

Bibliographie

- BESSON (J.L.) et PARTRAT (C)** (1992); Trend et systèmes de bonus-malus. Astin bulletin. vol. 22, No 1, 1992
- DIONNE (G) et VANASSE (C)** (1989); A généralisation of Automobile Insurance Rating Models; The Negative Binomial Distribution With a Regression component. Astin Bulletin, 19, pp199-212
- ERDELYI (A) et MAGNUS (W)** (1953); Higher transcendental functions. Vol. 2, Mac Graw Hill
- JORGENSEN (B)**. (1982); Statistical properties of the generalized Inverse Gaussian distribution. Lecture Notes in Statistics. Vol. 9, Springer Verlag.
- LEMAIRE (J)**. (1985); Automobile Insurance Actuarial Models, Kluwer Nijhoff Publishing.
- RICHARDEAU (D)** (1997); Modélisation du risque d'accident automobile. Cahier de recherche (LAMIA) Paris, ppl-17
- TREMBLAY (L)** (1992); Using The Poisson Inverse gaussian in Bonus-Malus Systems. Astin bulletin, Vol. 22, No. 1, 1992
- WILLMOT (G)** (1986); Mixed compound Poisson distributions. Astin bulletin 16-s, 59-79.

Le marché financier, un soutien de la croissance et un outil de privatisation.

M.Tehami^{*}

1. La présente note de stratégie se propose de mettre en place un marché des capitaux en Algérie en vue de soutenir:

- la croissance économique par le dépassement de l'économie d'endettement et l'avènement d'une économie des marchés financiers ;
- l'ouverture d'opportunités pour la petite épargne de participer directement à la distribution des résultats financiers attendus des programmes de privatisation du secteur public et des nombreuses mesures de mise à niveau de l'entreprise algérienne (privée ou publique) prévues, dans le cadre de sa mise en condition de compétition imminente et ardue avec l'entreprise européenne.

2. Afin d'améliorer la compréhension des expressions utilisées et la définition des outils auxquels il est fait référence tout au long de la présente note, il nous faut rappeler qu'on entendra par :

- *économie d'endettement*, une économie où la source principale de financement des projets d'investissement et des entreprises est le crédit bancaire, sans prise de participation substantielle de leur part au capital ni, par conséquent, au partage des risques financiers (risque de taux d'intérêt et risque de change), des risques commerciaux (risques de prix et de concurrence) et des risques industriels (risques d'innovation) ainsi laissés, totalement, à la seule charge de l'emprunteur - promoteur. Il s'ensuit des rigidités dans les procédures d'accès au crédit (notamment en matière de présentation de cautions et d'hypothèques), des incertitudes dans la programmation de la disponibilité des ressources, l'absence de mécanismes de réajustement des échéanciers de remboursement et - c'est une conséquence - un coût moyen plus élevé de mobilisation des capitaux;

^{*} Maître de conférences-INPS.

- *économie des marchés financiers* avec accès direct ou indirect, c'est-à-dire, respectivement par l'entremise de simples courtiers (simples transmetteurs ou exécuteurs d'ordres) ou par le biais d'un système d'intermédiaires actifs, une économie où on a continuellement en mouvement des mécanismes de mise en commun de fonds d'origines diverses attirés par le profit généré par l'entreprise dans des activités nécessairement risquées. Pour l'épargnant - investisseur, en échange de la prise de risque plus ou moins calculable (mais pas prévisible) sur le capital investi, le montant engagé peut être faible alors que le niveau du gain attendu peut être infini. Pour l'emprunteur - entrepreneur, les sommes mobilisées en échange d'actions, sont des capitaux propres, non rémunérés et permanents. Pour des entreprises qui ont perdu leur capital mais dont les perspectives restent viables et séduisent le marché financier, ce mécanisme représente bien une aubaine pour se « recapitaliser » aux moindres frais.

3. On voit ainsi la différence de contexte qu'offre chacun des deux systèmes de financement (par la banque et/ou par le marché financier) tant à la création qu'à l'extension des activités de l'entreprise. La mise en commun de petits fonds de placement permet de financer des grands projets et de générer de grands profits divisibles en autant de parts qu'il y a de participants au capital engagé. Pour ceux qui ont engagé un faible montant dans l'opération, ils n'auraient jamais pu réaliser le niveau de gain que leur permet leur « participation » au fonds commun engagé dans un projet économique ou dans l'expansion d'une entreprise. Avec le mode de financement par le marché des capitaux, nous avons ainsi nécessairement plus d'entreprises et un plus haut niveau des revenus distribués que dans le cas du mode de financement bancaire par le crédit rémunéré, à taux fixe, quel que soit le résultat effectif enregistré par l'entreprise.

4. Ainsi, dans le mode de financement par le crédit bancaire, le coût des ressources est certes connu d'avance mais il est fixe, quelle que soit la rentabilité atteinte. Dans le cas du financement par le marché des capitaux, les ressources ne sont rémunérées (dividendes) que si les résultats sont effectifs et que l'entreprise arbitre en faveur d'une répartition au lieu du

réinvestissement de tout ou partie des résultats. On a ici naturellement, plus de chances de voir les entreprises survivre parce qu'elles ne sont pas astreintes aux mêmes contraintes de rémunération des créances à taux fixés d'avance et à une date déterminée d'avance, que l'entreprise soit en situation de gain ou de bénéfice, qu'elle ait ou non un plan de développement viable. Le marché financier (ou des capitaux) apporte donc un soutien permanent à l'entreprise en lui permettant de mobiliser un volume de ressources quasiment infini et aux coûts nuls sinon continuellement ajustés à ses résultats effectifs, eux-mêmes dépendants de la conjoncture générale et du marché. Ce qui se répercute en soutien de la croissance et de l'emploi et suscite un climat de confiance dans l'avenir d'une économie propice à l'augmentation de la demande et à l'élargissement des marchés.

5. L'essor d'une économie se fait par l'expansion de ses entreprises qui s'appuient à leur tour sur le développement des marchés financiers (lorsqu'on se place du point de vue de l'épargnant devenu ici l'investisseur), ou marchés des capitaux (si on se place du point de vue de l'emprunteur). Il suffit donc de créer un marché financier, autant que faire se peut, un marché ouvert sur l'extérieur pour attirer des épargnants étrangers si l'épargne nationale est insuffisante (ou inexistante) et voir se créer dans le pays une multitude d'entreprises, générer des emplois par milliers, distribuer aux ménages des milliards de dollars en salaires et en revenus de placements financiers. *Le développement économique* n'est alors qu'une *affaire de développement du marché financier*. C'est tellement simple à concevoir qu'on a du mal à imaginer qu'il y a tant de pays et de populations qui vivent toujours dans la pauvreté matérielle la plus sévère.

6. Mais le marché financier ne peut se développer partout. Certes, le marché financier est en lui-même une dynamique structurante des systèmes économiques, il ne peut exister qu'en conditions d'efficacité des systèmes économiques, c'est-à-dire une situation où le prix de chaque titre financier reflète à tout moment toute l'information disponible sur sa rentabilité effective. Ce qui n'empêche nullement l'évolution de cette position de marché en équilibre vers une situation de marché spéculatif où l'épargnant - investisseur devient aussi spéculateur, anticipant des gains plus

importants (ou moins importants) que ce que l'on peut espérer en général. Bien au contraire l'interprétation, différente d'un groupe social à l'autre, qui peut être donnée à un signal nouveau du marché, va susciter des comportements spéculatifs chez tous les opérateurs, les uns poussant à la hausse le prix des titres, les autres précipitant leur baisse. Cette perception différente d'un même signal du marché va susciter l'apparition de produits financiers nouveaux dits *produits dérivés* pour répondre au besoin de couverture du risque de prix. Les vendeurs vont s'assurer pour atteindre le niveau élevé de prix espéré ; les acheteurs, pour ne pas payer plus cher que le prix maximal convenu.

