow actualisé.....	81
Tableau5 : teste de sensibilité-méthode DCF.....	82
Tableau6 : teste de sensibilité-méthode DCF/valeur des fonds propres.....	82
Tableau7 : Régression linéaire-méthode des multiples comparable.....	83

BIBLIOGRAPHIE

1. ouvrages

- Alain SUEUR,«les outilles de la stratégies boursière»,éd. Organisation Groupe Eyrolles, paris,2007.
- Arnaud PERRIER et Raphaëlle SCACCHI, «les stratégies anti-opa»,éd economica,paris,1995.
- christien De BOISSIEU,«les systèmes financiers.Mutation,crises et régulation, éd.Economica, paris, 2004.
- Couret ALAIN, «les OPA», éd.P.U.F.paris, 1992.
- Daniel GOYEAU et Amine TARAZI, «la bourse»,éd la découverte et syros,paris,2001.
- G.charreauxpeterwrtz,«Gouvernance des entreprises :nouvelles perspectives, éd.Economica, paris,2006.
- G.charreaux, «finance d'entreprise», éd.EMS, 2éd, paris, 2000.
- G.charreaux,«la gouvernance des entreprises »,éd .Economica,paris,1997,p150.
- Garry RAVAZ, «l'introduction en bourse. L'expérience des chefs d'entreprise», éd.Gvalino éditeur, paris, 2003.
- J.SébastienLantz, «vaorisation stratégique et financière»,paris,2004.
- Jean-pierre DECHANEL,«A la découverte du monde de la bourse,éd.p.u.f.paris,1999.
- Jean-Yves Capul et Olivier Garnier, «Dictionnaire d'économie et de sciences sociales», paris, 2008.
- Jonathan Berk et Peter Demarzo, «finance d'entreprise», paris, 2008.
- Juliette PILVERDIER, «le marché boursier»,éd.Economica,2éme éd,paris,200.
- Mair FERERES et Gérard RIVIER, «l'introduction en bourse : mode d'emploi», éd. Organisation, paris, 1999.
- Michel EURIET et yves SIMON, «Bourse et marché financier», éd.Economica, 2éme éd, paris, 2003.
- OgienDOV,«pratique des marchés financiers»,éd.Danod,2éme éd,paris,2007.
- Olivier Meier et Guillaume Scheir, «Fusion Acquisition»,1ére édition, paris,2003.
- p.Barneto et G.Gregorio,«manuel de la finance» ,2éme édition,paris,2009.
- Patrick SENTIS, «Introduction en bourse : une approche internationale», éd.Economica, paris,2004.

BIBLIOGRAPHIE

-philippe Agnellet et Laurent Geoffroy, «OPA et stratégies anti-opa : une approche internationale», 1^{ère} édition, Paris, 1989.

-viandrer ALAIN, «OPA, OPE garantie de cours, retrait, OPV : droit des offres publiques», 2^{ème} éd. Paris.

2. Revues et Articles

-Akli Rezouali, «Biopharm fin prête en bourse», publié dans el Wantan le 23-2-2016 ;

-Ali Tirichine, «Bourse d'Alger», publié dans l'Expression le 12-03-2017 ;

-Nordine Grim, «gouvernance et succession en question», publié dans El Watan le 16-01-2017 .

-Rabhi Meziane, «Biopharm en Bourse», publié dans liberté le 23-02-2016 ;

-Rabhi Meziane, «le marché financier algérien fragile», publié dans liberté le 27-02-2017 ;

SENTIS Patrick, «introduction en bourse, quelle stratégie pour l'entreprise candidate», Revue Française de gestion, N°158, 2005.

-Tighilt Kouceila, «ouverture du capital biopharm», publié dans liberté le 08-03-2016 ;

3. Thèses et mémoires

-BENCHABANE Mariem, «Etude comparative des marchés financiers magrébins», mémoire de magister, UMMTO, 2010.

