

EVALUATION ET MARCHE FINANCIER EN ALGERIE

Sid Ali BOUKRAMI

Professeur à l'Université d'Alger

Président de la Commission d'Organisation
et de Surveillance des Opérations de Bourse

Le marché international n'offre plus les conditions adéquates de financement du développement des entreprises dans la mesure où les marges imposées aux débiteurs ne cessent de s'élargir pour représenter deux à trois fois le taux de base qui se situe désormais à des niveaux voisins de 3%.

Les emprunteurs dits de seconde classe se voient contraints de rémunérer leurs engagements à un taux de sortie à deux chiffres.

Au plan interne, le recours au budget de l'Etat pour le financement de la croissance est également exclu dans la mesure où l'orthodoxie devient incontournable afin d'éviter le retour à l'inflation d'autant plus que l'indice de prix à la consommation se situe autour d'un point pour les pays de l'O.C.D.E.

De plus, la mondialisation entraîne les regroupements, des fusions et la disparition de nombreuses places financières en vue d'abaisser les coûts d'intermédiation.

Dans ce contexte, il ne saurait y avoir d'alternatives à la croissance intensive et à l'amélioration des modes de gestion dans le cadre des réformes structurelles.

Ainsi, la privatisation semble être la principale justification pour le développement d'un marché des capitaux dans le cadre des réformes structurelles mises en œuvre dans de nombreux pays car la détermination du prix de cession des titres devait obéir à des critères précis en respectant un niveau de transparence suffisant.

La diversification des risques, l'intermédiation et la réserve des valeurs pourraient être des facteurs essentiels d'un marché traditionnel qui devrait se distinguer pour son efficience, sa liquidité, sa versatilité et une réduction des coûts. Ces caractéristiques distinctives et ces fonctions principales semblent s'effacer derrière la mission centrale de la privatisation qui apparaît comme un choix délibéré dans le mode de gestion de l'économie.

Dès la fin des années 80, l'idée de créer une bourse des valeurs en Algérie se trouvait dans de nombreux débats et les premiers textes législatifs étaient promulgués dès 1990. Mais l'absence d'un plan effectif de privatisation avait exclu toute concrétisation de ce projet. Il faut toutefois souligner que l'année 1993 allait être marquée par la publication de textes sur les valeurs mobilières et par des ajustements traduisant davantage une prudence excessive à l'égard des forces du marché qui risquaient de se substituer au rôle d'un organe central de planification.

En 1996, la privatisation prenait une place de plus en plus importante dans les discours officiels et figurait dans les programmes du Gouvernement qui s'était d'ailleurs doté d'outils appropriés comme le Conseil National de Privatisation et le Conseil National des Participations de l'Etat chargés du suivi et de la supervision des opérations.

L'environnement de l'entreprise demeurait très bureaucratique et préjudiciable à un fonctionnement selon les règles marchandes qui imposent la présence d'entrepreneurs et une prise en charge des risques en accordant une marge de tolérance à l'initiateur de ce fonctionnement marchand.

A la fin de l'année 1997, la présence d'un emprunt obligataire Sonatrach sur le marché a constitué incontestablement un signal puisque la réaction d'un public non initié a été positive.

Les progrès accomplis au plan de la culture financière laissent donc présager un développement rapide des titres de capital en supposant que l'offre soit continue.

La démarche s'articule autour de la nature de la relation entre la privatisation et le marché des capitaux qui peut engendrer une "dichotomie" entre la sphère financière et la sphère réelle, une entropie institutionnelle, un transfert des revenus vers l'extérieur et des dysfonctionnements des mécanismes d'évaluation.

Notre propos consiste à s'interroger sur les effets pervers en vue de limiter leur ampleur.

A - Comment éviter la dichotomie entre la sphère financière et la sphère réelle ?

En d'autres termes, il s'agit de ne pas substituer la spéculation à l'investissement. Nous notons d'ailleurs que les banques, les sociétés d'assurance et les autres institutions financières figurent largement parmi la liste des sociétés admises à la côte des "Bourses" de la région.

Pour l'Algérie, les deux premiers appels à l'épargne publique concernent ERIAD/SETIF et SAIDAL (titres de capital).

* Pour ERIAD/SETIF, les bénéfices nets réalisés avoisinent 25 millions de dollars et le prix fixe offert par action est de 40 dollars U.S.

Le Price Earning Ratio (P.E.R.) serait donc voisin de 8 alors que nous notons un P.E.R. supérieur à 10 ou 12 dans le secteur agro-alimentaire.