7. Ainsi, entre les vendeurs de titres inquiets de ne pouvoir atteindre le prix minimum auquel ils s'attendent pour céder leurs titres et les acheteurs désireux de ne pas payer plus cher l'acquisition des mêmes titres, on trouve une autre catégorie d'opérateurs, celle des arbitragistes prêts à rassurer vendeurs et acheteurs moyennant une *prime de risque* sur le vendeur comme sur l'acheteur. Le prix des titres sont donc poussés à la hausse comme à la baisse, par le fait des anticipations des opérateurs, lesquelles anticipations proviennent de la façon dont sont perçus par les uns et par les autres, les mêmes phénomènes économiques. L'information qui permet d'approcher les tendances de ces phénomènes économiques et sur les facteurs en action sur les marchés, doit exister et rester accessible pour tous. Ce qui rend possible la *spéculation* et rassure en même temps l'investisseur qui sait qu'à tout moment il peut changer d'avis si une donnée venait à être modifiée. Cette latitude à *changer d'avis* est d'autant plus déterminante pour l'efficience des marchés qu'elle permet d'alimenter le fonctionnement du marché secondaire sans la fluidité duquel le marché primaire se serait vite étouffé. Pour avoir un marché financier actif, il faut donc qu'il n'y ait aucune espèce d'obstacle à la vente et à la revente de titres, ni à l'offre de garanties sur les titres pour contenir l'ampleur des risques de marché.

8. Le marché financier répond ainsi au besoin des épargnants – investisseurs, d'acheter, de vendre, de revendre et de racheter autant de fois qu'ils jugent profitable de détenir un titre plutôt qu'un autre et de le céder à un moment plutôt qu'à un autre.

Le marché financier assure l'anonymat des intervenants puisqu'ils n'ont pas à se connaître et à se rencontrer, même si on qualifie d'accès direct au marché la procédure moderne de gestion des portefeuilles de titres. En réalité les donneurs d'ordre agissent par l'entremise de banques qui peuvent désormais intervenir soit directement en salle des marchés, soit par le biais d'intermédiaires qui agissent alors en courtiers.

9. Ainsi, l'idée qu'on a peut-être pu avoir, que l'accès direct au marché financier faisait naître une ère économique sans banque, doit être quelque peu corrigée par le fait que les banques seront toujours là que ce soit en économie d'endettement ou en économie de marché financier. De fait, ce qui est recherché n'est pas de se passer des banques, mais de mettre en place un autre *système de financement*, celui de la *mobilisation de ressources sans endettement*. La banque reste dans le circuit mais elle sert désormais d'intermédiaire entre donneurs d'ordres d'achat et de vente de titres de placement. Elle reste aussi dans le circuit pour conseiller les acheteurs et les vendeurs de titres, pour évaluer l'opportunité et parfois pour estimer l'ampleur du risque. Mais la banque n'agit plus ici que pour compte de tiers et moins pour compte propre. Les risques de contrepartie et de rendement des placements deviennent certes plus importants, mais les revenus des donneurs d'ordre deviennent aussi considérables. L'épargnant investisseur gagne beaucoup en plus value de placement, l'entreprise gagne à obtenir des ressources sans endettement et l'économie nationale gagne en croissance globale. En plus de leur rôle de prêteur qu'elles ont toujours eu, les banques vont alors jouer, en plus, le rôle d'intermédiaire – animateur du système financier.

10. L'installation de banques privées depuis 1995, propriété d'algériens et d'étrangers, a donné l'impression que l'Algérie intègre désormais une dynamique propice au développement des marchés d'affaires et de capitaux, impression que d'aucuns n'hésiteront pas à mettre à l'actif de la Loi 90-10 de 1990 dite Loi sur la monnaie et le crédit. En réalité, bien avant cette Loi, des textes aussi vigoureux datant de janvier 1988 marquaient déjà l'intérêt d'institutionnaliser un marché des valeurs mobilières. Mais ce n'est qu'en décembre 1990 qu'a été créée la

première instance boursière de l'Algérie, la Société des Valeurs Mobilières (SVM), sous forme d'une SPA au modique capital initial de 320 000,00 DA réparti entre les Fonds de participation. La SGBV (Société Générale de la Bourse des Valeurs) est dotée d'un capital plus conséquent de 24 millions DA, succède depuis décembre 1996 à la BVM qui a succédé à son tour à la SVM. La SGBV actuelle a dans son capital social les participations d'actionnaires privés comme l'Union Bank.

11. Quel que soit le nom donné à l'entité, le nombre d'opérations traitées est resté trop faible pour rémunérer de manière suffisante le nombre nécessaire d'intervenants, même si les quelques opérations lancées avaient, en leur temps, suscité le plus grand succès comme : (i) l'emprunt obligataire à coupons convertibles en devises, initié en décembre 1990 par la BNA, le CPA, la BEA, la BADR et la BDL ; (ii) les Bons d'équipement du Trésor en 1993, (iii) l'emprunt obligataire du Trésor de 1996 ; (iv) l'emprunt obligataire de la SONATRACH (novembre 1997) qui est en fait un titre toujours assimilable à une obligation du Trésor. Avec un peu moins d'engouement, le marché a également salué en 1999 les émissions d'actions de l'ERAD-SETIF, de SAIDAL et de l'Hôtel El-Aurassi.

La demande de titres de placement dans le capital des trois entreprises publiques ouvertes au marché a été jusqu'ici significative :

	Eriad Sétif	Saïdal	El-Aurassi
Montant de l'APE (Millions DA)	2 300	1 600	480
OFFRE (nombre d'actions)	1 000 000	2 000 000	1 200 000
DEMANDE	454 424	2 851 576	2 001 237
Nombre de souscripteurs	5 200	20 000	10 000
Dont petits porteurs (en %)	43%	90%	84%

On s'attendait à avoir tout au plus 35% des actions de SAIDAL vendues aux petits porteurs, on en avait vendu 89,56% et

moins de 60% des actions de El-Aurassi, on a eu 83,4% en petits porteurs. L'ERAD SETIF semble avoir eu plus de peine à trouver sa place sur le marché financier mais elle a tout de même réussi à encaisser, avec ses 43% de petits porteurs, près de 990 millions DA, soit près du double de tout le capital de l'Aurassi mis sur le marché. Le montant mis sur le marché par ERAD SETIF était probablement trop lourd aux yeux des petits porteurs. Ils ont laissé la BADR prendre 57% d'actions ERAD SETIF.

En termes de capitalisation boursière, on est encore bien loin du compte. Nous n'avons ici et au prix initial d'émission, que 4,4 Milliards DA soit 55 Millions de Dollars. Or on estime à plus de 22 Milliards de Dollars le montant de l'épargne nationale actuelle. Il n'y aurait donc que moins de 0,25% de l'épargne nationale qui se serait portée sur le marché financier hors OAT. En ne considérant que l'épargne des ménages estimée actuellement à près de 12 Milliards de Dollars, la capitalisation boursière n'en représente que 0,47% et alors moins de 0,1% du PIB contre plus de 13,5% en Tunisie, 40% en Egypte et plus de 104% au Maroc comme on peut le voir sur ce tableau:

En milliards de dollars	USA	Maroc	Egypte	Tunisie	Algérie (*)
PIB	8 511	13.2	83	19.6	54.2
Capitalisation boursière	12 647	13.7	33	2.6	0.055
Capitalisation / PIB	148%	104%	40%	13.5%	0.1%

Source : Conseil du marché financier, Tunis Rapport annuel 2000.

sauf Algérie, cf. Etude UGP/ARIP/MPPI lot 3.2 volet 2 part 2.

(*) : Algérie : estimations MPPI.

