

ABDELKADER GLIZ (*) (1)

Le problème de l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché

INTRODUCTION :

La transition vers l'économie de marché a nécessité de la part du gouvernement algérien l'adoption d'un large programme de privatisation dont la mise en oeuvre se pose en des termes complexes, notamment en matière d'évaluation de l'entreprise. La détermination du prix de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition est une opération délicate en raison des bouleversements économiques faisant suite au changement de système économique. En effet, dans un environnement en transformation profonde, il devient difficile d'avoir des anticipations fiables concernant l'avenir de l'entreprise. De plus, le faible développement des mécanismes de marché rend problématique l'utilisation satisfaisante des méthodes standards d'évaluation. Ainsi, en l'absence de normes et de références relativement stables, l'évaluation de l'entreprise comporte un risque d'erreur assez élevé dans la mesure où la valeur estimée peut s'écarter fortement de la valeur «intrinsèque» de l'entreprise.

Le présent article est consacré à l'exposé des principes standards de l'évaluation de l'entreprise et des difficultés d'évaluation dans un contexte de transition vers l'économie de marché. Il est organisé en trois sections. La première section présente les méthodes standards d'évaluation de l'entreprise à savoir, la méthode des cash-flows actualisés (valeur de rendement) et la méthode de la valeur comptable nette corrigée (valeur patrimoniale). Un des objectifs de cette section est de permettre l'appréciation des méthodes utilisées pour l'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger. La deuxième section est une réflexion visant à faire ressortir les principales difficultés d'évaluation en contexte de transition vers l'économie de marché. La troisième section considère l'exemple concret de l'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger (Eriad-Sétif, Saïdal et El-Aurassi) pour faire ressortir les difficultés pratiques de l'évaluation et les risques d'erreur qui peuvent en résulter. Cette section montrera, entre autres, que les méthodologies d'évaluation retenues par les cabinets d'expertise ne sont pas équivalentes.

1 - LES METHODES STANDARDS D'EVALUATION DE L'ENTREPRISE.

Fondamentalement, la valeur de l'entreprise est la valeur actuelle des revenus anticipés qu'elle est susceptible de générer. Ces revenus peuvent être de l'un des deux types suivants: La première possibilité est un revenu relativement durable constitué des cash-flows futurs si la décision des actionnaires est de poursuivre l'activité de l'entreprise. Dans ce cas, la valeur de l'entreprise est la valeur de rendement VR et est égale à la somme des cash-flows actualisés au coût du capital diminuée de la valeur de la dette. La deuxième possibilité est un revenu immédiat constitué de la valeur de liquidation si la décision des actionnaires est de cesser l'activité de l'entreprise. Dans ce cas, la valeur de l'entreprise est la valeur patrimoniale VP qui est égale à sa valeur comptable nette corrigée. Etant donné l'objectif de maximisation de leur richesse, les actionnaires choisiront la poursuite (la cessation) de l'activité si la valeur de rendement (la valeur patrimoniale) est supérieure à la valeur patrimoniale (la valeur de rendement). En d'autres termes, la valeur de l'entreprise E (valeur des fonds propres) est donnée par l'équation suivante:

$$E = \text{Max} \{V_R, V_p\} \quad (1)$$

Si $\text{Max} \{V_R, V_p\} = V_R$, la différence $(V_R - V_p)$ est appelée *goodwill*.
 Par contre si $\text{Max} \{V_R, V_p\} = V_p$, la différence $(V_p - V_R)$ est appelée *badwill*.

L'équation (1) est basée sur le principe de maximisation de la richesse des actionnaires et implique que lorsque la valeur de rendement est inférieure à la valeur patrimoniale, la décision optimale des actionnaires est la liquidation de l'entreprise. Ce corollaire est évidemment à tempérer lorsque l'actionnaire majoritaire ou unique est l'Etat. Ce dernier, tenant compte des bénéfices et coûts sociaux et des potentialités de développement futur (par exemple faisant suite à une privatisation) peut ne pas toujours conclure à la liquidation de l'entreprise.

Une question importante posée ici est de savoir pourquoi un bien, en l'occurrence l'entreprise, possède-t-il deux valeurs, soit une valeur patrimoniale et une valeur de rendement? En fait, l'entreprise est concernée par deux marchés: Le marché des actifs financiers (des actions) et le marché des actifs physiques (des biens constitutifs du patrimoine). Si ces deux marchés étaient efficaces, un processus d'arbitrage devrait faire converger V_p et VR . Mais, (2) V_p et VR peuvent diverger pour au moins quatre raisons : En premier lieu, la rentabilité prévisionnelle peut différer de la rentabilité espérée (coût du capital), ce qui a pour conséquence d'éloigner VR et VP . En second lieu, la valeur patrimoniale est une notion incomplète en ce sens qu'elle n'inclut pas tous les éléments du patrimoine tels que le savoir-faire et la qualité du management. En troisième lieu, le patrimoine de l'entreprise comprend entre autres des investissements spécifiques, c'est-à-dire des actifs physiques dont la valeur à l'intérieur de l'entreprise est supérieure à la valeur à l'extérieur de l'entreprise. Enfin, la convergence de VR et de VP est généralement freinée par la fluidité insuffisante des deux marchés, en particulier par les délais d'ajustement longs sur le marché des actifs physiques.

1.1- La méthode des cash-flows actualisés.

La méthode des cash-flows actualisés est une méthode standard d'évaluation de l'entreprise et de l'investissement. Cette méthode d'évaluation considère l'entreprise comme un investissement dont l'objectif est la production de flux de liquidités futurs. L'entreprise est ainsi assimilée à un capital destiné à accroître la richesse de ses actionnaires. La valeur de l'entreprise est dans ce cas similaire au critère de la valeur actuelle nette servant à la sélection de l'investissement. La valeur de l'action s'obtient directement en divisant par le nombre total d'actions, la valeur totale de l'entreprise déduction faite de la valeur de la dette. L'estimation de la valeur de l'entreprise nécessite l'estimation des cash-flows anticipés et du coût du capital de l'entreprise.

1.1.1- L'estimation des cash-flows.

L'estimation des cash-flows nécessite que soit effectué un diagnostic complet de l'entreprise qui est en fait l'étape préalable à toute évaluation d'entreprise. Le diagnostic est une analyse approfondie de l'entreprise afin de faire ressortir ses points faibles et ses points forts et d'apprécier ses potentialités de fonctionnement futur. Le diagnostic porte sur l'analyse historique de l'entreprise et ses perspectives stratégiques. L'analyse historique a pour objectif de faire ressortir les caractéristiques fondamentales de l'entreprise et d'effectuer une analyse financière de l'entreprise. L'analyse stratégique permet d'obtenir la projection des cash-flows futurs.

A l'effet de déterminer l'expression des cash-flows futurs nécessaires à l'estimation de la valeur de l'entreprise, considérons les caractéristiques générales suivantes de l'entreprise (3) :

T : Durée de vie de l'entreprise. Les modèles d'évaluation considèrent généralement que T tend vers l'infini.

Rt : Recettes anticipées de l'entreprise à l'année t .

Ct : coûts opérationnels anticipés de l'entreprise à l'année t . Il s'agit des coûts anticipés hors charges financières de la dette et des fonds propres, des charges d'amortissement et de l'impôt sur le bénéfice. Ct comprend donc le coût des matières et fournitures et des services, les charges salariales et les impôts hors impôt sur le bénéfice.

At : Dotations aux amortissements de l'année t . Ces dotations peuvent être calculées, par exemple selon la méthode linéaire ou la méthode dégressive.

t : Taux de l'impôt sur le bénéfice de l'entreprise.

ke : Coût des fonds propres. C'est la rémunération minimale attendue par les actionnaires.

kd : Coût de la dette.

E : Valeur des fonds propres.

D : Valeur de la dette.

Du point de vue des apporteurs de fonds propres, l'acquisition de l'entreprise engendre les flux de liquidités suivants décrits au tableau 1. L'objectif ici est de déterminer la valeur des fonds propres E .