-GHEDDACHE Lyes, «Etude du comportement stratégique de l'entreprise familiale», thèse doctorat, UMMTO, 2012.

-HAROUN Mohamed-Amokrane, «caractéristique, gestion fonctionnelle et mode de financement de l'entreprise familiale», mémoire de magister, UMMTO, 2016.

-KHERRAF Houria, «la gouvernance des entreprises familiales», université d'Oran, 2014.

-ZIANI Abdelhak, «Le rôle de l'audit interne dans l'amélioration de la gouvernance de l'entreprise» thèse doctorat, université de Tlemcen.

5. sites internet

ww.biopharm.com

www.djazairss.com

www.memoironline.com

www.cosob.org/le-despositaire-central.htm

www.sgbvm.com

TABLE DES MATIERES

Remerciement

Dédicace

Liste des abréviations

Sommaire

Introduction générale.....	1
Chapitre1 :processus d'introduction en bourse.....	4
Introduction de chapitre1.....	4
Section1 :la phase préparatoire.....	5
1. décisions qui sont à l'origine de l'opération.....	5
2. préparation juridique de l'entreprise.....	5
3. dimension humaine.....	5
4. les moyens et le positionnement de l'entreprise.....	6
5. préparer l'entreprise aux risques d'introduction	6
6. l'organisation managerielle de l'entreprise.....	6
7. le dépôt de dossier de la notice et du prospectus.....	6
8. choisir un intermédiaire-introducteur et un syndicat de placement.....	7
8.1. Impacte de choix de l'intermédiaire introducteur du la performance initiale à court terme et à long terme.....	7
8.2. Les déterminants de la compétitivité et de la réputation des intermédiaires introducteur	8
8.3. Les coût de l'intermédiaire introducteur.....; ; ; ;.....	8
9. l'évaluation de l'entreprise.....	8
9.1. les méthodes d'évaluation.....	10
9.1.1. l'approche financière.....	10
9.1.1.1 les modales d'actualisations des dividende.....	10
A. le modèle de Fisher.....	10
B. le modèle de Gordon Shapiro.....	10
9.1.2. L'approche comparative.....	11

TABLE DES MATIERES

A. définition.....	11
B. les principale étapes de la méthode.....	11
9.1.3. L'évaluation par approche patrimoniale.....	11
9.1.3.1. Les méthode patrimoniales.....	11
A. l'actif net comptable corrigé (ANCC).....	11
A.1.principe.....	11
A.2.différents retraitements.....	12
B. Méthode de Good Will.....	12
B.1.la méthode des praticiens.....	12
B.2. la méthode de la rente Good Will.....	13
10.le prospectus d'introduction en bourse.....	14
11. l'élaboration d'un calendrier d'introduction.....	14
12. l'utilisation le projet de la notice avant l'attribution du visa d'introduction.....	14
13. le visa de L'autorité de marché boursière.....	15
a. attribution de visa.....	15
b. refus de visa.....	15
14. établissement de contrats et de convention.....	15
15. le marketing de l'introduction en bourse.....	16
15.1. Procéder au« road show».....	17
15.2. Déterminer le prix d'introduction.....	17
15.3. Diffuser les titres sur le marché.....	17
Section2 :la phase d'introduction.....	18
1. La procédure de marché.....	18
1.1. L'offre publique de vente.....	18
1.1.1. l'offre à prix ouvert.....	18
1.1.2. l'offre à prix fixe.....	18
1.1.3. l'offre à prix minimal.....	19