12. On notera que sous d'autres cieux, la présence de l'Etat comme actionnaire dans une entreprise rassure les autres actionnaires. Mais en Algérie, passés les moments d'euphorie suscités par les effets d'annonce de gains réalisés dans des conditions particulières de protection démesurée des marchés par la « valeur administrée » notamment, la présence de l'Etat n'a pas empêché les cours de s'effondrer (données relevées en novembre 2002, cf. op. cité MPPI/UGP/ARIP) :

- de - 54,3% pour ERIAD Sétif,
- de - 53,7% pour SAIDAL,
- de - 47,5% pour l'Hôtel AURASSI.

L'effondrement des cours des titres de ces trois EPE pourrait être dû, au moins en partie, aux difficultés nées du démantèlement tarifaire et de l'élimination de la valeur administrée sur les importations (cas de SAIDAL et ERIAD-Sétif), et à la communication de résultats peu encourageants de ces dernières années pour EL-AURASSI. Mais on ne peut négliger l'effet de la lenteur prise par le programme de privatisation à se concrétiser ainsi que l'ampleur des difficultés supposées des autres EPE à réunir les critères d'entrée en Bourse, pour offrir aux petits porteurs un choix plus large de titres qui sont autant de possibilités de compenser les pertes sur les uns par des plus-values sur les autres. On a là, un faisceau de facteurs convergents qui tendent tous à nourrir la suspicion à l'égard de la Bourse et de la santé effective des EPE mais aussi à l'égard de la volonté de l'actionnaire principal dans les EPE, de soumettre son mode de gestion à l'analyse continue et rigoureuse des marchés financiers.

13. L'irruption récente de quelques IOB privés dans le paysage financier et bancaire algérien n'a pas permis jusqu'ici d'insuffler la dynamique du changement dans le mode de gestion du système économique national, que ce soit au sein des EPE ou des institutions bancaires. Les quelques banques privées qui ont pu s'installer fonctionnent sous une *forme de tutelle de gestion administrative* par la Banque d'Algérie notamment sur tout ce qui se rapporte à leur volet des transactions avec l'étranger. C'est ainsi que pour des raisons qu'on ne discutera pas ici, on peut penser qu'on va maintenir longtemps encore les banques publiques parce qu'elles sont seules à bien tenir leur rôle de caisses publiques. Les banques privées paraissent ainsi condamnées au nanisme.

14. On sait que les banques publiques ont été créées pour servir d'appui aux entreprises d'Etat dans leurs opérations de caisse d'enregistrement et de paiement de factures d'investissement, pour couvrir leurs déficits d'exploitation et ainsi redistribuer en quelque sorte la rente générée par les exportations d'hydrocarbures. De même que pour éviter les rigueurs de la discipline monétaire et faciliter grandement les missions de ces banques publiques, on avait instauré la non convertibilité de la monnaie nationale. On complète ainsi le mécanisme de la répartition de la rente qui s'était mis en place où la monnaie perd son rôle de support des interdépendances entre les équilibres du marché financier, les équilibres du marché des biens et services et de celui du travail. Une forme de « bulle financière » s'est alors constituée sans attache aucune avec la situation de l'économie réelle et des EPE et qui a grandement contribué à faire reculer l'heure de vérité pour constater l'énorme écart qui s'est creusé entre la compétitivité des industries du secteur public national et les industries étrangères. Elles ont ainsi perdu les moyens de reproduire les énormes masses de capitaux qu'elles ont investies

Il nous faut admettre que la crise du surendettement de la fin des années 80 et la mise en place au milieu des années 90 du premier et seul PAS que l'Algérie ait connu, lui ont permis de prendre de conscience – peut-être insuffisamment encore – qu'il est nécessaire de sortir rapidement de l'économie virtuelle créée par les EPE. On sait maintenant, même si on continue à tergiverser, que l'économie algérienne n'a de chances de sortir du sous-développement que si elle manifeste sa maturité à ne garder dans son *tableau de bord de gestion économique* que les *critères de performances et de valeur* basés sur *l'efficacité des marchés* et sur *la meilleure productivité des facteurs*.

15. On admettra alors plus facilement que la dynamique structurante des grands équilibres d'une nation ne s'appuie pas seulement sur l'investissement, la dépense publique ou la consommation. La situation d'efficacité du marché monétaire et financier participe également à la dynamique de structuration et de développement du système économique. Il sera alors plus aisé de

comprendre que la performance du système bancaire national, n'a aucun avantage à maintenir une réglementation administrative des changes, par exemple, et à continuer de décider du niveau des taux d'intérêts, mais au contraire à rechercher dans le libre jeu du marché, l'harmonie de l'adéquation entre l'offre et la demande des signes monétaires et des produits financiers. Les blocages multiples, réglementaires ou de circonstance opposés jusqu'ici à la mobilité des capitaux, produisent déjà plus d'effets contraires que les quelques avantages pour lesquels on les avait fait naître. De fait, le réflexe de limitation et de contrôle administratif des activités économiques n'a pas encore totalement disparu et l'arbitraire du fonctionnaire en chef a encore sa place.

On citera pour exemple, la longue liste des pièces administratives demandées aux opérateurs désireux de transférer des dividendes, une liste non exhaustive qui ouvre la voie aux *errements bureaucratiques*. Quant aux délais d'examen des demandes de transfert, ils sont au minimum de *deux mois*¹. Le cas de la banque étrangère qui a dû attendre près de 12 mois pour procéder au transfert d'une somme de 100 000 Francs Français, somme insignifiante pour la profession, révèle l'ampleur des dérapages procéduriers du système bancaire national.

16. De plus, la Banque d'Algérie reste la seule institution financière à pouvoir accéder au marché international des devises. Les banques commerciales publiques, et à fortiori celles privées, ne peuvent toujours pas prétendre disposer d'un panier propre de devises qui leur permettrait de construire des taux de change à terme par des opérations de placements/emprunts, d'acquérir des produits de couverture des changes. *C'est à l'absence de telles facilités de couverture des risques de changes et au dysfonctionnement des services de la Banque d'Algérie qu'on doit donc la déstabilisation de la situation financière des entreprises nationales, privées et publiques*, puisqu'on leur a imputé de manière mécanique et directe la totalité des effets de la dévaluation du dinar dont l'ampleur a dépassé le 1000%.

¹ Cf. Algérie, Diagnostic sur le Climat de l'Investissement Etranger, étude de la SFI, Banque Mondiale et PNUD, Décembre 2002..

Ces entreprises étaient déjà à ce moment là (milieu des années 90) en sévère récession par suite des mesures de compression de la demande intérieure et de la réduction de la dépense publique. En 1997 et en 2001, l'Etat avait concédé à mettre en place le système dit « dispositif banque-entreprise » pour tenter de corriger certains des dégâts provoqués par la dévaluation et par la sévère compression de la demande intérieure du milieu des années 90. Tout donne à penser que ce dispositif était tardif sinon inutile, malgré l'importance des sommes utilisées (30% du PIB en 1997 puis 15% du PIB en 2001) puisque aucun effet tangible n'a été ressenti, ni dans la situation des entreprises, ni sur l'emploi. Il faut attendre l'année 2002 pour voir la croissance générale du PIB dépasser 4% davantage sous l'effet du Programme de relance économique.

17. Aussi, doit-on admettre que le système bancaire algérien n'est pas de nature à faciliter l'émergence du marché financier en gestation depuis près de 15 années, maintenant. Et ce n'est pas par manque de textes instituant tel ou tel aspect du marché financier. Il lui manque toujours :

- la rapidité de paiement,
- l'efficacité des procédures de règlement,
- la crédibilité des supports de transaction.

