

Membre de la BRVM

CGF BOURSE

Société de gestion et d'Intermédiation agréée

LETTRE MENSUELLE

N° 84 - Septembre 2006

ANALYSE BOURSIERE

Transaction record à la BRVM : 176 388 actions Sonatel échangées pour 15,963 milliards de Fcfa

Le marché boursier a enregistré, à la séance de cotation du vendredi 25 août 2006, la transaction la plus importante jamais réalisée sur le marché secondaire de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) du Marché Financier Régional de l'UEMOA. Négociée principalement par CGF Bourse, cette transaction a porté sur 176 388 actions Sonatel échangées au cours de 90 500 Fcfa, soit une valeur totale de 15,963 milliards de Fcfa en exécution d'ordres d'achats et de ventes ordinaires. Selon la BRVM, « outre l'importance des valeurs et montants transigés, cette transaction représente une preuve objective de la confiance placée par les opérateurs financiers locaux et internationaux dans le Marché Financier Régional de l'UEMOA et dans les structures qui l'animent (CREPMF, BRVM, DC/BR, SGI, Teneurs de comptes... ».

Au terme du mois d'août, les indices boursiers amorcent une tendance à la hausse. En effet, les indices **BRVM 10** et **BRVM Composite** gagnent, respectivement, 5,10%, à 188,45 points et 4,79%, à 135,46 points. Cette embellie des indices apparue à la mi-août s'explique par des plus values conséquentes sur les titres de capital PALM CI, CFAO CI, NESTLE CI, SONATEL...

La **capitalisation boursière** des valeurs de l'indice **BRVM 10** gagne 5,10%, à 1 220 milliards de Fcfa et celle du **BRVM Composite** progresse de 5,14%, à 1 559 milliards de Fcfa. Le marché obligataire affiche une légère hausse de 0,17% à 292,9 milliards de Fcfa.

Le secteur « **Services publics** » confirme sa suprématie en gardant la première place avec un volume échangé de 203 756 titres, grâce au titre SONATEL du fait de la transaction record du 25 août dernier, représentant ainsi 86,6% du volume sectoriel. Le titre SONATEL gagne 6,47% en août, à 90 500 Fcfa.

Le secteur « **Agriculture** », avec 12 846 titres échangés, garde la deuxième place. SOGB CI enregistre une plus value de 7,69%, à Fcfa 14 000. SAPH CI reste le titre le plus liquide avec un volume de 9 018 titres, soit 70,2% du secteur.

Le secteur « **Industrie** » totalise 6 253 actions transigées. Sur ce secteur, cinq titres enregistrent une plus value importante : NESTLE CI 20,06%, à 30 050 Fcfa avec 173 actions transigées, UNILEVER CI 20%, à 12 000 Fcfa (616 actions), SITAB CI 11,54%, à 44 615 Fcfa (1 066 actions), SIVOA CI 7,53%, à 5 000 Fcfa (677 actions) et enfin SOLIBRA CI 10%, à 220 000 Fcfa pour uniquement un volume mensuel de 10 titres échangés. Les volumes constatés sur ces différents titres, nous prouvent, encore une fois, que la variation des cours n'est pas forcément imputable à des volumes importants enregistrés sur le marché. En effet, on observe qu'il suffit d'un volume minimum de 8 actions pour faire varier un titre d'une séance à l'autre.

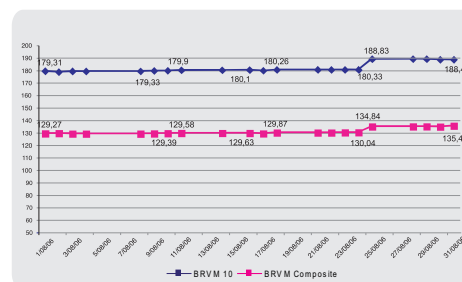
Le secteur « **Finances** » affiche 2 248 titres transigés dont 1 641 actions BOA-BN, soit 73% du volume du secteur. SGB CI perd de nouveau 6,67% de sa valeur, à 21 000 Fcfa. Le secteur « **Distribution** » enregistre 1 269 titres négociés. CFAO CI continue sa progression et gagne 22,73%, à 8 505 Fcfa. Par contre, SHELL CI affiche une moins value de 11,11%, à 12 000 Fcfa.