TABLE DES MATIERES

1.2.la procédure ordinaire.....	23
1.3.offre publique de souscription(augmentation de capital.....	23
2.la procédure de placement	24
Section3 :la phase post-introduction.....	26
1. Gérer le suivi immédiat de l'opération.....	27
2. Engagement de l'émetteur à la publication d'information.....	27
3. Fonctionnement de contrat de liquidité.....	27
4. Frais d'introduction.....	28
4.1.frais de la visa de la notice.....	28
4.2.frais d'admission.....	28
4.4.les frais d'admission d'un titre à la cote.....	28
4.4. Frais d'organisation d'offre publique de vente.....	28
4.5. Autres frais.....	28
5.avantages et contraintes d'introduction en bourse.....	28
5.1. Avantages.....	28
5.2. Contrainte.....	30
Conclusion de chapitr1.....	34
Chpitre2 : la gouvernance de l'entreprise famille et les stratégies anti-OPA	
Introduction chpitra2.....	35
Section1 :la théorie d'agence et la gouvernances d'entreprise.....	36
1. la théorie d'agence.....	36
1.1. Définition.....	36
1.2. les conditions de relation de coopération.....	36
1.3. les couts issus d'une relation d'agence.....	36
1.4. L'intérêt de relation d'agence pour l'étude de l'entreprise familiale.....	37
1.5. Les sources des coûts d'agence dans l'entreprise familiale.....	37
1.5.1. les coûts d'agence issus par l'altruisme.....	38
1.5.2. les coûts d'agence issus des conflits d'intenté entre les actionnaires minoritaires et les actionnaires majoritaires.....	39
1.5.3. Les coûts d'agence issus d l'enracinement.....	39
2. la gouvernance de l'entreprise.....	40

TABLE DES MATIERES

2.1. Les mécanismes de la gouvernance.....	40
2.1.1. Les mécanismes de contrôle externes	40
2.1.1.1. L'environnement légale et réglementaire.....	40
2.1.1.2. Le marché de biens et services.....	40
2.1.1.3. Le marché des dirigeants.....	40
2.1.1.4. Le marché financier.....	41
2.1.2. Les mécanismes de contrôle internes.....	41
2.1.2.1. Conseil d'administration.....	41
2.1.2.1.1. Les mécanismes dont dispose le conseil d'administration pour disciplinaire les dirigeants.....	42
a. la politique de rémunération.....	42
b. la révocation du dirigeant.....	42
c. le commissaire aux comptes.....	42
d. l'assemblée générale.....	43
2.1.2.2. Le contrôle des dirigeants par les parties prenantes.....	43
2.1.2.2.1. Le contrôle des dirigeants par l'Etat.....	43
2.1.2.2.2. Le contrôles des dirigeants par la banque.....	43
2.1.2.2.3. le contrôle de l'entreprise par les fournisseurs.....	43
2.1.2.3. les mécanismes de contrôle des dirigeants par les salariés.....	44
Section2 : la gouvernance de l'entreprise familiale.....	44
1. objectif et missions.....	45
2. la composition de la gouvernance de l'entreprise familiale.....	45
2.1. La constitution familiale.....	45
2.1.1. Définition.....	45
2.1.2. Composantes.....	45
2.2. Les institutions de la gouvernance familiale.....	45
2.2.11'assemblée familiale.....	45

TABLE DES MATIERES

2.2.2. Le conseil familial.....	46
2.2.3. le comité des actionnaires.....	46
2.2.4. le bureau familial.....	46
3. le conseil d'administration d'une entreprise familiale.....	46
4. les traits caractéristiques des faiblesses du système de la gouvernance des entreprise familiale.....	47
4.1. Les problèmes liés à certaines spécificités des entreprises familiales.....	47
4.2. les problèmes liés au conseil d'administration.....	47
5. les relations entre la gouvernance de l'entreprise et la gouvernance de l'entreprise familiale.....	48
6. les caractéristiques de la gouvernance de l'entreprise familiale.....	48
7. les rôles des membres de la famille dans la gouvernance de leur entreprise.....	49
7.1. Propriétaire (actionnaire).....	49
7.2. Dirigeants.....	52
7.3. Administration(CA).....	52
7.4. Les membre de la famille.....	52
Section3 : les stratégies anti –OPA.....	54
1. Les stratégies préventives.....	54
1.1. La création d'une holding non cotée.....	54
1.2. L'adaptation de statut de société en commandité par action.....	55
1.3 .Noyau dur.....	55
1.4. Défense« fatman».....	56
2. Les stratégies défensive.....	56
2.1. La modification de la structure financière.....	56
2.2. L'émission des obligations à bon de souscription actions(OBSA).....	57
2.3. Les clause statutaires : les pactes d'actionnaires.....	57
2.4. Le conseil d'administration(CA).....	58
3. les armes de derniers recours.....	58