Tableau 1: Flux de liquidités du point de vue des apporteurs de fonds propres.

t	Flux de liquidités disponibles aux apporteurs de fonds propres
0	$-E$
$t \in]0, T[$	$R_t - C_t - k_d D - \tau(R_t - C_t - k_d D - A_t) - I_t$
T	$R_T - C_T - k_d D - \tau(R_T - C_T - k_d D - A_T) - I_T - D + VR_T$

Le tableau 1 est établi sur la base des éléments suivants: Au temps $t=0$, le repreneur débourse le montant E pour l'acquisition des actions de l'entreprise. Au temps $t = 1, 2, \dots, T$, l'entreprise encaisse les recettes R_t et décaisse les coûts opérationnels C_t , les frais financiers $k_d D$ et l'impôt sur le bénéfice $\tau(R_t - C_t - k_d D - A_t)$. I_t est le montant que l'entreprise décide de retenir à chaque période t pour financer l'investissement de renouvellement nécessaire au maintien en l'état des conditions initiales de fonctionnement. Le montant I_t peut être dépensé au temps t ou mis en réserve pour un investissement futur. Le montant $(R_t - C_t - k_d D - \tau(R_t - C_t - k_d D - A_t) - I_t)$ est donc le revenu disponible aux apporteurs de fonds propres durant chaque période t . Au temps T , le repreneur rembourse le montant D de la dette. VR_T est la valeur de revente de l'entreprise au temps T , c'est à dire le montant que le repreneur estime pouvoir obtenir par la revente de l'entreprise au temps T . En symbolisant par B_t le bénéfice comptable de l'entreprise, nous avons $B_t = (R_t - C_t - k_d D - A_t)(1 - \tau)$. Le montant disponible aux apporteurs de fonds propres est donc $(B_t + A_t - I_t)$. Le taux k_e étant le taux de rendement minimal espéré par le repreneur, ce dernier n'acceptera l'acquisition de l'entreprise que si :

$$-E + \sum_{t=1}^T (B_t + A_t - I_t)(1 + k_e)^{-t} + (VR_T - D)(1 + k_e)^{-T} \geq 0 \quad (2)$$

Si l'on considère que l'acheteur et le vendeur ont les mêmes anticipations et que k_e est une donnée objective du marché (voir section 1.1.2), alors du côté du vendeur, la valeur des fonds propres E de l'entreprise est déterminée par l'inégalité (2) avec le signe \leq . L'équilibre entre l'acheteur et le vendeur implique l'égalité (3) qui donne l'expression de la valeur des fonds propres, soit:

$$E = \sum_{t=1}^T (B_t + A_t - I_t)(1 + k_e)^{-t} + (VR_T - D)(1 + k_e)^{-T} \quad (3)$$

En réalité, la valeur des fonds propres du point de vue de l'acheteur EA peut être différente de la valeur des fonds propres du point de vue du vendeur EV . Une condition de l'échange est alors que $EV < EA$. Le prix

d'équilibre s'établira entre EV et EA et dépendra des conditions de négociation.

La détermination de la valeur de revente de l'entreprise est relativement complexe car elle se situe à un horizon éloigné, soit le temps T . La démarche la plus courante pour son estimation est de la considérer comme étant égale aux flux de liquidités anticipés pour les périodes au-delà de T . La valeur de revente peut donc être à son tour estimée au moyen de l'équation (3) avec l'indice t allant de T à l'infini. Ainsi et en supposant pour simplifier que B_t et I_t sont constants et que l'amortissement est linéaire, on obtient l'équation suivante de la valeur des fonds propres (voir annexe) :

$$E = \frac{B_t + A_t - I_t}{k_e} \quad (4)$$

De façon tout à fait équivalente, l'évaluation de l'entreprise peut s'effectuer également à l'aide d'autres formules de cash-flow sous réserve du choix du taux d'actualisation approprié. En annexe, on montre en effet que :

$$E = -D + \frac{B_t + A_t + k_d D(1 - \tau) - I_t}{k} \quad (5)$$

Le taux d'actualisation approprié est dans ce cas le coût du capital k suivant :

$$k = k_e \frac{E}{E + D} + k_d (1 - \tau) \frac{D}{E + D} \quad (6)$$

L'annexe montre également que les fonds propres peuvent être évalués selon l'équation (7) suivante :

$$E = -D + \frac{B_t + A_t + k_d D - I_t}{k'} \quad (7)$$

Le taux d'actualisation approprié est dans ce cas le coût du capital suivant :

$$k' = k_e \frac{E}{E + D} + k_d \frac{D}{E + D} \quad (8)$$

La valeur des fonds propres selon les équations (5) et (7) a l'avantage d'utiliser la notion de coût moyen pondéré du capital, laquelle permet de faire ressortir l'existence d'une possible relation entre structure du capital et valeur totale de l'entreprise. Cette relation est l'objet de la sous-section 1.1.2.

1.1.2- La détermination du coût du capital.

Pour le financement de ses opérations de production et d'investissement, l'entreprise peut obtenir plusieurs types de financement, d'une part, par l'émission d'actions ordinaires, d'actions privilégiées, d'obligations et autres types de titres et d'autre part en contractant des dettes auprès de

la banque et éventuellement des fournisseurs. Pour notre analyse, nous simplifions cette panoplie de financement et ne retenons que les deux principales formes: les actions ordinaires (les fonds propres) et les obligations (la dette). Une différence importante entre ces deux types de titres est l'obligation légale faite à l'entreprise de verser aux détenteurs d'obligations à échéances fixes un montant déterminé appelé coupon d'intérêt et de rembourser la valeur nominale à l'échéance du crédit. Par contre, le versement des dividendes aux détenteurs d'actions ne peut avoir lieu qu'après le paiement par l'entreprise de tous les coûts opérationnels, des charges financières (coupons d'intérêts) et de l'impôt sur les bénéfices. De même, en cas de difficultés financières de l'entreprise (faillite), le désintéressement des créanciers est prioritaire par rapport à celui des actionnaires.

Ces développements montrent que l'acquisition d'une action par un investisseur représente plus de risque que l'acquisition d'une obligation. De ce fait, le taux de rendement financier attendu par les actionnaires est supérieur au taux d'intérêt servi aux détenteurs d'obligations. Le Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers -MEDAF, que nous présentons brièvement ci-dessous est un modèle permettant de décrire la relation (linéaire) croissante entre le niveau de risque et le taux de rendement espéré.

L'existence de l'impôt sur les bénéfices de l'entreprise a un effet direct sur le calcul du profit comptable et du cash-flow de l'entreprise. En particulier, la réglementation fiscale permet à l'entreprise de déduire de son revenu imposable les dotations aux amortissements et les charges financières de l'endettement. Ainsi, l'augmentation des charges d'intérêt diminue la base imposable et donc le montant de l'impôt sur le bénéfice. t étant le taux de l'impôt sur le bénéfice et kd le coût nominal de la dette, le coût de la dette après impôt sur le bénéfice de l'entreprise devient $kd(1-t)$. Les dividendes, par contre sont payables sur la base du revenu net après impôt sur le bénéfice. Par conséquent, le paiement de dividendes n'entraîne pas la diminution du montant de l'impôt sur le bénéfice de l'entreprise. Le coût des fonds propres n'est donc pas multiplié par le facteur $(1-t)$.

Nous avons montré à la sous-section 1.1.1 que la valeur des fonds propres de l'entreprise pouvait être déterminée de façon tout à fait équivalente selon les équations (4), (5) et (7) sous réserve du choix du taux d'actualisation *approprié*.

La détermination de kd ne pose pas de difficultés particulières. Lorsque la dette prend la forme de crédits bancaires, c'est à dire d'une dette de gré à gré, le coût de la dette est simplement égal au taux d'intérêt actuariel du crédit(4). Si la dette prend la forme d'obligations négociables sur le marché, D devient la valeur de marché des obligations en cours et le coût de la dette est égal au taux de rendement actuariel.

Le coût des fonds propres ke est plus complexe à déterminer. Il est égal au taux de rendement espéré par les actionnaires compte tenu du niveau de risque attaché à l'entreprise. Le Modèle d'Evaluation Des Actifs

Financiers- MEDAF (Capital Asset Pricing Model -CAPM) est un modèle standard permettant d'estimer le taux de rendement espéré en fonction de son risque. Le coût des fonds propres est, dans ce cas, déterminé par l'équation suivante (5):

$$E(R_j) = R_f + (E(R_m) - R_f) \beta_j \quad (9)$$

$$\text{Où } \beta_j = \frac{COV(R_j, R_m)}{VAR(R_m)}$$

avec :

$E(R_j)$: Taux de rendement espéré pour l'achat de l'action j .

$E(R_m)$: Taux de rendement espéré du marché financier.

R_f : Taux d'intérêt sans risque.

Ce modèle a été développé quasi-simultanément par W. Sharpe (1964), J. Lintner (1965) et J. Mossin (1965). Il indique que le rendement attendu pour l'action j est composé du taux d'intérêt sans risque R_f et d'une prime de risque. Cette dernière est égale au produit entre d'une part, le risque systématique β_j de l'action (l'entreprise) j et d'autre part, la prime de risque du marché ($E(R_m) - R_f$), cette dernière étant égale à l'excès de la rentabilité espérée du marché par rapport au taux d'intérêt sans risque. En dépit de certaines hypothèses assez restrictives, l'équation du MEDAF trouve un certain nombre d'applications pratiques. (6)

Le facteur bêta (β) est d'une importance capitale dans la détermination du coût des fonds propres de l'entreprise. Dans le cadre du MEDAF, c'est le seul facteur qui détermine le niveau de risque de l'entreprise. L'étude de bêta a pris pour cela une importance considérable(7). Une partie des travaux a porté sur l'estimation du coefficient bêta pour les entreprises cotées et les secteurs d'activité. Ces estimations ont permis de mieux apprécier le risque des entreprises et ont eu un effet bénéfique pour la pratique de la gestion de portefeuille. Un deuxième type de travaux portant sur le coefficient bêta a porté sur la relation existant entre la valeur du bêta de l'action et les caractéristiques, notamment financières et comptables, de l'entreprise.