Il s'agit bien d'un prix attractif, d'autant plus que le secteur agro-alimentaire de base dispose d'une demande solvable importante et croissante.

Le siège de l'entreprise est également la capitale des hauts plateaux qui était le grenier à blé du pays et le management présente une stabilité relative appréciable.

Cette société dispose d'ailleurs d'une trésorerie abondante puisque le niveau se situe autour de 50 millions de dollars, qui n'a pas été sans susciter une question d'un

observateur attentif sur l'utilité de collecter auprès du public cinquante autres millions de dollars ?

Le premier objectif recherché consiste à obtenir une meilleure transparence de la gestion avec une information continue suffisante en qualité et en quantité et un contrôle permanent par le marché des capitaux. La réaction des bailleurs de fonds et des investisseurs à une "*offre*" constitue une appréciation utile. Dans une seconde phase, l'entreprise devra garantir un rendement aux actionnaires par la mise en œuvre d'un programme judicieux d'investissement.

* **SAIDAL** est la principale société algérienne dans le secteur des produits pharmaceutiques et le marché domestique présente un potentiel annuel voisin de quatre cents millions de dollars, donc dispose d'un pouvoir de négociation non négligeable dans la région et sur le continent. Les accords de partenariat diversifiés avec les premières firmes mondiales confirment cette tendance.

SAIDAL ouvre ainsi son capital social à concurrence de 20% en utilisant un P.E.R. plus élevé que celui de E.R.I.A.D./S.E.T.I.F. largement expliqué par la densité technologique et le délai de récupération du capital plus long de sa branche chimie et pharmacie.

Une vingtaine d'entreprises publiques répondant aux critères préalables envisagent de présenter des demandes de visas à la C.O.S.O.B. parmi lesquelles nous relevons la présence des cimenteries, des entreprises portuaires, touristiques et des services pétroliers...

La demande locale de ces produits confère à ces postulants des avantages en vue de consolider la croissance du secteur réel.

B - La question des transferts des revenus

Au cours de la dernière décennie, l'économie nationale a dû transférer d'importants revenus à l'extérieur, liés à son endettement, et il suffit de rappeler que les taux d'intérêts réels avoisinaient 7%.

Avec des *taux d'inflation* rarement supérieurs à 2% pour les principaux pays industrialisés, cette question prend une importance particulière et le recours à l'endettement extérieur pour financer l'économie ne saurait être un choix délibéré.

De plus, les récents développements en Asie du Sud-Est ont rappelé le danger d'un recours systématique aux capitaux à court terme.

L'émission Sonatrach en 1988 a permis de mobiliser 12,057 milliards de dinars en une quinzaine de jours alors que le montant initial était de 5 milliards de dinars et la période de souscription de 45 jours. La collecte de plus de 220 millions de dollars en un temps record a confirmé le potentiel du marché obligataire algérien à condition que certains critères soient respectés :

- . qualité de signature de l'émetteur,
- . rémunération attractive (13% et prime d'émission de 2,5%),
- . crédibilité des autorités financières (la baisse des taux d'intérêt de plus de 7 cent selon les engagements pris),
- . liquidité garantie sur le marché secondaire et cotation selon un Benchmark (t.i. Bancaire),
- . garantie de la bonne utilisation des ressources collectées,
- . exonération fiscale des plus-values et des coupons.

Ces conditions deviennent d'ailleurs la référence pour se présenter sur le marché des titres de créance.

Parallèlement à cette opération, les titres du Trésor se négocient selon les échéances normalisées avec la participation de spécialistes en valeur du trésor qualifiés.

Les bons du Trésor à 3 mois et à une année devraient être un support essentiel du marché financier au cours des cinq prochaines années et figurer dans les portefeuilles des particuliers et des entreprises non financières.

Leur consécration serait cependant tributaire du développement d'une *intermédiation privée* effective.

* La SONELGAZ n'exclut pas la possibilité du lancement d'un emprunt hybride ouvert à la communauté

algérienne en Europe, selon les modalités définies sur la base des conditions du marché.

Les performances remarquables de cette société au niveau de la région la prédisposent à être éligibles à ce genre d'opération. Il suffit d'indiquer que, en matière d'électrification, les résultats obtenus soutiennent la comparaison avec ceux de la rive nord de la Méditerranée.

Les grandes firmes nationales, le Trésor ou les organismes ayant une mission de service public pourraient accorder un intérêt pour l'épargne des nationaux résidents et *non résidents*.