Le secteur « **Transport** » retrouve la dernière place avec 680 titres échangés. SDV CI gagne 1,26%, à 25 350 Fcfa et reste la valeur la plus active de son secteur avec 634 actions échangées, soit 93,24% du volume sectoriel.

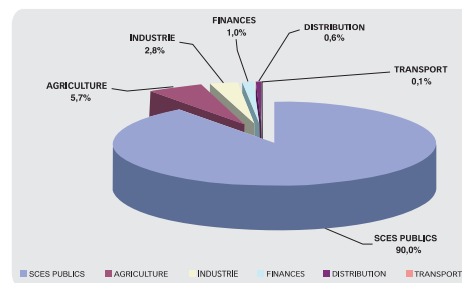
Le dynamisme du marché des actions va se renforcer avec l'introduction en bourse des titres ETI (Ecobank Transnational Incorporated) effectuée le 11 septembre 2006 (Cf. Annonces).

Le volume de transactions sur le compartiment obligataire reste toujours faible avec 1 017 titres négociés, représentant une valeur totale de 32 141 300 Fcfa.

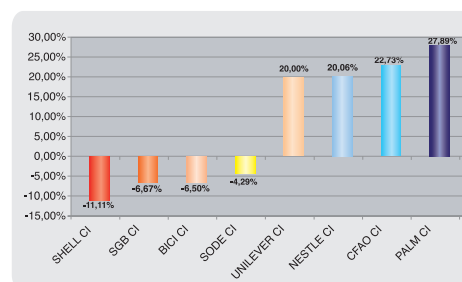
Evolution des indices - Août 2006



Volumes sectoriels - Août 2006



Plus fortes baisses / hausses - Août 2006



CGF BOURSE
Certifié ISO 9001 : 2000 par
BRQI
1ère SGI Ouest africaine certifiée
ISO 9001 version 2000

THEME DU MOIS

Fusion-acquisition : Les vérifications nécessaires pour limiter les risques d'acquisition

Les opérations de rapprochement d'entreprises sont, le plus souvent, délicates du fait du nombre d'acteurs impliqués dans le processus (dirigeants, banquiers, experts-comptables, conseils, acquéreurs...) et des nombreuses variables à prendre en compte (financières, juridiques, fiscales, sociales, patrimoniales...). Dans ce contexte, l'intervention de professionnels est bien souvent indispensable pour accompagner et aider le chef d'entreprise à traiter l'ensemble de ces contraintes. Ainsi, dans le processus complexe des fusions-acquisitions, l'acquéreur potentiel peut réduire "le risque d'acquisition" de sa cible en vérifiant un certain nombre de points financiers, juridiques et fiscaux. On ne peut bien évidemment dresser une liste exhaustive des éléments que l'acquéreur doit vérifier avant de s'engager, mais les points suivants, s'ils sont correctement évalués, permettront à l'acquéreur de bien apprécier sa cible et d'éviter les mauvaises surprises dans la phase "post-acquisition".

1- Le cédant peut-il vendre et transmettre ses titres ?

L'acquéreur doit vérifier que le cédant possède effectivement les titres et surtout qu'il est libre d'agir et non contraint par un pacte d'actionnaires, par exemple, qui pourrait bloquer ses décisions (vérifier le pacte d'actionnaires et les clauses de protection, clauses de sortie...). A défaut d'un pacte d'actionnaires que l'acquéreur doit demander en priorité, les statuts de la société peuvent contenir certaines clauses limitant la liberté des associés.

La libération du capital : Ce point est également important, car certaines formes juridiques de société, comme les SARL, permettent d'échelonner la libération du capital sur plusieurs années. Il faut vérifier ce point en consultant les comptes et documents émis lors de la création de la société et/ou lors des augmentations de capital.

Le cédant a-t-il contracté un emprunt obligataire ? L'acquéreur devra se renseigner sur toutes les modalités de l'emprunt afin de s'assurer que la dette obligataire ne donne pas un droit d'accès au capital à des tiers (cas d'un emprunt contracté en utilisant des produits structurés comme des obligations convertibles, des obligations à bons de souscription d'actions...). Si une dette obligataire est contractée via de tels produits, l'acquéreur pourra jouer sur ces points et négocier à la baisse la valorisation de la cible.