La relation entre le coût du capital et la structure du capital est une question centrale de la finance d'entreprise. Cette question revient, entre autres, à savoir si la valeur totale de l'entreprise est modifiée par un changement dans la structure du capital de l'entreprise. Il revient à Modigliani & Miller (1958 et 1963) d'avoir pour la première fois traité cette relation avec rigueur dans leur modèle de classes de risque. En se basant sur le Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers, Hamada R (1969) a étendu cette question au cas où les entreprises n'appartiendraient pas à la même classe de risque. Le problème de la détermination de la structure du capital de l'entreprise a été par la suite abordé dans le cadre d'autres problématiques telles que : Les coûts de la faillite, l'asymétrie de l'information, les coûts d'agence et le contrôle de l'entreprise.(8)

Pour faire ressortir la relation existant entre la structure du capital, la valeur totale de l'entreprise et le coût du capital, Modigliani & Miller considèrent un modèle où les firmes sont subdivisées en classes de risque et traitent cette question à l'intérieur de chaque classe de risque. Pour cela, Modigliani & Miller considèrent deux entreprises appartenant à la même classe de risque et identiques en tout point, sauf dans leur structure du capital. La relation entre la valeur de l'entreprise et la structure du capital est obtenue dans une optique d'équilibre du marché financier. Plus précisément, il s'agit de comparer les positions d'investissement dans ces deux firmes procurant à l'investisseur le même rendement. Compte tenu de l'appartenance de ces deux firmes à la même classe de risque, ces deux positions d'investissement doivent avoir le même prix de marché et ce, à travers le processus d'arbitrage. L'équilibre du marché financier, obtenu à travers le processus de l'arbitrage, implique la relation suivante entre la valeur totale de l'entreprise et le niveau de l'endettement :

$$V_L = V_u + \tau D \quad (10)$$

Cette équation constitue la proposition de Modigliani & Miller de la relation entre la valeur de l'entreprise et la structure du capital(9). En d'autres termes, la valeur de marché de l'entreprise avec dette V_L est égale à la valeur de l'entreprise sans dette V_u augmentée de la valeur actuelle du gain d'impôt généré par la dette τD . Ceci constitue une conclusion fondamentale de la finance d'entreprise. Lorsque $\tau = 0$, nous avons $V_L = V_u$, ce qui signifie qu'en l'absence de l'impôt sur le bénéfice de l'entreprise, la valeur de l'entreprise est indépendante de la structure du capital. C'est la thèse de la neutralité de la structure du capital. L'équation (10) implique qu'en présence de l'impôt sur le bénéfice des entreprises ($\tau \neq 0$), la structure du capital optimale de l'entreprise consiste en 100% de dette. En réalité, il n'existe pas de firme ayant 100% de dette. Plusieurs facteurs ont été invoqués par la suite pour expliquer la différence entre la réalité et les implications de cette théorie, notamment l'existence de coûts de la faillite, de coûts d'agence et de la valeur de liquidation de l'entreprise. La prise en compte des coûts de faillite et des coûts d'agence a pour effet de modifier comme suit l'équation (10) :

$$V_L = V_u + \tau D - \text{Valeur actuelle des coûts de la faillite} - \text{Valeur actuelle des coûts d'agence.} \quad (11)$$

Dans ce cas, l'endettement optimal résulte de l'arbitrage entre l'effet positif de l'endettement (diminution du montant de l'impôt) et de l'effet négatif de l'endettement (augmentation du coût espéré de la faillite et des coûts d'agence).

1.2- La valeur de l'entreprise basée sur le patrimoine.

D'une façon générale, la valeur patrimoniale de l'entreprise représente la somme algébrique de la valeur des éléments composant l'entreprise. Dans cette approche, les principales sources d'information sont le bilan, les inventaires et les divers contrats de l'entreprise (prêt, emprunt, bail, leasing,...). En se basant sur la notion de patrimoine pour déterminer sa

valeur, l'entreprise apparaît comme étant une addition d'éléments ne constituant pas un ensemble coordonné et organisé pour la réalisation d'un objectif donné, en l'occurrence, la rentabilité des capitaux investis. En fait, la valeur patrimoniale est souvent considérée comme une valeur de liquidation de l'entreprise. La valeur patrimoniale est estimée par la Valeur Comptable Nette Corrigée -VCNC(10).

La valeur comptable nette corrigée est la différence entre l'actif net corrigé et le passif exigible corrigé. La VCNC considère la valeur actualisée de tous les éléments du bilan et tient compte de leur état réel actuel (fiabilité, degré de vétusté,...). Les éléments hors-bilan de l'entreprise, tels que les garanties accordées, sont également considérés. La VCNC nécessite de s'assurer qu'aucun élément du patrimoine n'est omis et que ne sont pas pris en considération les éléments disparus ou détruits et figurant encore en comptabilité. Cette double nécessité exige la mise en parallèle entre les éléments du bilan et les éléments de l'inventaire. Seuls sont concernés par la VCNC, les biens faisant *juridiquement* partie du patrimoine de l'entreprise. La VCNC permet d'effectuer un audit approfondi de l'entreprise et une actualisation de son bilan.

1.2.1- Estimation de l'actif net corrigé.

Pour l'évaluation de l'actif net corrigé, la méthodologie consiste à procéder poste par poste en faisant systématiquement le parallèle entre les rubriques du bilan et les rubriques de l'inventaire physique.

i) Les frais d'établissement. Ce sont des frais occasionnés lors de la création de l'entreprise, d'un investissement, d'une fusion,... Ce sont des charges importantes qui sont réparties sur plusieurs exercices. Il ne s'agit pas d'un actif physique identifiable et ne sont, d'une façon générale, pas incorporés dans l'actif net corrigé.

ii) Les terrains. L'évaluation des terrains est une tâche difficile et nécessite au préalable de s'assurer que ceux-ci sont bien la propriété de l'entreprise. Il existe plusieurs méthodes de détermination de la valeur des terrains, notamment :

- Sur la base de la valeur d'acquisition et des taux de croissance des prix des terrains, déterminer la valeur actuelle par capitalisation.
- Recours à des agences immobilières.

iii) Les constructions. Dans la plupart des cas, la valeur historique des immobilisations n'est plus le reflet de leur valeur actuelle. La réévaluation des constructions peut être abordée de plusieurs manières, notamment par la méthode indiciaire, la méthode de la reconstruction, la méthode du revenu et le recours aux agences immobilières(11).

iv) Matériels et équipements. Cette rubrique est caractérisée par une

description détaillée de l'existant. Pour son évaluation, on peut recourir à plusieurs méthodes, notamment la méthode indiciaire, la méthode du coût de remplacement et la méthode de la valeur d'usage. D'une façon générale, au-delà d'un certain âge, la valeur de l'équipement décroît très rapidement, en raison notamment de l'obsolescence technique.

v) Autres valeurs immobilisées. Sous cette rubrique, on trouve principalement les prêts à plus d'un an et les titres de participation. La valeur des prêts à plus d'un an est égale au montant nominal du prêt. Cette valeur doit être cependant ajustée en fonction du taux d'intérêt du marché et du risque de non-remboursement. Pour les titres cotés en bourse, la valeur à considérer est le cours boursier. Pour les titres non cotés en bourse, leur valeur est obtenue en appliquant les méthodes d'évaluation aux actions concernées. La valeur retenue des titres de participation doit tenir compte de leur utilité pour l'entreprise. L'évaluation des titres de participation passe par celle de l'entreprise émettrice. On peut même aboutir à des évaluations en cascade si l'entreprise émettrice détient à son tour des titres de participation.

vi) Les stocks. L'évaluation des stocks est une opération complexe en raison notamment de leur grande diversité. Sous cette rubrique, on trouve en effet, les matières et fournitures, les produits finis, les produits semi-finis, les emballages, les fournitures de bureaux,... L'évaluation des stocks nécessite au préalable un inventaire physique. La valeur des stocks est égale soit au prix d'acquisition actuel (matières et fournitures, fournitures de bureaux,...) soit au coût de production (produits finis et produits semi-finis). Si les stocks existants sont surdimensionnés, des ajustements peuvent être apportés, notamment pour tenir compte du coût d'immobilisation des fonds. Les stocks étant par nature en perpétuel mouvement, leur valeur à la date de reprise peut différer de celle déterminée lors de l'évaluation.

vii) Les créances. Les comptes de créances sont à analyser avec précision et prudence. En premier lieu, il s'agit de vérifier leur solde. Si cette vérification s'avère satisfaisante, il y a lieu d'apprécier la solvabilité de chaque débiteur et d'appliquer les abattements nécessaires pour l'ajustement au risque de non-remboursement. La valeur des créances sera ainsi égale à la valeur actualisée des montants ajustés au risque.

La sommation des éléments corrigés de l'actif donne l'actif net corrigé. Deux cas peuvent se présenter. Lorsqu'il s'agit de la cessation de l'activité de l'entreprise, l'acquéreur doit payer la valeur négociée de l'actif. Il reviendra par la suite au liquidateur de désintéresser les créanciers, de régler les frais de la procédure de liquidation et de remettre aux propriétaires la somme résiduelle éventuelle. Si l'entreprise n'est pas en liquidation, l'acquéreur prend possession de l'actif et du passif exigible. La valeur de l'entreprise sera ainsi égale à l'actif net corrigé déduction faite du passif exigible.