TABLE DES MATIERES

3.1. Le chevalier blanc.....	58
3.2. Les protections commerciales	59
3.3. Poison pills.....	60
3.4. Défenses «pacman».....	60
Conclusion de chapitre2.....	62
Partie II : étude d'un cas pratique d'introduction à la Bourse d'Alger (cas de BIOPHARM)	
Introduction.....	63
Section1 : présentation de la Bourse d'Alger.....	64
1. la société de gestion de la Bourse des valeurs.....	64
1.2. Organisation de la Bourse d'Alger.....	64
2. Commission d'organisation et de gestion des opération en Bourse.....	65
2.1. Missions.....	65
2.2. Pouvoir.....	65
3. le dépositaire centrale des titres.....	66
3.1. Les fonctions.....	66
4. fonds de garanti.....	66
5. IOB.....	66
5.1. Les IOB en pleine activité.....	67
5.2. Les IOB à activité limité	67
6. structure de marché.....	67
6.1. Le compartiments des valeurs mobilières.....	67
6.1.1compartiment des actions.....	67
6.1.2. Le compartiment des obligations.....	67
6.2. L'obligation assimilable de trésor.....	68
7. le fonctionnement de la Bourse d'Alger.....	68
7.1. La cotation de la Bourse d'Alger.....	68

TABLE DES MATIERES

7.2. Les ordres de Bourse.....	68
7.3. Modalité et étape de routage des ordres.....	69
7.4. Règlement des transactions.....	69
7.5. Condition d'introduction à la Bourse d'Alger.....	70
a. le marché principal.....	71
b. le marché obligataire.....	71
c. le marché PME.....	72
section2 : présentation de groupe BIOPHARM.....	73
1. Fiche signalétique.....	73
2. historique.....	73
3. Structure.....	74
4. structure juridique.....	75
5. clientèle.....	75
6. gouvernance.....	76
6.1. Le conseil d'administration.....	76
6.1.1. Comité d'audit.....	76
6.1.2. Comité de rémunération.....	76
6.2. Direction.....	77
6.3. Contrôle externe de la société.....	77
7. caractéristique essentielle de l'acticité.....	77
8. le capitale social de la société.....	78
8.1. La composition de capital.....	78
8.2. L'évolution de capital.....	78
9. Renseignement sur les filiales.....	79
10. perspective de biopharm.....	81
Section3 : le processus d'introduction de groupe BIOPHAM.....	83
1. Décisions qui sont à l'origine de l'opération.....	83

TABLE DES MATIERES

2. Le montant de l'opération.....	84
3. Evaluation de la société.....	84
3.1. La méthode des cash -flows actualisés(DCF).....	85
3.2. La méthode des multiples comparables.....	87
4. prix de cession.....	88
5. produit brut et estimation de produit net de l'opération.....	89
6. les charges relatif à l'opération.....	90
7. période de souscription.....	90
8. établissement domiciliaire.....	90
9. Etablissement assurant le service financier.....	90
10. segmentation et conditions de délivrance des actions.....	90
11. réglementation des souscriptions.....	91
12. garantie de bon de fin.....	91
13. le but de l'opération.....	91
14. régime fiscal.....	92
15. les admissions.....	92
Conclusion.....	93
CONCLUSION GENERALE.....	94

Annexes

Références Bibliographiques

Listes des figures et des tableaux