2- Vérifier l'authenticité des actifs du bilan

Locations immobilières / concessions : L'acquéreur doit vérifier et, éventuellement, renouveler l'ensemble des baux commerciaux si le cédant est locataire de biens immobiliers. Ce point est d'autant plus important si le cédant exploite un réseau de franchisés ou possède des antennes commerciales et des succursales, par exemple, sur un vaste territoire. Faute de quoi, peu de temps après l'acquisition, l'acquéreur pourrait se trouver dépossédé de biens nécessaires à la poursuite de l'exploitation. C'est le cas également lorsqu'il s'agit de concessions.

Terrains / immeubles / nantissements et hypothèques : L'acquéreur doit vérifier que les terrains constructibles, inscrits à l'actif du bilan, ont obtenu un permis de construire des autorités compétentes. Dans le cas contraire, le permis serait sans valeur induisant un risque supplémentaire pour l'acquéreur. Si d'importants biens immobiliers sont inscrits à l'actif, l'acquéreur devra vérifier que tous les actes d'achats / ventes ont bien fait l'objet d'enregistrement (notaire, greffe

du tribunal...), s'assurer qu'il n'existe pas de sûretés réelles ou garanties souscrites par le cédant sur ces biens et qu'il détient leurs actes de propriété. Ces vérifications permettront à l'acquéreur de réduire le risque de perte des immeubles sans toutefois l'annihiler, le cédant pouvant signer une promesse de vente (qui n'est ni déposée, ni publiée) avant l'acquisition.

Brevets / dessins / marques : L'acquéreur devra vérifier que les brevets, dessins ou marques inscrits à l'actif du bilan ont bien été déposés auprès des autorités de protection de la propriété industrielle par la société et qu'ils ont fait l'objet des publicités légales. Dans le cas contraire, ils seraient inopposables aux tiers et pourraient être perdus au cours d'une procédure judiciaire: cette situation peut-être très coûteuse pour l'entreprise (rachat de la marque à un tiers, paiement de royalties ou redevances...).

Les actifs d'exploitation : L'acquéreur a intérêt à vérifier l'état des créances et la solvabilité des clients afin de limiter le risque d'explosion du Besoin en Fonds de Roulement (BFR) qui se traduirait par une augmentation des dettes après l'acquisition. Les créances clients peuvent en effet devenir une dette bancaire à court terme si elles ont été escomptées, c'est-à-dire si la société a échangé ses créances contre une avance en liquidités auprès d'une banque. Car juridiquement, la banque ou le "porteur" a le droit d'exiger le paiement des créances aussi bien aux clients qu'à la société elle-même. Autrement dit, si les clients de la société cédante ne peuvent pas payer, la banque pourra exiger le remboursement des créances impayées à la société cédante elle-même, ce qui aurait pour effet d'augmenter instantanément son BFR et ses dettes. On comprend dès lors, l'importance de l'étude de la solvabilité des clients et l'importance de la vérification du poste comptable "clients douteux ou litigieux". L'acquéreur vérifiera, par ailleurs, l'état des stocks afin de s'assurer qu'ils ne sont pas invendables, ce qui l'obligerait à les provisionner par la suite.

3- Evaluation des risques et coûts sociaux

Evaluation des coûts de restructuration : L'acquéreur doit évaluer les coûts de restructuration "post-acquisition" avec l'aide d'experts. Il faudra pour cela analyser les contrats passés afin d'identifier les clauses signées. Ces clauses pouvant faire varier sensiblement les coûts de restructuration. Par exemple, si un remplacement de l'équipe de managers est envisagé, il sera important de savoir si les dirigeants sont révocables *ad nutum* ou si un juste motif est nécessaire, si des clauses leur attribuant des "golden parachutes" ont été signées. Il faudra également évaluer, dans le cadre d'un licenciement du personnel, le montant des indemnités transactionnelles à allouer.

Qualification du personnel / capital humain : Il est de plus en plus fréquent qu'une opération de rapprochement soit essentiellement tirée par une logique d'acquisition de compétences. L'acquéreur devra donc s'assurer de la qualification réelle de certains salariés "clés", mais aussi vérifier le respect de la réglementation en matière de compétence qui est exigée dans certains secteurs (chimie, recherche...) afin d'éviter tout risque de sanctions administratives après l'acquisition. Enfin, l'acquéreur devra évaluer le risque de départ de salariés après l'acquisition, notamment dans les services présentant un fort caractère *Intuitu Personae* (marketing, stratégie...) où la valeur dégagée repose, souvent, sur quelques hommes clés. Dans la mesure du possible, il faut négocier avec ses services (conditions pour rester, départs envisagés...) en amont de l'acquisition.