Au lieu d'améliorer la situation du système bancaire de ces trois maux, on semble courir encore derrière une chimère, la « dématérialisation » des supports de transaction, un outil certes nécessaire mais pour l'heure insignifiant devant le peu d'assurance donnée aux opérateurs qui subissent des retards incompréhensibles du système de paiement. Les banques algériennes sont bien en retard. Elles mettent des mois à procéder à l'encaissement dans une agence d'un chèque tiré sur une autre agence de la même banque et dans la même ville. Ce n'est donc pas de dématérialisation des transactions financières qu'il faut parler mais d'*informatisation des opérations bancaires*. La surdité ambiante qui règne sur la nécessité qu'il y a à accélérer les opérations bancaires de paiement et de transfert vers l'étranger, ne peut être interprétée par le marché

financier que comme un risque de perte sur le capital investi alors qu'on sait que l'investisseur de portefeuille n'accepte que les risques sur les gains.

18. L'absence de rigueur en matière de paiement et de règlement ne facilite donc pas l'entrée de banques privées sur le marché financier. Elles sont découragées par les difficultés procédures de transfert, par l'impossibilité d'accès aux produits de couverture à terme des risques de changes et par le risque de contrepartie encore important, d'autant qu'il s'agit souvent d'opérations d'appel à épargne initiées par des institutions ou des entreprises publiques sans que l'Etat n'apporte explicitement sa caution. Ce n'est pas par hasard que les banques privées ont concentré l'essentiel de leur champ d'action sur financement des opérations d'importations. Elles servent à leur tour de caisse domiciliaire et accomplissent en quelque sorte, pour compte de l'importateur, les formalités de change et de transfert qu'impose la Banque centrale. Les banques privées n'offrent ainsi ni garantie de paiement, ni conseil à l'opérateur. Elles ne participent pas ou peu, au tour de table des syndications bancaires pour constituer le capital des entreprises naissantes ou pour recapitaliser les entreprises publiques, une phase-relais pourtant nécessaire à la réussite des opérations d'annonce et de mise en circulation des titres sur le marché financier.

Il est vrai que l'intérêt des banques privées peut avoir été limité aussi par la faible performance de titres proposés, performance grevée par la compétitivité sur les marchés intérieurs des produits d'importation, par la contre- façon et par la politique qui a prévalu jusqu'ici de surévaluation systématique de la parité de change du dinar algérien. L'installation des banques privées en Algérie ne peut donc encore être interprétée comme un signal d'amélioration du degré de liberté d'action du système bancaire national, ni même comme une preuve de la volonté de mettre un terme à la suprématie du secteur bancaire public.

19. Le système bancaire algérien continue ainsi à fonctionner comme un système de caisse pour pourvoir en crédits d'exploitation des entreprises publiques en mal d'équilibre financier et de trésorerie, pour domicilier des opérations

d'importation et ouvrir des crédits documentaires. Il fait également quelques avances en crédit immobilier. En dehors de ces opérations, il n'exerce pratiquement aucune autre activité. L'absence d'un système de garantie de financement de projets d'investissement rend naturellement obligatoire la constitution d'hypothèques pour obtenir un crédit. Or le niveau d'hypothèque requis est rédhibitoire et décourage les plus téméraires des entrepreneurs. Les quelques initiatives d'investissement réalisées par le privé l'ont été essentiellement sur apports personnels. Ce qui limite sensiblement le nombre de projets. De plus, ce mode de financement compromet au départ la réussite et l'expansion des entreprises puisqu'elles ne peuvent avoir la taille critique de rentabilité nécessaire pour résister à la prochaine concurrence Européenne sur les marchés nationaux.

20. Dans ces conditions comment dynamiser un marché financier pour l'amener à participer à la privatisation et à la promotion de l'investissement ?

L'expérience d'autres pays a montré que les marchés financiers ne peuvent prospérer que dans un contexte politique décidé :

- à améliorer les délais de paiement (en monnaie nationale et en devises étrangères) et faciliter le dénouement des opérations de cession/acquisition des titres ;

- à adopter de nouvelles réglementations qui permettent d'abroger les rigueurs des contrôles souvent redondants et inutiles. L'ampleur du scandale de Khalifa Bank est une preuve qui souligne la futilité des règles existantes, en matière de contrôle des changes, de surveillance de la liquidité et de la solvabilité des établissements bancaires ;

- à généraliser la garantie (par le Trésor Public) de la clause d'actif net des bilans des entreprises introduites en bourse et d'étendre les mêmes dispositions de garantie de contrepartie des titres offerts sur le marché secondaire qui reste à vulgariser par une communication plus efficace de la part des banques.

Chacun de ces volets constitue en lui-même un chantier à ouvrir dans les prochains jours pour faire passer dans les comportements quotidiens des institutions bancaires, de la Banque d'Algérie en particulier, les réflexes d'information sur les procédures et les réglementations en vigueur en matière de change et des délais de transfert des fonds. On doit également parvenir à prendre les mesures pour faire respecter le devoir de communication des résultats des entreprises ouvertes au marché financier. De fait tout marché financier vit en interaction permanente avec les émetteurs de titres et avec les organes de contrôle de la qualité des titres et des transactions réalisées sur ces titres. La manière dont est conduite la gestion stratégique d'une entreprise se retrouve dans sa politique de distribution des dividendes, dans sa démarche d'augmentation ou de réduction du capital. Que l'on veuille donner le signal sur l'importance des dividendes à venir, on en distribue alors beaucoup, ou que l'on veuille donner le signal qu'elle met en œuvre un plan d'affaires porteur d'expansion et de plus grands résultats futurs, on distribue alors moins de dividendes. Il importe que l'information fournie sur la situation de l'entreprise prenne en considération le besoin de rassurer l'actionnaire par plus de transparence et plus de prévisibilité de la stratégie de l'entreprise émettrice.

En réalité l'actionnaire est indifférent entre le fait de recevoir un dividende immédiat ou de savoir que l'entreprise réinvestit pour un taux de rentabilité supérieur ou égal au taux initialement exigé. Pour emporter l'adhésion de l'actionnaire, il faut simplement l'informer de manière régulière et sérieuse. Il arbitrera en faveur du maintien dans son portefeuille, des titres d'entreprises qu'il estime sous-évalués. Pour les vendre, il attendra que leur cote remonte sur les marchés. Ce faisant, il participe au renchérissement desdits titres. Par contre il arbitrera en faveur de la sortie de titres de son portefeuille, s'il estime que leur valeur sur le marché correspond à une surévaluation de l'entreprise.

Pour faciliter le choix de l'actionnaire et surtout lorsque les titres convoités sont ceux d'entreprises de grande taille, il arrive alors que ces titres fassent l'objet de notation (rating) par des agences spécialisées (Standard & Poors, Moody's, ...). Il sait qu'il lui suffit dans ce cas de se fier à l'avis des spécialistes qui ont

procédé à la notation en restant toutefois prudent, la note étant donnée au vu des résultats passés mais rarement en fonction des résultats futurs.

21. Comment amener le marché financier à faciliter la privatisation ?

Une opération de privatisation correspond généralement à la prise de contrôle d'une entreprise par des acquéreurs de la majorité de ses titres. La cession des titres peut être réalisée soit par négociation privée, soit par voie d'enchères publiques. Dans le cas de la négociation privée, la quantité d'informations nécessaires à l'accomplissement de la démarche est réduite. Mais là, on peut perdre des opportunités de meilleures offres que celles traitées, parce que tous les concurrents n'ont pas été conviés à la négociation. Dans le cas contraire, celui des enchères publiques, la quantité d'informations exigées est considérable. La démarche est plus lente, plus contraignante. Mais au bout, on peut être sûr d'avoir étudié toutes les opportunités disponibles.