La transmission des droits sociaux attachés à l'entreprise cédée donne lieu à la rédaction d'un protocole entre le cédant et l'acquéreur dont l'objet est d'établir les clauses de la cession. Ce protocole devra notamment prévoir les clauses de garantie d'actif net (faire référence explicite aux

rubriques du bilan) et de garantie de passif (garantie contre des passifs latents tels qu'un éventuel redressement fiscal).

1.2.2- Estimation du passif exigible.

L'analyse et la détermination du passif exigible doivent porter sur les postes du bilan et le passif non inscrit.

i) Les dettes. La valeur des dettes est généralement égale au montant non encore remboursé. L'évaluation des dettes nécessite l'étude des contrats de prêts, notamment à l'effet de faire ressortir quelles sont les garanties données et de s'assurer si le prêt ne devient pas immédiatement exigible en cas de changement de propriétaire. La valeur des dettes peut être ajustée si les conditions d'emprunt (taux d'intérêt) paraissent anormales. Cet ajustement est obtenu en actualisant les échéances futures au taux d'intérêt adéquat.

ii) Le bénéfice. Lorsque le bilan fait apparaître un bénéfice avant affectation, la part à distribuer aux actionnaires en tant que dividendes est à considérer comme un passif exigible.

iii) Les provisions. Le passif exigible doit inclure toutes les provisions n'ayant pas de caractère de réserve. Les provisions pour pertes sont un passif exigible lorsque la perte concernée est fortement prévisible. Les provisions pour charges à répartir sur plusieurs exercices font également partie du passif exigible si elles concernent des réparations nécessaires. Dans tous les cas, l'évaluateur doit s'assurer que le montant retenu est suffisant.

iv) Le passif non inscrit. En se basant sur tous les documents juridiques de l'entreprise, l'évaluation doit pouvoir faire ressortir tout passif exigible non apparent dans les états comptables de l'entreprise. Il s'agit notamment: des risques non inscrits pour lesquelles des provisions doivent être constatées; des provisions pour congés payés; des provisions pour redressements fiscaux éventuels.

2 - LES DIFFICULTES PRATIQUES DE L'EVALUATION DE L'ENTREPRISE EN PRIVATISATION DANS UN CONTEXTE DE TRANSITION.

L'utilisation de la méthode des cash-flows actualisés s'avère délicate dans le contexte de la transition vers l'économie de marché. Malgré ses difficultés d'application, cette méthode semble être cependant une référence importante lors des négociations entre l'acheteur et le vendeur. La nécessité de disposer de références contraint souvent les parties intervenant dans les privatisations à utiliser des méthodes approximatives. L'approche générale adoptée par les banques d'affaires intervenant dans le processus de privatisation dans les pays d'Europe centrale et orientale repose sur les étapes suivantes: **(12)**

1. Audit industriel des installations.
2. Audit et retraitement des comptes aux standards

internationaux.

3. Evaluation proprement dite.

Le contexte de transition vers l'économie de marché rend plus complexe l'utilisation des méthodes standards d'évaluation de l'entreprise présentées à la première section. La présente section est consacrée à l'exposé d'un certain nombre des difficultés en la matière.

2.1- Faible visibilité des perspectives de l'entreprise.

L'une des principales difficultés de l'évaluation d'une entreprise réside dans la complexité de la prévision des cash-flows futurs. Cette difficulté est encore plus grande lorsqu'il s'agit d'une entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché. Il existe, en effet une période de rupture dans les séries statistiques des entreprises qui rend faible la visibilité de l'entreprise. De ce fait, les séries statistiques existantes sont d'un apport limité à la prévision. La période de rupture dans l'information de l'entreprise a pour origine le bouleversement introduit dans le fonctionnement macro-économique. La libération des prix et du commerce extérieur peut modifier la position concurrentielle de l'entreprise de sorte que la performance passée ne peut plus être une référence fiable pour la prévision de la performance future. **(13)** Le changement des prix relatifs ainsi introduit peut modifier la rentabilité du bien produit. C'est le cas par exemple si l'ancien système de prix maintenait artificiellement bas le prix des inputs utilisés ou lorsque la planification du commerce extérieur assurait à l'entreprise un marché interne ou externe suffisant. L'introduction d'une contrainte budgétaire dure peut également modifier la rentabilité de l'entreprise, si par exemple, le crédit bancaire n'est plus automatiquement accessible.

Les bouleversements provoqués par la présence de cette période de rupture est une source importante d'incertitude et peut de ce fait expliquer une partie de la sous-évaluation des entreprises dans le contexte de transition. Cette incertitude peut-être amplifiée par l'absence d'une politique économique précise et crédible du gouvernement. En présence de la faible visibilité de l'entreprise, la subjectivité prend une part importante dans l'évaluation, ce qui peut remettre en cause sa fiabilité. Cependant, au fur et à mesure que s'éloigne cette période de rupture, les résultats financiers deviennent plus pertinents, ce qui rend de moins en moins problématique l'évaluation de l'entreprise.

2.2- L'absence de stratégie.

La stratégie représente un élément important de la valeur de l'entreprise. La prévision des recettes et des coûts est intimement liée au plan stratégique adopté. Si l'on considère que chaque repreneur potentiel possède une stratégie propre, alors il existe autant de valeurs de l'entreprise que de repreneurs potentiels. On peut donc écrire que $V_R = V_R(\theta_i)$, θ_i , étant la stratégie du repreneur i . θ_i est une information privée du repreneur i et est donc non observable par le gouvernement. Si la procédure de privatisation est basée sur le principe de concurrence entre les repreneurs, le repreneur final sera celui dont la valeur propre est

la plus élevée. En d'autres termes, l'équation (1) devrait s'écrire comme suit $E = \text{Max}\{V_R^*, V_p\}$ avec $V_R^* = \text{Max}_\theta V_R(\theta)$.

Une des difficultés de l'évaluation dans un contexte de transition est que l'entreprise en privatisation est généralement dépourvue de stratégie car notamment étant en situation d'attente de changement de propriétaire et de contrôle. A ce titre, on peut citer l'exemple des entreprises russes en privatisation dont les dépenses de recherche/développement ont sensiblement diminué, notamment en raison d'un défaut de stratégie.

L'évaluateur se trouve dans ce cas dans une situation délicate car n'étant pas lui-même en mesure d'élaborer la stratégie adéquate. Le défaut de stratégie est également le résultat du changement profond du système économique qui affaiblit la visibilité et qui rend donc périlleux la prévision et la programmation. Il s'ensuit que la valeur de l'entreprise diminue d'autant plus que la privatisation programmée tarde à être concrétisée.

2.3- Fiabilité limitée de l'information comptable.

L'équation (1) montre que l'estimation de la valeur patrimoniale est nécessaire pour décider s'il est opportun de poursuivre ou de cesser l'exploitation de l'entreprise. Elle peut également devenir nécessaire pour réduire le risque de démantèlement de l'entreprise. Mais la détermination de la valeur patrimoniale rencontre souvent le problème de la fiabilité de l'information comptable des entreprises publiques, difficulté apparue chez tous les pays en transition vers l'économie de marché.

La conception des règles comptables de ces pays n'a pas obéi à des principes facilitant l'évaluation financière. Les états comptables dressés par les entreprises étaient destinés plus particulièrement à un usage interne et au contrôle de la planification. De plus, la valeur marchande des éléments constitutifs du patrimoine de l'entreprise diffère souvent de la valeur aux livres et les risques possibles peuvent être insuffisamment provisionnés.

En République Tchèque, par exemple, pour la détermination de la valeur comptable, plusieurs éléments devaient être pris en considération, notamment: absence d'enregistrement des terrains et des actifs incorporels; les coûts de reconstruction et de modernisation des actifs fixes ne sont pas enregistrés dans la valeur de ces actifs; le taux d'amortissement des bâtiments est très faible (entre 1% et 1,5% par an), ce qui pourrait impliquer une surévaluation comptable de ces derniers; les éventuels coûts de reconstruction des bâtiments ne sont pas inclus dans le coût historique; les stocks peuvent inclure des éléments inutilisables; difficultés en matière de valorisation des dettes et des créances. **(14)**

2.4- Le risque institutionnel.

Le risque est un élément essentiel de la valeur de l'entreprise. Dans le Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers -MEDAF, le risque de l'entreprise j est mesuré par le coefficient β_j , lequel, comme le montre l'équation (9), exprime la covariation existant entre la rentabilité de

l'entreprise et la rentabilité du marché (financier). Il s'agit d'une mesure financière du risque. Cette caractéristique de β découle directement des hypothèses du modèle. En effet, la théorie du portefeuille, qui est à la base du MEDAF, ne différencie les actifs financiers que par le rendement financier et le risque financier. Le déplacement le long de la frontière des portefeuilles efficients constitue un arbitrage entre le rendement financier et le risque financier, en ayant les autres risques constants, y compris le risque institutionnel. En d'autres termes, le déplacement sur cette frontière est un déplacement à l'intérieur d'un contexte institutionnel et politique donné. Lorsque le changement de portefeuille s'accompagne d'un changement de contexte institutionnel, le risque politique est à prendre en considération. Ce type de risque est important pour les investisseurs étrangers et les investisseurs nationaux ayant l'opportunité de la diversification internationale. **(15)**

La mesure du risque pays est une des difficultés de l'évaluation de l'entreprise dans les pays en transition. Il y a lieu dans ce cas d'envisager l'utilisation d'approches approximatives. Par exemple, le risque-pays peut être dérivé à partir des coefficients de risque qu'on attribue aux émissions obligataires ou à partir du marché secondaire de la dette extérieure des pays en développement.