C - L'entropie

L'entropie menace les institutions qui consomment plus de ressources qu'elles n'en fournissent à la collectivité. Cette déviation substitue les intérêts des membres de l'organisme créé à ceux de la société.

Les budgets démesurés et les recrutements massifs donnent rapidement une taille disproportionnée aux "*appareils*" qui n'obéissent plus aux critères de performance, d'évaluation et de compétitivité.

Il s'agit de maintenir la dimension des organes en rapport avec leurs activités, avec des coûts d'intermédiation compétitifs (voir annexe).

D - Evaluation et prix

Il s'agit de la question centrale dans la mesure où les fluctuations boursières des pays en voie de développement s'écartent fortement de l'évaluation normale ou de la valeur de l'entreprise d'une part, et les coûts historiques s'écartent des perspectives d'autre part.

En d'autres termes, nous devons distinguer la valeur comptable, la valeur économique et le prix du marché qui fait l'objet de négociation et exprime également la tendance générale.

L'évaluation économique se réfère d'abord à "*l'actif net corrigé*" (comptable), mais les flux financiers anticipés retiennent davantage l'attention de l'évaluateur qui est d'abord soucieux de protéger les intérêts des porteurs minoritaires.

L'acheteur d'un titre s'intéresse à "*l'avenir*" car il veut connaître le potentiel de l'entreprise, ses projets, ses projections.

Les évaluateurs utilisent également des cours comparés des entreprises similaires pour obtenir un P.E.R. de base qui leur permette d'obtenir un "*cours économique ajusté*" à partir des bénéfices nets enregistrés. Ils peuvent également fonder leurs appréciations sur les transactions comparées qui concernent des entreprises du même secteur, de taille identique.

En réalité, les "*bénéfices nets effectivement réalisés*" demeurent le passage incontournable de tout analyste soucieux de présenter une évaluation, mais la question réside dans le "*multiplicateur utilisé*" pour obtenir le cours et les critères du choix.

Dans le cadre des privatisations, les vendeurs n'arrivent pas à trouver un terrain d'entente avec les acheteurs potentiels car ces derniers se concentrent exclusivement sur les "*perspectives*" de profit ou de gains de l'affaire alors que les premiers parlent de "*coûts historiques*" ou des charges d'investissement supportés par le passé.

L'acheteur d'un titre dispose d'alternatives ou d'autres opportunités qui comportent le moindre risque (bons du Trésor) et compare les rémunérations offertes par ces placements en ajoutant des "*primes spécifiques*" calculées selon des estimations.

Le marché peut cependant sous-évaluer un titre ou le surévaluer selon que l'on soit sur une tendance baissière (Bears) ou une tendance haussière (Bulls) et de nombreuses firmes spécialisées dans le "*hedging*" achètent les titres sous-évalués ou vendent à terme les titres surévalués (neutral market).

Les émetteurs savent pertinemment qu'un marché fébrile pénalise toujours le lancement d'une opération.

Le passage d'une économie planifiée à une économie de marché avec des "*risk-takers*" impose la présence active d'entrepreneurs dont le rôle consiste à valoriser l'avenir.

Les modalités de mise en œuvre de ce projet seraient facilitées par la participation d'un groupe actif d'entrepreneurs jouissant d'une crédibilité afin de veiller à créer les meilleures conditions pour l'investissement sans lequel le lien avec le progrès serait rompu.

A la lumière de ces derniers développements, les solutions traditionnelles de financement montrent leurs limites et confirment le rôle central du marché pour la détermination des prix dans le cadre de la privatisation.

Les flux de capitaux extérieurs contribuent cependant à une plus grande volatilité des marchés secondaires de titres en accélérant les hausses en période de surévaluation et les baisses en périodes de sous-évaluation.

Dans la phase actuelle, la justification principale d'un marché actif secondaire ne saurait être qu'un programme intense de privatisation des entreprises publiques en privilégiant l'apport des investisseurs nationaux résidents et non résidents pour se préserver des turbulences citées.

La réforme du système ne saurait se limiter à cette action mais suppose la mise en place de mécanismes permanents de négociation entre les intervenants, en veillant à instaurer des conditions plus concurrentielles qui s'expriment dans une meilleure transparence des transactions, une fluidité suffisante des opérations et des délais de réaction raisonnables aux paramètres du marché.

La réforme du système financier devrait se traduire par l'instauration d'un équilibre entre les intérêts des épargnants bailleurs de fonds d'une part, et des investisseurs d'autre part.