Tout l'art de la négociation dans la privatisation, c'est de parvenir à donner le sentiment de partager de manière équitable, entre l'acheteur et le vendeur, la valeur des synergies futures de l'entreprise. Il importe donc que toutes les parties soient au même niveau d'information sur le potentiel de l'entreprise à générer des résultats dans un marché plus concurrentiel. Le vendeur connaît certainement mieux son entreprise et son potentiel de croissance. Mais il la voit toujours selon ses propres critères d'analyse de l'environnement. Par contre, l'acheteur voit l'entreprise davantage comme un point d'appui pour sa stratégie de pénétration du marché ou d'extension de ses activités par intégration (horizontale ou verticale) des segments du marché qui lui ont fait défaut jusqu'ici. L'acheteur s'attachera alors à faire semblant qu'il ne voit l'entreprise que dans l'univers étroit du vendeur dont il noircira les perspectives.

Il y a donc, naturellement, une profonde asymétrie d'information entre l'acheteur et le vendeur sur la situation réelle interne de l'entreprise et sur son potentiel d'adaptation aux exigences nouvelles du marché. Le rapprochement des positions

acheteur – vendeur ne se fera que par réduction de cette asymétrie d'information et différence d'interprétation. Pour rapprocher les deux positions, un troisième acteur doit entrer en scène et se charger réellement de la négociation puisqu'il va mettre en relief les similitudes entre les deux points de vue et créer l'impression d'équité dans le partage des résultats de l'opération, sans quoi la transaction n'aura pas lieu. Ce troisième acteur est la « Banque d'affaires ». Son rôle : « éduquer » l'acheteur quant aux avantages que recèle l'entreprise proposée à la transaction. Auprès du vendeur, son rôle aussi est sinon « d'éduquer », du moins de montrer les limites du marché et ainsi d'aider à mieux placer les titres proposés. Elle doit amener le vendeur à mieux interpréter la situation du marché et à formuler ses exigences de manière à améliorer sa crédibilité de négociateur.

Pour réussir dans ce rôle, la Banque d'affaires doit gagner et garder la confiance de l'acheteur comme celle du vendeur tout au long du processus de négociation. Sa présence doit libérer l'esprit de l'un et de l'autre, des interprétations fallacieuses qu'on peut faire des signaux du marché et ainsi de permettre aux négociateurs de mettre toute leur attention sur la faisabilité du plan d'affaires (business plan) de l'entreprise mise sur le marché. Pour être crédible aux yeux des deux parties, la Banque d'affaires doit apporter la preuve de sa compétence: (i) à structurer l'opération de placement, (ii) à distribuer efficacement les titres, (iii) et à donner les garanties minimales, au vendeur comme aux acheteurs. Suivant la qualité des titres proposés et de l'accueil qui leur a été réservé sur le « marché gris », la Banque d'affaires optera :

- soit pour la procédure dite du « book building » et alors, elle ne mettra en circulation que le nombre de titres achetés d'avance, à partir des annonces faites sur le marché (gris),
- soit pour la procédure dite du « bought deal », dans ce cas, la Banque d'affaires garantit au vendeur le placement de la totalité des titres mis sur le marché, aux conditions convenues d'avance avec lui.
- Dans la seconde optique, la Banque d'affaires substitue sa notoriété à celle du vendeur pour limiter le risque de contrepartie

souvent dominant dans ce genre d'opération. La rémunération de la Banque d'affaires est négociée en conséquence. Elle l'intègre normalement dans la cote des titres.

- Dans la première option, par contre, la Banque d'affaires ne fait qu'accompagner le vente sur le marché, conseille sur l'opportunité de maintenir les conditions de prix des titres et sur la part de pouvoir de décision qu'il faut céder au départ pour améliorer les prix de cession. Sa rémunération peut être dans ce cas décomposée en deux parties, l'une fixe, quel que soit le prix et le nombre de titres vendus, l'autre variable, fonction des conditions de ventes obtenues.

- Dans les faits, toute privatisation conduit à la prise de contrôle. Lorsque cette opération se fait par le marché des valeurs, la procédure est celle de l'OPA réglementée en tant que telle. Cette manière de privatiser n'obéit pas aux mêmes principes que la privatisation négociée, puisqu'il ne s'agit que de l'obligation d'annonce de la volonté de détenir un nombre donné de parts de capital pour parvenir à la position de contrôle de la décision de gestion. Dans ce cas, le vendeur n'a aucun moyen de choisir le « repreneur ».

22. Quelles leçons tirer de cette présentation quelque peu simpliste du fonctionnement des marchés financiers internationaux, pour bâtir un marché financier efficient (actif) en Algérie qui puisse soutenir la croissance économique et la privatisation?

Pour construire et dynamiser le marché financier :

- *il faut des banques efficaces :*

En théorie on a l'habitude d'opposer, comme on l'a rappelé ci-dessus, *économie d'endettement* qui consacre le rôle du crédit bancaire en tant que source essentielle de financement des entreprises, et *économie des marchés financiers* caractérisée par un accès direct des entreprises aux détenteurs – investisseurs de capitaux, même si cet accès se fait nécessairement par le biais de banques converties en IOB et en agents courtiers.

Dans un cas comme dans l'autre, le système bancaire reste au centre du mode de financement de l'économie, mais la nature des liens change. Les banques travaillent désormais comme de simples courtiers. Elles interviennent dans le paiement et dans l'application des réglementations boursières notamment en matière de sécurité des titres échangés et des garanties de solvabilité des parties en présence sur les marchés secondaires, garants de la liquidité parfaite du système dans son ensemble et sans lesquels il sera difficile de conclure des transactions boursières.

- il faut des titres intéressants à convoiter:

Un épargnant ne se transforme en investisseur que s'il espère réaliser des gains supérieurs à la rémunération des carnets d'épargne et des dépôts à terme des banques, une rémunération sans risque sur le gain et sur le capital investi. Ainsi, le taux de profit par Dinar investi dans un titre doit être significativement supérieur au taux d'intérêt rémunérateur de la CNEP et des dépôts à terme des banques. Or pour rémunérer leurs dépôts à terme, les banques ont besoin à leur tour de réaliser des placements (en prêts et en titres participatifs en nombre limité) lucratifs pour servir les intérêts consentis sur les dépôts et servir des dividendes à leurs propres actionnaires.

Problème crucial actuel en Algérie: où trouver des entreprises qui distribuent des titres suffisamment rémunérateurs pour leurs porteurs et pour les intermédiaires financiers? Les entreprises publiques ont plutôt la fâcheuse réputation de générer des déficits. Quant aux entreprises privées, sûrement plus prospères, elles ont aussi la fâcheuse réputation de manquer de transparence dans leurs comptes et de n'avoir réussi que par la volonté de milieux d'affaires peu fiables. Autrement dit, la réussite du secteur privé manque de crédibilité pour durer et le cas du Groupe Khalifa en est une triste illustration.

A bien réfléchir, les seuls titres qui peuvent être mis dès maintenant sur le marché financier Algérien, sont ceux de quelques entreprises publiques viables sinon ceux des entreprises nées des Joint-venture (JV) montées avec des partenaires étrangers, que ce soit avec les entreprises publiques qu'avec des entreprises privées.

puisque dans le cas des JV, il y a nécessairement une discipline de gestion et de publication des données pour des besoins internes de partage du management. Mais il n'y a pas encore un grand nombre de JV et de ce fait, il ne peut y avoir une grande variété de titres pour susciter l'apparition d'un nombre considérable de « boursicoteurs », petits porteurs dont on espère une large contribution pour contrebalancer l'effet des gros épargnants-investisseurs institutionnels (caisses d'assurance, caisse de retraite) qui peuvent continuer à être tentées « d'entraîner le marché » vers des choix de politique économique, parfois en opposition avec les intérêts économiques des particuliers.

De fait, on ne pourra avoir un marché financier que si on assure la crédibilité des titres émis par les entreprises publiques et si on garantit la qualité des données publiées par les entreprises privées.