2.5 - Absence ou faible développement du marché financier.

Dans les économies de marché avancées, le marché financier permet d'établir, même approximativement, des normes qui rendent possible l'évaluation par utilisation de méthodes comparatives. L'absence ou le faible développement du marché financier ne permet pas de déterminer de façon objective un prix pour le risque. De plus, les pays en transition font généralement face à une forte volatilité des taux d'intérêt, due en partie à des taux d'inflation élevés. Dans un tel contexte, il ne devient plus aisé de déterminer un taux d'intérêt sans risque. La difficulté de déterminer le taux d'intérêt sans risque et le prix du risque rend problématique la détermination du taux d'actualisation, ce qui rend délicat l'utilisation adéquate de la méthode des cash-flows actualisés.

La présence d'un marché financier permet à l'individu de constituer un portefeuille diversifié de sorte que l'entreprise ne rémunère que le risque non diversifiable (risque systématique). L'absence d'un marché financier interdit (au moins partiellement) aux individus de bénéficier de la diversification. Il s'ensuit que l'entreprise désirant se procurer des fonds auprès des individus, doit rémunérer et le risque systématique et le risque non systématique, soit en d'autres termes le risque total exprimé par la variance de la rentabilité. L'absence ou le faible développement du marché financier a donc pour conséquence d'augmenter le coût du capital (financement) de l'entreprise.

Depuis le début de la transition, plusieurs pays concernés ont mis en place un marché boursier: Pologne, République Tchèque, Hongrie, etc **(16)**. Dans la plupart des cas cependant, ces marchés se développent lentement et connaissent un certain nombre de limites, telles que: Faible liquidité; pour une part, ce sont des marchés d'initiés; effet d'éviction de la dette du gouvernement et nombre de transactions relativement faible.

Ces caractéristiques rendent les cours boursiers relativement peu significatifs.

2.6 - Motivation à fournir l'effort d'évaluation.

Les parties intervenant dans la privatisation sont-elles incitées à fournir l'effort nécessaire pour une estimation «correcte» de l'entreprise? Lorsque l'évaluateur est une administration qui ne paie aucun coût d'erreur, existe-t-il une réelle motivation à une évaluation «correcte»? Peut-on considérer l'évaluation faite par un expert indépendant comme une sorte d'assurance relative?

Dans le cadre des introductions en bourse dans les pays avancés à économie de marché, Michael R et Wayne H S (1995) ont montré que les introductions en bourse en association avec les prestigieux cabinets d'audit sont les moins risquées. Ceci constitue le résultat d'une sélection de la part de ces prestigieux cabinets dont le choix ne porte que sur les entreprises les moins risquées et ce, à l'effet de protéger leur réputation (la valeur de leur signature). En conséquence, pour signaler au marché leur qualité, les entreprises de bonne qualité ont une incitation à payer des frais d'audit et d'évaluation plus élevés.

En Hongrie, une disposition d'une loi de 1991 a entraîné des changements dans le comportement des parties concernées(17). Selon cette loi, les autorités locales ont une participation dans certaines entreprises publiques dont le taux dépend de la valeur des terrains appartenant à ces entreprises. De ce fait, les autorités locales sont devenues intéressées par une évaluation réelle ou même par une surévaluation des terrains. Cette disposition de la loi a donc créé une dynamique qui incite certaines parties à évaluer «correctement» les actifs en privatisation.

La généralisation de cette méthode peut amener toutes les parties à rechercher la «véritable» valeur de l'entreprise. Il suffirait par exemple, que la participation de chaque actionnaire dépende de la valeur de sa contribution (Autorités locales: terrains; travailleurs et managers: valeur de l'apport en industrie; etc.). De cette façon, sera introduit un processus de négociation entre les parties concernées dans lequel chaque partie sera intéressée à maximiser la valeur de sa participation.

3 - L'EVALUATION DES ENTREPRISES INTRODUITES A LA BOURSE D'ALGER.

Depuis la promulgation en Algérie des textes législatifs relatifs à la privatisation des entreprises publiques, trois principales actions de privatisation sont à relever: cession aux salariés des actifs des entreprises publiques locales dissoutes; tentative non concluante de cession de 84 unités des secteurs industriel, touristique et commercial; introduction en bourse des entreprises Eriad-Sétif, Saïdal et El-Aurassi. Il faut également signaler les tentatives de cession en 1995 de cinq hôtels, dont quatre en phase de réalisation. «Malgré la simplicité de ces opérations, elles se sont soldées par un échec puisque aucun des hôtels

n'a été cédé au terme de la procédure, faute d'acquéreurs» (18). Il faut également relever que «58 pharmacies ont été cédées aux professionnels (dont 4 aux salariés) pour un montant de 440.360 millions de DA» (19).

Dans le cadre de l'ordonnance n° 95-25 du 25 septembre 1995 relative à la gestion des capitaux marchands de l'Etat, trois entreprises publiques ont été admises à la bourse d'Alger. Ces ouvertures du capital par appel à l'épargne publique sont qualifiées de privatisation partielle(20). Le tableau 2 décrit quelques caractéristiques importantes de ces admissions en bourse.

Tableau 2 : Principales caractéristiques de l'introduction à la bourse d'Alger des entreprises Eriad-Sétif, Saïdal et El Aurassi.

	Eriad-Sétif	Saïdal	El Aurassi
Période de souscription	02/11-15/12/98	15/02-15/03/99	15/06-15/07/99
Nombre d'actions mis en vente	1 000 000	2 000 000	1 200 000
Nombre total d'actions	4 000 000*	10 000 000	6 000 000
Prix d'émission (DA)	2 300	800	400
Valeur nominale de l'action (DA)	1 000	250	250
Bénéfice par action-BPA (DA)	259,63 (1997)**	39,70 (1997)	36,18 (1998)
Price Earning Ratio-PER- d'introduction	8,86 **	20,15	11,05
Price Book Ratio-PBR- d'introduction	2,3	3,2	1,6

Tableau établi à partir d'informations de la COSOB et de la SGBV.

* : 5 000 000 après l'OPV, celle-ci étant avec augmentation du capital.

** : Calculé sur la base de 4 000 000 d'actions.

La détermination du prix de l'action a donné lieu à une évaluation des entreprises concernées par des cabinets d'expertise. Mais, comme nous le ferons ressortir ci-dessous, la méthodologie adoptée n'a pas toujours été conforme aux normes admises en la matière.(21)

3.1 - L'évaluation de Saïdal.

Comme il ressort du tableau 2, le groupe Saïdal a utilisé un PER d'introduction de 20,15, nettement plus élevé que celui des deux autres entreprises. Cette caractéristique est expliquée par Boukrami (1999) «par la densité technologique» de ce groupe.

Pour le groupe Saïdal, le cabinet d'expertise en charge de son évaluation a retenu la méthode des cash-flows actualisés. Le taux d'actualisation a été estimé à 18,74%. Il s'agit d'un coût moyen pondéré du capital déterminé comme suit (les fonds propres et les dettes sont exprimés en millions de DA) :

$$k' = k_d \frac{D}{E+D} + k_e \frac{E}{E+D} = 12,50\% \frac{325,8}{8003,2} + 19\% \frac{7677,4}{8003,2} = 18,74\%$$

Nous relevons immédiatement que l'estimation du coût du capital du groupe Saïdal est basée sur une structure du capital relativement déséquilibrée puisque le taux d'endettement (dettes/capitaux permanents) de ce groupe est «seulement» de 4,07%. Remarquons que ce taux d'endettement est relativement faible, en partie en raison de l'existence de l'écart de réévaluation qui a eu pour conséquence d'augmenter le montant (valeur *nominale*) des fonds propres. La prise en compte d'un tel taux d'endettement est de nature à surestimer le coût du capital et donc à *sous-évaluer* la valeur du groupe. L'existence d'un taux d'endettement aussi faible montre que le groupe Saïdal dispose d'une large capacité d'endettement, ce qui lui permet d'augmenter ses capitaux permanents par recours à l'endettement. Comme indiqué par l'équation(11), jusqu'à un certain point, l'augmentation de la dette a pour effet d'augmenter la valeur totale de l'entreprise.

On peut également relever que le coût du capital retenu est le taux . Ceci suppose que l'évaluation des fonds propres s'est basée sur la formule des cash-flows apparaissant dans l'équation(7). **(22)**

Le coût (rémunération) des fonds propres de 19% a été déterminé comme suit par le cabinet d'expertise:

- Taux d'intérêt sans risque, *hors inflation*: 6%
- Prime de risque moyenne - marchés occidentaux :..... 5%
- Prime de risque/pays :4%
- Prime spécifique période de retournement :..... 2%
- Etroitesse du marché 2%

L'une des principales observations concernant la détermination du coût des fonds propres concerne la prise en compte d'un taux d'intérêt sans risque *hors inflation*. On peut effectivement procéder à l'évaluation de l'entreprise sans tenir compte de l'inflation, c'est à dire à prix constants, mais si les trois conditions suivantes sont simultanément satisfaites:**(23)**

- Le prix des marchandises produites augmente à un taux d'augmentation égal au taux d'inflation;
- Le prix des produits achetés (matières et fournitures consommées et services) augmente à un taux d'augmentation égal au taux d'inflation;
- L'entreprise procède annuellement à une réévaluation de la valeur au bilan de l'investissement à un taux de réévaluation égal au taux d'inflation.

Sous ces trois conditions, l'évaluation de l'entreprise peut être effectuée indifféremment avec des prix courants ou avec des prix constants.**(24)** En l'absence d'au moins l'une de ces conditions, l'évaluation de l'entreprise doit s'effectuer sur la base de prix courants. Dans ce cas, apparaît la difficulté de la nécessité de la prévision du taux d'inflation futur.

La prime de risque du marché algérien est estimée à 9% = 5% + 4%. Remarquons que la prime de risque/pays pourrait être différenciée selon que l'investisseur est résident ou non résident. On aurait dans ce cas deux prix de l'action, ce qui pourrait être problématique. En retenant une

prime de risque spécifique de 2%, le cabinet d'expertise a implicitement considéré que le groupe Saïdal a un coefficient bêta (β) égal à 1,22. En effet, la rémunération des fonds propres peut être réécrite de la manière suivante:

k_e = taux d'intérêt sans risque hors inflation + prime de risque de marchés occidentaux + prime de risque/pays + prime de risque spécifique + prime de risque de liquidité.

$$k_g = 6\% + 5\% + 4\% + 2\% + 2\% = 6\% + (15\% - 6\%)\beta + 2\% = 19\%$$

Ceci donne une valeur de bêta (β) égale à : $\frac{19\% - (6\% + 2\%)}{15\% - 6\%} = 1,22$

A titre comparatif, nous pouvons citer les valeurs suivantes des bêtas (β) du secteur pharmaceutique des pays occidentaux:

- Industrie pharmaceutique aux Etats-Unis: 1,14. **(25)**
- Glaxo (G.B): 1,18. **(26)**

L'évaluation aboutit à une valeur des fonds propres de 8613,2 millions de DA et ce, après déduction de la dette de 325,8 millions de DA. Le nombre total d'actions étant de 10.000.000, la valeur (arrondie) de l'action a été estimée à 850DA. Le groupe Saïdal a finalement retenu un prix par action de 800DA pour l'opération de l'offre publique de vente (OPV) à prix fixe.

3.2- L'évaluation de Eriad-Sétif.

Pour la firme Eriad-Sétif, le cabinet d'expertise en charge de son évaluation a considéré que la valeur V de celle-ci est déterminée sur la base de trois approches, selon la combinaison linéaire suivante: $V = 0,6$ (Valeur patrimoniale) + $0,3$ (Valeur basée sur la capitalisation du résultat net 1997 *après déduction*) + $0,1$ (Valeur basée sur la capitalisation des résultats futurs).

La valeur patrimoniale (première approche) de l'entreprise est égale à l'actif net réévalué soit une somme de 8.286 millions de DA. Le nombre d'actions du groupe Eriad-Sétif étant de 4.000.000, la valeur de l'action, selon la première approche, est donc estimée à 2.071DA (arrondie).

La valeur basée sur la capitalisation du résultat net *après distribution* de l'exercice 1997 (deuxième approche) est déterminée selon l'équation suivante :

$$\frac{\text{Bénéfice (après distribution) de l'exercice 1997}}{\text{Taux d'escompte}} =$$

$$\frac{827.000.000}{0,08} = 10.337,5 \text{ millions de DA}$$

La valeur de l'action selon cette deuxième approche est estimée à

2.584,38 DA, arrondie à 2.580 DA.

Quant à la valeur basée sur la capitalisation des résultats futurs (troisième approche), le cabinet d'expertise a adopté la démarche suivante :

- Sur la base du résultat des années 1992 à 1997 et par ajustement linéaire, prévision du résultat des trois années suivantes (1998, 1999 et 2000). Les résultats prévisionnels (après distribution) obtenus sont :
1998 : 953 millions de DA.
1999 : 1.098 millions de DA.
2000 : 1.243 millions de DA.

Le taux de croissance annuel moyen est donc de 14,55%.

- Détermination du résultat moyen de ces trois années, soit 1.098 millions de DA.
- Estimation de la valeur de l'entreprise sur la base de l'actualisation au taux d'escompte de 8% de ce bénéfice futur moyen après distribution, soit:

$$\frac{\text{Bénéfice futur moyen après distribution}}{\text{Taux d'escompte}} = \frac{1.098.000.000}{0,08} = 13.725 \text{ millions de DA}$$

La valeur de l'action ainsi estimée selon cette troisième démarche est de 3.431,25DA, arrondie à 3.430DA.

Dans les deuxième et troisième approches, le cabinet d'expertise ne considère que les bénéfices après distribution laissant ainsi supposer que l'investissement I_t est supérieur à la dotation aux amortissements A_t comme cela ressort de l'équation (4). La combinaison linéaire de ces trois estimations de la valeur de l'action suivant les coefficients sus-indiqués donne une valeur de l'action Eriad-Sétif égale à :

$$(2.071 * 0,6) + (2.580 * 0,3) + (3.430 * 0,1) = 2.359,6 \text{ DA arrondie à } 2.350 \text{ DA.}$$

Lors de sa séance du 22 septembre 1998, l'assemblée générale extraordinaire de l'entreprise Eriad-Sétif a finalement retenu un prix de l'action égal à 2.300DA, ce qui donne une valeur estimée des fonds propres de l'entreprise de 9.200 millions de DA.

Plusieurs observations sont à formuler à l'égard de cette évaluation. Les coefficients de 0,6, 0,3 et 0,1 utilisés pour l'estimation de la valeur des fonds propres sont tout à fait arbitraires et n'ont donné lieu à aucune justification. En fait, l'existence d'une combinaison linéaire de ce type est souvent le reflet de l'incertitude quant à la méthodologie à retenir.

En faisant le rapport entre le bénéfice de l'année 1997 ou le bénéfice moyen et le taux d'actualisation, les deuxième et troisième approches considèrent implicitement que le bénéfice de l'exercice 1997 ou le bénéfice moyen sera, dans le futur, constant et perpétuel. L'hypothèse implicite à ces deux approches est donc que le fonctionnement futur de l'entreprise Eriad-Sétif sera identique à son fonctionnement passé.

Le taux d'actualisation de 8% retenu par le cabinet d'expertise ne peut refléter le niveau du risque de l'entreprise. Il ne correspond ni au coût des fonds propres k ni au coût du capital k' de l'entreprise. Ainsi, la détermination des valeurs de 10.337,5 millions DA (deuxième approche) et de 13.725 millions DA (troisième approche) n'a obéi à aucune des trois méthodes exposées à la sous-section 1.1.1. Il est par conséquent impossible de savoir si ces valeurs sont des valeurs totales de l'entreprise (auquel cas, il faudrait déduire le montant de la dette pour obtenir la valeur des fonds propres) ou la valeur des fonds propres. Le choix d'un taux d'actualisation aussi faible a eu certainement pour conséquence la *surévaluation* de la valeur de l'action Eriad-Sétif.

3.3 - L'évaluation de l'hôtel El-Aurassi.

Pour l'hôtel El-Aurassi, le cabinet d'expertise en charge de son évaluation a considéré que la valeur de cet hôtel est une combinaison entre la valeur de rendement VR et la valeur patrimoniale VP . La formule retenue pour la détermination de la valeur E de l'hôtel est : $E = (1/4)VP + (3/4)VR$. Les coefficients $1/4$ et $3/4$ sont justifiés par le cabinet d'expertise par le fait que la cession d'actions envisagée est une ouverture minoritaire puisque n'est concerné par cette opération que 20% du capital. Pour une cession de la majorité du capital, le cabinet d'expertise aurait retenu des coefficients égaux pour VP et VR , ce qui donne dans ce cas $E = (1/2)VP + (1/2)VR$. Ces divers coefficients sont ceux recommandés par l'administration fiscale française, mais pour ses objectifs propres qui n'ont aucune vocation d'universalité. **(27)**

La valeur patrimoniale, soit la Valeur Comptable Nette Corrigée est estimée sur la base du bilan arrêté au 30-11-1997 et s'élève à 6.652.369.000 DA **(28)**. La valeur de rendement VR a été estimée par le cabinet d'expertise à 1.980.824.000 DA et a été déterminée comme suit :

$$\begin{aligned} V_R &= \text{Bénéfice net 1997} \times \text{coefficient de capitalisation} \\ &= 183.240.000 \times 10,81 = 1.980.824.000 \text{ DA} \end{aligned}$$

Le coefficient de capitalisation de 10,81 est égal à $1/9,25\%$. Le taux d'actualisation ainsi retenu est de 9,25%. De plus, le cabinet d'expertise semble avoir adopté l'hypothèse implicite selon laquelle $It = At$, puisque le cash-flow est assimilé au bénéfice (voir équation (4)). Ces deux évaluations laissent apparaître un *badwill* égal à : $V_P - V_R = 6.652.369.000 - 1.980.824.000 = 4.671.545.000 \text{ DA}$. Il s'agit d'un *badwill* important qui, selon le cabinet d'expertise, est dû principalement à deux éléments: «La sous-utilisation des capacités nominales des moyens d'exploitation disponibles et l'insuffisance de rentabilité par rapport à l'importance de la valeur patrimoniale et à la rémunération des placements financiers offerts par le marché».