- Il faut rétablir la viabilité des entreprises actuelles: par la titrisation de leur passif:

La destruction du bilan d'une entreprise se manifeste lorsque le niveau de son capital social ne peut plus faire face aux échéances immédiatement exigibles. De ce fait, si on diminue le volume de sa dette, on améliore la capacité de l'entreprise à faire face à ses échéances. Pour ce faire, il faut externaliser une partie de la dette de l'entreprise, technique appelée « titrisation », et qui permet de faire monter en capitaux propres une large partie de la dette. Cela revient à vendre sur le marché des titres pour racheter la dette, en fait pour améliorer la capacité de remboursement de la dette et faire face aux échéances dans de meilleures conditions. Dans les faits, on ne réduit pas le montant de la dette parce qu'on a vendu des titres de participations – sauf dans le cas des swaps avec les créanciers – mais on réduit la proportion de la dette dans le total du bilan.

Une limite toutefois : les titres émis dans ce cadre ne peuvent pas être des obligations sauf s'ils sont rapidement convertibles en actions parce qu'il s'agit justement d'alléger le volume des dettes. Les titres doivent donc être nécessairement des

actions, des titres de participation ou encore des certificats d'investissement qui sont des simples actions sans droit de vote.

Par définition, on entendra par titre,

- pour l'acquéreur, l'engagement de mettre à la disposition de l'entreprise des fonds immédiats,
- pour l'émetteur, l'engagement de donner droit à l'acquéreur d'obtenir une part des bénéfices réalisés et/ou des pouvoirs de contrôle, proportionnelle à l'importance du montant de la participation.

Il faut créer des sociétés de défiance (on écrit aussi défaisance) :

On sait qu'il y a toujours un prix pour vendre un actif sur le marché. Ce faisant, l'entreprise va pouvoir payer une partie de ses dettes (plutôt des échéances arrivées à terme). On peut penser que si l'entreprise consent à céder un actif, c'est qu'il n'est pas essentiel pour son activité. Ce qu'on ne sait pas par contre, c'est ce que représente la somme encaissée par rapport au total des dettes et quels actifs peut encore céder l'entreprise sans mettre en danger son activité et en même temps parvenir à un niveau d'endettement supportable par son exploitation pour devenir attractive sur le marché financier.

Dans le cas où le niveau d'endettement résiduel reste considérable après séparation d'actifs dormants, deux possibilités existent :

- soit, on procède à l'annulation pure et simple de la partie de la dette que l'entreprise ne peut supporter par ses résultats futurs,
- soit, on procède à la mise en faillite de l'entreprise et alors on perd l'activité, l'expérience accumulée, l'emploi et l'investissement qui lui a été consacré. La Banque créditrice perd alors une large partie de ses créances sur l'entreprise. Si le montant de ces créances perdues représente une fraction importante de

l'actif de la Banque, celle-ci risque d'entrer à son tour en situation de déséquilibre de bilan, peut-être de devoir céder à son tour des actifs dormants et, s'ils sont insuffisants, d'être mise en faillite, entraînant dans la tourmente, ses déposants et ses créanciers. On sera alors en pleine phase de concrétisation du risque systémique tant redouté par les économistes puisqu'il fait effondrer l'ensemble de l'économie nationale monétaire.

On voit ainsi que l'annulation de la dette, même si elle conduit à la désapprobation des créanciers et qu'elle n'est jamais considérée comme la panacée par les marchés financiers, permet toutefois de circonscrire le mal du surendettement et d'éviter les « effets de contagion ».

Mais ce procédé conduit aussi à la perversion des systèmes économiques, puisqu'il suffit qu'une entreprise présente un niveau d'endettement considérable pour qu'on lui autorise tous les dérapages dans sa gestion, ses dettes sont annulées dès qu'elles dépassent sa capacité de remboursement. On donne ici un signal qui va décourager les investisseurs, puisqu'on érige en système le maintien de comportements réhibitoires qui ont généré les dysfonctionnements actuels du système économique national et ont compromis pour longtemps la crédibilité de rigueur du système bancaire. L'Etat n'échappe pas à cette mauvaise réputation puisqu'il donne de lui-même l'image de prédateur, sacrifiant la compétitivité de l'entreprise pour satisfaire des revendications sociales démesurées par rapport à ses moyens.

L'économie nationale est ainsi entrée en déséquilibre structurel au détriment de l'efficacité économique et de l'emploi.

Que faire maintenant puisqu'il n'est pas plus économique de fermer l'activité des entreprises même surendettées tout en voulant bâtir un système économique efficient, capable de résister à l'entrée dans l'espace concurrentiel européen ?

La solution peut résider dans une « innovation institutionnelle » qui doit permettre de faire émerger des entreprises hautement compétitives sur les cendres des EPE qui étouffent sous leurs dettes.

Pour réussir la transition, il faut mettre en place un mécanisme nouveau dont le moteur sera fait des « *Sociétés de défaisance (ou défaisance)* ». Ce système permettra aux EPE en difficulté de sortir de leurs déséquilibres. Elles vont devoir céder la totalité de leurs actifs dormants (terrains, bâtiments, équipements, brevets et licences, etc.) certes, à un prix de cession inférieur à la valeur nette comptable de ces actifs. En échange, la société de défaisance prend dans son portefeuille un nombre de titres de participation égal au montant des actifs dormants reçus à prix concessionnel, mais augmenté de la partie de la dette excédant la capacité de remboursement de l'EPE qui se retrouve ainsi restructurée pour mettre en adéquation ses charges avec ses recettes.

Le déséquilibre financier de l'EPE est en quelque sorte transféré à la Société de défaisance qui, il faut le souligner, n'a pas pour rôle de mettre en égalité, la valeur des actifs dormants reçus et la valeur des titres de participation acquis.

Pour que l'opération soit profitable à l'EPE, il faut que l'augmentation du capital social ainsi réalisée par l'arrivée de la Société de défaisance lui permette d'engranger rapidement des résultats financiers substantiels. Les titres reçus par la Société de défaisance seront ainsi revalorisés par le marché financier au fur et à mesure que l'EPE bénéficiera de ce processus engrange des bénéfices. Il suffit à la Société de défaisance de ne pas mettre de suite ses titres sur le marché pour réaliser à terme de substantielles plus-values.

La tentation existe de donner aux banques commerciales créditrices des EPE en quasi-cessation de paiement, le rôle de Sociétés de défaisance. Elles prennent possession des immobilisations (terrains et immeubles) des EPE dont elles annulent la dette. Certaines l'ont déjà fait. Ce n'est pas leur rôle puisque leur intervention dans ce cadre ne peut être que ponctuel. Si elles l'élargissent, elles mettent en danger leur mission d'institution dépositaire d'avoirs monétaires et financiers et non d'agent immobilier.

Mais dira-t-on, à juste titre, les Sociétés de défaisance proposées n'ont pas de capital pour démarrer leurs activités d'acquisition de titres de participation, d'autant qu'on attend d'elles de faire chuter les prix du foncier industriel en mettant sur le marché de l'immobilier les actifs dormants qu'on espère en quantité considérable. Il faut donc les doter en *capital initial*.

L'avantage de la démarche

- Les EPE en déséquilibre financier, ne le sont plus et ce, quel que soit le niveau de leur dette et aussi quelle que soit la valeur des actifs en portefeuille cédés à la Société de défaisance puisque par essence, la compensation n'est pas l'objet de l'opération.

- L'Etat permet de maintenir en activité des investissements auxquels il a par le passé consacré des sommes considérables, il continue à valoriser une expérience industrielle et il évite de voir perdurer une crise sociale qui s'est amplifiée par les longs retards pris par les réformes annoncées depuis plus d'une dizaine d'années.