L'analyse de l'estimation de la valeur de rendement de l'hôtel El-Aurassi par le cabinet d'expertise laisse cependant apparaître un certain nombre d'observations assez semblables à celles formulées au titre de l'évaluation de l'entreprise Eriad-Sétif. L'estimation de la valeur de rendement comme étant le rapport entre le bénéfice de l'année 1997 et le

taux d'actualisation de 9,25% considère implicitement que le fonctionnement futur de l'hôtel El Aurassi est identique à son fonctionnement passé.

Le taux d'actualisation de 9,25% retenu par le cabinet d'expertise ne reflète pas le niveau de risque de l'entreprise. Au même titre que pour l'entreprise Eriad-Sétif, la détermination de la valeur de rendement de 1.980.824.000DA n'a obéi à aucune des trois méthodes exposées à la sous-section 1.1.1, car le taux d'actualisation retenu de 9,25% ne correspond ni au coût des fonds propres k_e ni au coût du capital k ou k' de l'entreprise. En conséquence, il est impossible de savoir si cette valeur est la valeur totale de l'entreprise ou la valeur des fonds propres.

L'évaluation de l'hôtel El-Aurassi montre que celui-ci se trouve dans une situation particulière où sa valeur de rendement est (nettement) inférieure à sa valeur patrimoniale. La continuité de son activité génère donc un badwill important de l'ordre de 4,67 milliards de DA. Sachant que et que $V = \text{Max}\{V_R, V_P\}$ et que $VP > VR$, la valeur de l'hôtel El-Aurassi est $V_p = 6.652.369.000\text{DA}$. Le nombre total d'actions de l'hôtel étant de 6.000.000, la valeur de l'action El-Aurassi serait de 1.108,73DA au lieu de 400DA. Les écarts méthodologiques relevés ont eu donc pour conséquence la *sous-évaluation* de l'action El-Aurassi.

Sachant qu'une situation où $VP > VR$ ne peut durer indéfiniment, deux alternatives sont envisageables. L'une est la liquidation de l'hôtel. L'autre est sa restructuration (éventuellement par sa privatisation totale) à l'effet d'améliorer sa gestion et d'obtenir $VR > VP$. Cette seconde alternative est, nous semble-t-il, la plus probable, notamment étant donné l'important potentiel de développement futur de l'hôtel. Dans les deux cas, les investisseurs ayant acquis l'action El-Aurassi devraient en bénéficier sous réserve cependant que la valeur patrimoniale ait été convenablement évaluée et soit d'un montant supérieur à 2,4 milliards de DA.

Les écarts méthodologiques relevés ont-ils un effet sur le cours des actions? Au regard de la note de la SGBV sur l'activité de la bourse d'Alger, il semble que non puisque le cours de ces trois titres se stabilise autour du prix d'introduction.⁽²⁹⁾ Ce comportement des cours pose en fait la question du degré d'efficacité de la bourse d'Alger. Cette question est d'autant plus pertinente que durant les sept premiers mois de fonctionnement de la bourse, les cours sont restés relativement stables et ce, malgré l'existence d'une forte pression à la baisse des cours puisque l'offre des titres est nettement plus forte que la demande, comme il ressort du tableau 3.

Tableau 3: L'activité de la bourse d'Alger du 9/99 au 3/00 (moy. mensuelle)

	Eriad-Sétif	Saïdal	El-Aurassi
Quantité échangée	5 155	7 785	7 206
Valeur échangée (DA)	11 950 425	6 252 208	2 890 725
Quantité offerte	14 304	46 556	11 340
Quantité demandée	5 672	10 077	7 207

CONCLUSION.

A titre comparatif, il ressort que les évaluations effectuées pour Eriad-Sétif et l'hôtel El-Aurassi font ressortir un certain nombre d'écarts méthodologiques. Quoique présents, les écarts méthodologiques apparus lors de l'évaluation de Saïdal semblent être moins importants. Ces trois exemples se rapportent aux premières entreprises introduites à la bourse d'Alger et montrent que les risques d'erreur dans l'évaluation des entreprises en privatisation peuvent être importants. Dans ces cas d'espèce, les difficultés d'évaluation de l'entreprise sont dues à une multitude de raisons, notamment: rareté du personnel qualifié, absence de normes de marché concernant la valeur de l'entreprise, nouveauté des opérations boursières dans la culture populaire algérienne.

Le coût social associé aux difficultés d'évaluation des entreprises en privatisation peut être conséquent lorsque le contrôle de l'entreprise est transféré à un repreneur stratégique. Aussi y a-t-il lieu dans ce cas de prendre les mesures nécessaires à l'effet de réduire ce coût.

La privatisation partielle (avec transfert du contrôle), dont l'une des justifications possibles est l'existence d'un écart important entre l'épargne disponible et la valeur des entreprises en privatisation, permet de réduire le coût de la sous-évaluation. En effet, la partie non initialement privatisée devra faire l'objet d'une évaluation à une date ultérieure, date à laquelle devraient être plus tempérées les difficultés décrites à la deuxième section.

Le risque de sous-évaluation des actifs des entreprises en privatisation nécessite de la part du gouvernement l'adoption de certaines règles de sauvegarde du patrimoine public, notamment: la privatisation sans cession des biens immobiliers et l'inclusion dans le contrat de reprise de clauses portant mécanisme de «clawback».

L'une des inquiétudes que peut susciter la privatisation est que l'intérêt (non révélé) du repreneur potentiel soit porté essentiellement sur les biens immobiliers (terrains, locaux commerciaux des centres urbains, etc.) qu'il peut acquérir et vendre ultérieurement avec une plus-value substantielle. Le risque majeur attaché à cette éventualité est, à terme, le possible démantèlement de l'entreprise privatisée. L'existence de ce risque a amené certains pays à retenir la formule de la privatisation sans la cession des biens immobiliers, ces derniers étant loués pour une très longue période avec option d'achat. C'est en particulier la position de la Treuhand (30) qui peut retenir cette forme lorsqu'elle le juge nécessaire. Au Royaume-Uni, à l'occasion de la privatisation de la Royal Ordnance Factories, le National Audit Office a préconisé l'exclusion de la vente de certains biens immobiliers.(31)

Le mécanisme de «clawback» (32) constitue un arrangement contractuel par lequel l'acquéreur de l'entreprise s'engage vis-à-vis du vendeur à lui verser une proportion prédéterminée des plus-values qu'il pourrait réaliser s'il venait à céder quelques-uns des actifs composant l'entreprise. Les cas suivants de privatisation anglaise sont des exemples d'utilisation des mécanismes de clawback: Rover Group, New Town Assets, Herstonceux Castle, Royal Ordnance Factories, (33) ... La présence de ces mécanismes dans les privatisations anglaises montre que même dans un pays où le marché est une institution suffisamment développée, l'évaluation d'une entreprise en privatisation demeure une opération fort complexe.

ANNEXE

La valeur des fonds propres est donnée par l'équation (3) suivante :

$$E = \sum_{t=1}^T (B_t + A_t - I_t)(1 + k_e)^{-t} + (VR_T - D)(1 + k_e)^{-T} \quad (3)$$

La valeur de revente pouvant être à son tour estimée selon l'équation (3) avec reconduction ou renouvellement de la dette D, nous avons :

$$VR_T = \sum_{t=T+1}^{\infty} (B_t + A_t - I_t)(1 + k_e)^{-t} + (VR_T - D)(1 + k_e)^{-T}$$

VT' est également estimée selon la même démarche, de sorte que la valeur des fonds propres est la valeur actuelle de flux perpétuels, soit :

$$E = \sum_{t=1}^{\infty} (B_t + A_t - I_t)(1 + k_e)^{-t}$$

En adoptant l'hypothèse simplificatrice selon laquelle B_t , A_t et I_t sont constants, on obtient l'équation (4) :

$$E = \frac{B_t + A_t - I_t}{k_e} \quad (4)$$

Pour déterminer l'équation (5), réécrivons comme suit l'équation (4) :

$$E = \frac{B_t + A_t + k_d D(1 - \tau) - I_t}{k_e} - \frac{k_d D(1 - \tau)}{k_e}$$

De même, sur la base de l'équation (6), nous avons :

$$\frac{k_d D(1 - \tau)}{k_e} = \frac{k}{k_e} (E + D) - E$$

Il s'ensuit que :

$$E = \frac{B_t + A_t + k_d D(1 - \tau) - I_t}{k_e} - \frac{k}{k_e} (E + D) + E$$

En déduisant E de par et d'autre de cette équation et en simplifiant par Ke , nous obtenons l'équation suivante qui n'est autre que l'équation (5) :

$$E = -D + \frac{B_t + A_t + k_d D(1 - \tau) - I_t}{k} \quad (5)$$

Pour l'obtention de l'équation (7), écrivons K à partir de l'équation (5) :

$$k = \frac{B_t + A_t + k_d D(1 - \tau) - I_t}{E + D} = \frac{k_e E + k_d(1 - \tau)D}{E + D}$$

Il s'ensuit que :

$$\frac{B_t + A_t + k_d D - I_t}{E + D} = \frac{k_e E + k_d D}{E + D} = k'$$

Et finalement :

$$E = -D + \frac{B_t + A_t + k_d D - I_t}{k'} \quad (7)$$

Références bibliographiques

ABDELADIM L, 1998. *Les privatisations d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb. Etude juridique*. Les Editions Internationales, Alger.