Le risque de la démarche

- *L'EPE va penser pouvoir s'installer durablement dans la mauvaise gestion.* Elle ne manquera pas d'interpréter l'apparition de ce mécanisme de défaisance soutenu par l'Etat, sur des fonds publics, comme un signal de pérennité naturelle de ses activités et dans les conditions actuelles de sous-rentabilité. L'effort de l'Etat de redresser l'activité économique et la branche concernée, se traduira par une forme de manifestation de la faiblesse de l'Etat qui donnera l'impression d'être otage éternel des forces qui ont contribué à la destruction actuelle de la situation financière des EPE. On est parti de l'idée de rendre l'EPE attractive pour les marchés financiers, on risque ainsi d'aboutir au renforcement et à la consolidation des mécanismes de sa destruction.

- *La Société de défaisance va croire qu'il n'est pas de son objet de devenir aussi une entreprise rentable :* par le fait de devoir démarrer leurs activités sur des dotations budgétaires

définitives, les Sociétés de défaisance seront nécessairement des EPIC, donc en partie du moins, des établissements publics à caractère administratif. Rien ne peut garantir d'avance leur efficacité commerciale future, même si dans l'immédiat, elles vont jouer un rôle économique considérable en éloignant momentanément le spectre du déséquilibre structurel des EPE et en participant grandement à l'activation du marché des capitaux, sans oublier leurs nécessaires retombées sur le marché du foncier industriel.

Les mesures à prendre d'urgence : Pour réduire les risques du mécanisme de la défaisance, il faudra :

- Annihiler de suite l'impression qui peut être donnée aux partenaires sociaux des EPE que le dispositif préconisé ci-dessus doit, à chaque fois que de besoin, être réitéré, c'est-à-dire, recevoir des fonds de recapitalisation parce que les pouvoirs publics se trouvent dans l'obligation de pérenniser leurs activités. Pour éviter ce dérapage, une Loi doit être promulguée pour éradiquer à jamais les situations où la médiocrité s'érige en règle de gestion et produit des situations de « rente » dans certaines des entreprises publiques. La recapitalisation par défaisance ne doit donc se faire *une fois seulement dans la vie de l'entreprise* et elle ne peut concerner que la partie des dettes induites des méfaits de la dévaluation du dinar du milieu des années 90 et des charges éventuelles de sujétion publique.

- Ne procéder à la défaisance que pour les EPE dotées d'un Plan d'affaires (Business plan) pour lequel existe réellement des capacités de réalisation, parce que garanties par l'entrée dans leur capital, d'investisseurs privés, nationaux et étrangers, signataires effectifs de « pactes d'actionnaires » susceptibles de pérenniser leurs activités, dès qu'elles seront débarrassées des charges de surendettement.

- Imposer à leur tour, aux sociétés de défaisance, de créer un cadre strict de gestion de leur patrimoine, qui est en fait, le patrimoine de l'Etat, constitué par leurs titres de participation dans les EPE et par les actifs dormants reçus. Des règles tout aussi strictes d'organisation des opérations de cession de ces actifs

doivent être également édictées dans le but évident d'améliorer l'offre de terrains sur le marché du foncier économique.

On peut relever que le mécanisme proposé ici consacre en quelque sorte l'organisation du système actuel formé par le MPPI et les SGP. Mais il leur attribue des fonctions qu'on ne leur connaît pas ou qu'on ne les voit pas effectuer encore. Il y a donc lieu de revoir en conséquences les attributions du MPPI et des SGP.

On relèvera également qu'on n'évoque ici que les entreprises en difficulté pour lesquelles on cherche des moyens institutionnels et un montage financier susceptible de les remettre en équilibre durable, parce qu'elles ont un potentiel de croissance, qu'elles ont un marché et que leur prix de revient, hors charges de passif antérieur, reste compétitif devant celui des produits équivalents importés.

Pour toutes les autres entreprises, celles dont on ne parle pas ici, on peut les répartir en deux catégories :

- celles viables parce que leur endettement est avéré supportable par leurs résultats d'exploitation. Pour celles-là, il faut monter des plans de communication à l'endroit du public suivant les formats tracés par les organes de contrôle comme la COSOB et la SGBV, si elles veulent partager le risque de leur programme de développement, augmenter leur capital social et éviter d'accroître leur endettement. Ces entreprises peuvent rester telles qu'elles sont ou monter une stratégie de partenariat et d'alliance, en vue d'étendre leurs domaines d'action, réaliser de plus larges profits;

- celles non viables et définitivement condamnées à la fermeture à plus ou moins brève échéance. Elles n'ont plus de marché ou sont entrain de le perdre, sans espoir de le récupérer devant des concurrents à large potentiel de compétitivité et d'innovation technologique. Cette catégorie d'entreprises ne peuvent jamais entrer au marché financier, parce qu'elles ne peuvent rien mettre d'attractif dans leur plan de communication à l'endroit des investisseurs. Des opérations de conversion de leurs activités peuvent être alors tentées, mais le financement de ces tentatives ne peut provenir du marché. Il leur faut soit trouver des

banques pour les accompagner mais alors elles buteront sur les difficultés à les séduire avec une situation financière qui souligne plutôt leur incapacité à se redresser, soit trouver acquéreur.

Si on réussit à apprendre qu'il faut convaincre que les entreprises publiques qui ouvrent leur capital à la participation de l'épargne privée, sont soit viables, soit potentiellement viables parce qu'elles ont un marché et qu'elles ont pris les mesures nécessaires pour le conquérir et le défendre, il reste à démontrer qu'il existe un moyen pour vérifier que cette annonce est bien réelle et que les données comptables utilisées sont bien vraies. En d'autres termes, pour rassurer les marchés financiers, il faut assurer qu'on dispose d'un *outil efficace de contrôle de la profitabilité* annoncée des entreprises.

Certes, l'Etat n'a plus à assurer le financement d'entités économiques. Ce sera désormais le rôle du marché des capitaux. Mais pour exister et se développer, le marché des capitaux doit être solidement protégé du risque dit de contrepartie (des titres), un risque que nourrissent la malversation et la gestion délictueuse. Il revient à l'Etat d'éliminer ce risque. On ne peut dire qu'il n'est pas ici dans son rôle. Comme dans tous les autres pays du monde, l'Etat doit apporter des garanties de sincérité des opérations traitées sur le marché financier. Pour ce faire, il lui suffit d'édicter des mesures suffisamment coercitives pour empêcher que des entreprises qui ne peuvent être sur le marché financier le soient et pour que les entreprises qui ne peuvent plus y être le quittent et pour qu'aucune entreprise n'ait de possibilité d'échapper aux procédures de contrôle de gestion. Des assurances doivent être données sur la capacité de l'Etat à exercer par le biais d'organes comme la COSOB des contrôles permanents sur la qualité de l'information diffusée auprès des investisseurs.

On peut comprendre les difficultés de l'Etat à édicter pareilles mesures, quand on sait ses difficultés à mettre en place la facturation et à recouvrer ses impôts.

Or, la puissance d'un marché dépend avant tout de la rigueur des contrôles et de la régularité des opérations qui y sont traitées, de la sévérité des sanctions appliquées aux contrevenants.

Etre en bourse pour une entreprise (publique ou privée) signifie davantage que d'avoir ses titres cotés sur le marché financier. Cela signifie surtout que ses dirigeants gerent dans la transparence et avec efficacité, les ressources dont ils disposent pour imposer la qualité de ses produits et pour défendre ses parts de marché. Les dirigeants d'entreprises en bourse jouent un rôle important dans la relation avec les actionnaires. A cet égard, il ne serait pas inutile d'envisager d'intéresser plus directement les gestionnaires aux résultats réalisés, en liant par exemple une partie de leurs avantages de managers aux plus-values d'un portefeuille d'actions du type « actions à valeur nulle » (*l'action à valeur nulle n'a pas de valeur faciale mais permet d'encaisser la même part de bénéfice qu'une action ordinaire*). L'ingénierie financière fournit une multitude de choix de produits financiers qui permettent de rémunérer la bonne gouvernance des entreprises.

Mais il ne suffit pas de faire participer les managers aux résultats de leurs entreprises pour assurer la bonne gestion. Il faut une forme de « code de l'honneur » des marchés financiers pour rassurer les investisseurs.

En attendant, les investisseurs se contenteront du Code de Commerce pourvu que son application soit plus stricte. En effet, le Code de Commerce actuel n'est peut-être pas complet pour rassurer les investisseurs, mais il comporte une arme efficace, son article 715 bis 20 qui, s'il est rigoureusement appliqué, permet de contraindre tout dirigeant d'entreprise publique ou privée : présente ou non en bourse ; d'apporter la preuve que son entreprise dispose d'un niveau de capital social suffisant pour ne pas constituer un risque pour la communauté d'affaires avec laquelle il est en relation.

L'instrument juridique de sécurisation du marché financier existe donc bien. Il reste à le rendre effectif.

Or, on ne sait toujours pas la puissance des effets de l'application de cet article. Dans la réalité, de nombreuses entreprises publiques – et on ne sait pas vraiment ce qui se passe dans les entreprises privées peu enclines à communiquer leur comptabilité – continuent d'exister alors qu'elles ont fait l'objet de

« décisions » de dissolution. On doit admettre que dans pareilles conditions de fonctionnement du droit des affaires, il y a peu de chance de rassurer l'investisseur et lui éviter de nourrir des suspensions.

Pour éradiquer les craintes de l'investisseur qui n'a pas encore vraiment de référence en matière de comportement empreint des valeurs du capitalisme de marché, il lui faut plus que des textes qui vont s'ajouter à la montagne de textes existants et qui n'ont jamais eu vraiment d'effet.

Si on peut accepter que le mécanisme de contrôle soit l'article 715 bis 20 du Code de commerce, il faut alors l'ériger en « automatisme de marché ». Le recours à cet article doit être plus systématique et son application plus rigoureuse. Dans les pays où le marché financier a pu se développer, on y voue un culte à l'application stricte du droit.

Et, c'est dans ces pays que, lorsque les rigueurs du mécanisme de mise en faillite peuvent avoir des effets pervers, on complète ce mécanisme par un droit spécifique aux entreprises en difficulté, mais des entreprises à fort potentiel de compétitivité. Un tel dispositif qui revient schématiquement à une forme de *levier*, avant d'un côté la mise en faillite et à l'autre, le sauvetage d'entreprises compétitives en difficulté momentanée, rassure plus qu'il n'inquiète les intervenants sur le marché financier.

La pièce maîtresse de ce dispositif est la *procédure du redressement judiciaire* qui permet, à chaque fois qu'un potentiel économique est avéré réel au sein d'une entreprise en difficulté, de sauver son activité et de garder la plus large partie de ses emplois.

La mise de fonds des investisseurs engagée dans le capital de cette entreprise voit également une nouvelle chance d'être sauvée. Ce n'est que lorsque aucune perspective d'amélioration de ses résultats qu'une entreprise sera déclarée en faillite. L'administrateur chargé du redressement judiciaire laissera alors la place au liquidateur.

Toutefois, il est difficile de croire pouvoir mettre en place, de suite, un tel système de gestion totalement basé sur l'information et sur la communication aux actionnaires lorsqu'on est encore en situation généralisée de non droit économique qui se manifeste notamment par l'ampleur des ventes sans facture. Or la *facture est le premier levier de commande du processus de normalisation* des opérations entre les agents économiques. Il sera difficile de faire cohabiter une économie régie par les normes du droit avec des pans entiers du système économique encore dans l'informel. Dans ces conditions, aucune entreprise, publique ou privée, ne peut vraiment être attractive pour un marché. Il lui faut convaincre, quant à sa pérennité effective.

On sait que l'entreprise privée n'a pas l'habitude de communiquer. Elle ne changera pas, sauf si on parvient à la convaincre de l'importance de la réputation qu'elle peut avoir à être bien cotée en Bourse.

L'entreprise publique est plus prompte à communiquer ses comptes. L'ennui, c'est qu'il y a peu d'entreprises publiques qui restent attrayantes par leurs résultats, d'autant que le caractère public de leur statut fait peser sur ces résultats tout le poids du risque d'instabilité du système politique et institutionnel du pays qui décide, en dernier ressort, du maintien et du changement des dirigeants des entreprises publiques.

D'où l'intérêt pour l'économie nationale à donner la priorité à la privatisation des entreprises rentables, appréciables par le marché financier pour en faciliter l'émergence. Quant aux entreprises dites déstructurées, elles ne peuvent que faire l'objet de cessions à des repreneurs quand on ne peut les céder à leurs personnels.

Conclusion

On a vu comment le marché financier offre une autre façon de financer l'activité économique sans recourir au crédit bancaire, c'est-à-dire, à un endettement. Les entreprises dites viables, qui ont une capacité de communication régulière de leurs résultats financiers, auront alors le choix d'entrer ou non en Bourse pour

beneficier de possibilités d'accroissement ou de restructuration de leur capital social.

On a vu également comment les entreprises dites en difficulté peuvent aussi se recapitaliser et disposer de plus de ressources sans augmenter leur endettement par le recours au marché financier, dès lors qu'elles réussissent à convaincre de la faisabilité de leur Plan d'affaires (business plan).

On peut donc considérer que la création d'un marché des capitaux va constituer le moyen de drainer des ressources considérables, d'autant que l'Algérie a un énorme retard en matière de capitalisation boursière (plus de 100 fois moins que la Tunisie). Or jusqu'ici on a négligé cet outil de structuration de l'économie nationale alors que les responsables politiques et économiques désespèrent de ne pouvoir apporter une solution au problème d'une plus forte croissance et de chômage élevé.

Or pour avoir un marché financier, deux contraintes doivent être levées. On a d'une part, les contraintes dues à une plus libre convertibilité du dinar ainsi qu'aux délais trop longs au transfert des fonds vers l'étranger. D'autre part, on a les contraintes dues à une application insuffisante du droit commercial en matière de faillite et de redressement judiciaire des entreprises.

En effet, le système financier et bancaire algérien présente toujours les rigidités d'un système administré peu enclin à se mettre au service d'une clientèle qui exige rapidité des opérations et clarté des procédures. Il ne peut de ce fait permettre l'émergence d'un marché des capitaux qui prendrait le relais du système d'endettement actuel.

L'étendue de l'économie informelle et du phénomène des ventes sans facture, n'est pas non plus le moindre des handicaps au développement d'un marché des capitaux puisque cette situation de non droit jette la suspicion sur l'information comptable communiquée et empêche de situer les perspectives des entreprises. Ce qui rend plus illisibles encore les perspectives économiques assombries par les difficultés que rencontre la

privatisation, rendant méfiants les épargnants-investisseurs à l'égard du mode de gestion de l'économie nationale.

L'économie des marchés financiers apporte pourtant tant de facilités au financement sans coûts du développement des entreprises. Elle introduit une amélioration des revenus de l'épargne des ménages même si elle s'accompagne à court terme, de quelques risques pour l'investisseur.

L'économie d'endettement qui a prévalu jusqu'ici doit perdre sa suprématie pour diminuer l'ampleur de la direction administrative de l'économie, moins efficace pour les marchés financiers. Son maintien se paie déjà par l'atrophie du système économique, la perte d'emplois et de revenus, la chute du niveau de vie des ménages. Ces méfaits de l'économie administrée sont maintenant suffisamment importants qu'il doit être aisé de convaincre de la nécessité de donner une consistance plus concrète aux quelques mesures de réformes exposées ci-dessous.