BÉRARD M.H, 1996. «Comment «évaluer» une entreprise dans les pays de l'Est». In *Analyse financière*, n° 108, P 38-44.

BOUKRAMI S.A, 1999. «Evaluation et marché». In *Annales de l'Institut Maghrébin des Douanes et de la Fiscalité*.

BRAVARD J, 1969. *L'évaluation de l'entreprise*. Dunod.

COPELAND T.E, & WESTON J.F, 1983. *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley.

FAMA E.F, & MILLER M.H, 1972. *The Theory of Finance*. Holt, Rinehart and Winston, Inc., New-york.

FOSTER G, 1978. *Financial Statement Analysis*. Prentice-Hall, Inc., Englewood cliffs, New Jersey.

HARRIS M, & RAVIV A, 1991. «The Theory of Capital Structure». In *The Journal of Finance*. Vol XLVI, n° 1. P 297-355.

JACQUILLAT B & SOLNIK B, 1990. *Marchés financiers. Gestion de portefeuille et des risques*. Dunod.

MICHAELY R, & WAYNE H.S, 1995. «Does the Choice of Auditor Convey quality in an Initial Public Offering?». In *Financial Management*, vol 24, n° 4.

MINISTÈRE DE L'INDUSTRIE ET DE LA RESTRUCTURATION, 1999. Colloque sur la Restructuration Industrielle. *Document polycopié, El Aurassi, 2 et 3 mars 1999.*

NATIONS UNIES, CNUCED, 1993. *Accounting, Valuation and Privatization.* New York.

PÈNE D, 1993. *Evaluation et prise de contrôle de l'entreprise.* Tome 1 et 2. Economica.

PETERSON R, 1993. «Evaluation par les flux disponibles actualisés. Difficultés d'adaptation du modèle anglo-saxon à l'environnement français». *In Analyse Financière.* P 62-69.

SHAFIK N, 1994. «Information and Price Determination Under Mass Privatization». *In Policy Research Working Paper, 1.305. The World Bank.*

TABATONI O, & MICHEL P.A, 1979. *L'évaluation de l'entreprise.* PUF.

VALENTINY P, BUCK T, & WRIGHT M, 1992. «The Pricing and Valuation of Public Assets: Experiences in the UK and Hungary». *In Annals of Public and Cooperatives Economies. Vol 63, n° 4, P 601-619.*

WORLD BANK, IFC. Emergent Financial Markets. Annuaire statistique annuel.

Notes

(*) Chargé de cours à l'Ecole Supérieure de Commerce, Alger.

(1) Je remercie toutes les personnes qui m'ont aidé à la rédaction du présent article, en particulier le docteur Abdelhak Lamiri (ESC, Alger) les professeurs Michel Daynac (Université Toulouse 1) et Sid-Ali Boukrami (IEDF, Koléa). Cet article a largement bénéficié des discussions et séances de travail tenues avec Mrs Abdelhafid Dahmani, Hocine Mokraoui et Mohamed Touati, Chargés de cours à l'Ecole Supérieure de Commerce, Alger.

(2) Ce processus d'arbitrage est décrit dans Pène D, 1993. Tome 2, ch. 13.

(3) La définition du cash-flow présentée ci-dessous est adaptée à partir de développements déterminés conjointement par l'auteur du présent article et Mohamed Touati dans le cadre du cours de choix de l'investissement à l'Ecole Supérieure de Commerce.

(4) kd comprend outre le taux d'intérêt, toutes les dépenses générées par la dette, notamment les frais d'émission, et le frais liés aux garanties.

(5) Pour la démonstration de l'équation du MEDAF, voir par exemple Copeland T.E. et Weston J.F, 1983, p. 187.

(6) Voir par exemple Jacquillat B et Solnik B. 1990.

(7) Voir Foster G. 1978, p. 265.

(8) Voir survey de Harris M et Raviv A. 1991.

(9) Voir Fama E et Miller M. 1972, p.171.

(10) La littérature en la matière retient trois autres mesures de la valeur patrimoniale, à savoir : la Valeur Comptable Nette -VCN, la Valeur Substantielle -VS et les Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation -CPNE. La Valeur Comptable Nette Corrigée est la plus utilisée car elle est la plus pertinente et du point de vue juridique et du point de vue économique.

(11) Voir Bravard J, 1969, p. 107 et Pène D, 1993. Tome 2, p. 91 et s.

(12) C'est le cas notamment de la banque Crédit Commercial Français citée par Bérard M.H., 1996.

(13) Comme il ressort de l'étude empirique de N. Shafik (1994), la profitabilité passée des entreprises a un effet positif sur le prix des actions mises aux enchères dans le cadre des privatisations tchécoslovaques (ex).

(14) Nations Unies. CNUCED. 1993, p. 115.

(15) En Algérie, les nationaux ont la possibilité légale de détenir des comptes en devises, ce qui permet une certaine diversification internationale.

(16) Voir Emergent Financial Markets, IFC, World Bank.

(17) Voir Valentiny P, Buck T, et Wright M, p. 611.

(18) Abdeladim L. 1998, p. 264.

(19) Ministère de l'Industrie et de la Restructuration. 2 et 3 mars 1999, p. 37.

(20) La qualification de privatisation partielle donnée à ces introductions en bourse peut être contestable dans la mesure où les entreprises concernées demeurent toujours sous le contrôle de l'Etat.

(21) Les rapports d'évaluation (extraits) des cabinets d'expertise constituent la source des données chiffrées (comptables et autres) utilisées par la suite, notamment pour faire ressortir les écarts par rapport à la méthodologie généralement admise en la matière.

(22) Les données en notre possession ne nous permettent pas de nous assurer que les cash-flows ont bien été estimés sur la base de l'équation (7).

(23) Voir Copeland T.E. et Weston J.F., 1983, p. 56.

(24) Les données chiffrées du rapport d'évaluation ne font pas ressortir si les prévisions de cash-flows ont été faites sur la base de prix constants ou de prix courants.

(25) G. Foster, p. 245 (citant une étude de Rosenberg et Guy portant sur le rendement des actions américaines durant la période avril 1966 et août 1974).

(26) Jacquillat B et Solnik B. 1990, p. 96.

(27) voir Pène D. (1993), tome 2, p 134 et 135.

(28) Comme le souligne le rapport d'évaluation, cette valeur comptable nette corrigée «ne tient pas compte de la créance de 2.157.058.000DA réclamée par les domaines publics pour le transfert de la propriété de l'immeuble abritant présentement l'hôtel». De même, la valeur patrimoniale de 6.652.369.000DA représente pour le cabinet d'expertise «l'hypothèse forte» de l'évaluation. «L'hypothèse faible» correspond à une valeur patrimoniale de 5.648.759.000 DA. Cette dernière est égale à la valeur patrimoniale de l'hypothèse forte, soit 6.652.369.000DA, diminuée du badwill d'un montant de 1.003.610.000DA. Le badwill est à son tour, déterminée selon la méthode dite des praticiens. Il est égal à $\frac{1}{2}$ (3.988.198.000 - 1.980.970.000). Le montant de 3.988.198.000 DA correspond à la valeur patrimoniale de l'hôtel diminuée des éléments hors exploitation (terrain sans lien direct avec l'exploitation et placement financier à moyen et long terme en dinars et en devises). L'hypothèse faible débouche finalement sur une estimation étrange de la valeur patrimoniale puisque cette dernière devient égale à $\frac{1}{2}$ (3.988.198.000) + (2.644.171.000) + $\frac{1}{2}$ (1.980.970.000) = $\frac{1}{2}$ (valeur patrimoniale hors exploitation) + (Valeur des éléments hors exploitation) + $\frac{1}{2}$ (valeur de rendement).

(29) Voir note sur l'activité de la bourse d'Alger (septembre 1999 à fin 2000). SGBV.

(30) La Treuhand est l'organisme allemand chargé de la privatisation en ex RDA.

(31) Valentiny P, Buck T et Wright M, p. 608.

(32) To clawback : récupérer, une somme par exemple

(33) Valentiny P, Buck T et Wright M, 1992. p. 607.