4- Evaluation du risque et états des filiales

Organigramme juridique : L'acquéreur doit demander l'organigramme juridique complet du groupe cédant afin d'évaluer le risque juridique lié aux participations dans les filiales (structure complexe notamment, comme les organigrammes en cascade...). Ceci doit permettre de déceler qu'aucune filiale ou actionnaire du groupe ne sont associés, par exemple, dans une Société en Nom Collectif (SNC), ce qui, le cas échéant, aurait pour effet d'augmenter sensiblement le risque. En effet, la responsabilité des associés d'une SNC étant indéfinie et solidaire, la maison-mère pourrait se trouver dans l'obligation de combler un passif important, de rembourser des dettes considérables alors qu'elle est peu liée à cette filiale. L'organigramme doit également permettre de vérifier le partage des pouvoirs dans les filiales afin que l'acquéreur s'assure qu'il n'existe pas de minorité de blocage dans une filiale importante ou qu'il ne puisse exister de conflits d'intérêts avec des filiales à l'issue de l'acquisition.

Examiner les pactes d'actionnaires : Si le groupe cédant possède des titres de participations (c'est-à-dire plus de 10% du capital) dans une société, ou une majorité du capital, il existe sûrement des pactes d'actionnaires présentant les obligations entre maison-mère et filiales. Il faut bien analyser ces pactes afin de percevoir la marge de manœuvre des parties.

5- Les autres éléments importants

Les provisions pour risques et charges : Dans le cadre d'une acquisition, il s'agit du poste le plus important après les créances clients et les clients douteux et litigieux. Ce poste découle, en effet, du principe de prudence en comptabilité et reflète des événements passés ou probables pour l'entreprise. Ces événements doivent avoir été évalués et provisionnés de la façon la plus précise afin d'éviter des surcoûts pour l'acquéreur après l'acquisition.

Les normes réglementaires, qualitatives et environnementales : Dans le cadre d'une acquisition étrangère, l'acquéreur devra vérifier le respect par sa cible des normes et règlements en vigueur dans les pays où la société exerce son activité. Le non respect de certaines règles peut engendrer de lourdes conséquences financières (notamment les règles de sécurité et d'exploitation).

En définitive, il s'agit de s'intéresser à la fois au passé, au présent et au futur de la cible à acquérir. L'objectif étant de dégager une véritable radiographie de la cible qui permettra à l'acquéreur de valider la lettre d'intention ou au contraire de revoir la valorisation si des contentieux apparaissaient à l'issue de l'audit d'acquisition. C'est ce qu'on appelle le «Due Diligence», un passage essentiel dans le processus des fusions-acquisitions. Autant dire que cette étape est une phase clé dans les opérations de fusions-acquisitions tant pour le cédant (la valorisation pouvant être revue à la baisse) que pour l'acquéreur (il doit pouvoir connaître et évaluer les risques inhérents à la cible avant un engagement ferme). Le «Due Diligence» est, parfois, complété par un audit stratégique qui doit permettre à l'acquéreur de dégager, voire de quantifier les synergies qui résulteraient de l'acquisition de la cible et de connaître l'ensemble des risques et potentialités de l'acquisition.

LU POUR VOUS

Le pétrole russe à la portée des petits actionnaires

Le Président Vladimir Poutine, a lancé, en juin 2006, la première expérience d'actionariat populaire en Russie. C'est ainsi qu'à démarré, le 26 juin dernier, la souscription ouverte aux particuliers aux actions Rosneft, troisième producteur russe de pétrole, qualifié de nouveau géant de l'or noir. Il s'agit de la plus importante introduction en Bourse mais aussi de la plus populaire jamais réalisée en Russie. Confiée à une douzaine de banques dont la Sberbank, l'opération a fait l'objet d'une vaste campagne de marketing et de communication. Selon un banquier moscovite, cet actionariat populaire est une nouvelle approche en Russie et fait suite aux désastreuses vraies fausses privatisations des années 1990. Elle présente de réelles opportunités pour les investisseurs et les épargnants, ajoute-t-il.

Cependant, Agne Zitkute, analyste chez Pictet Asset Management, avertit des questions d'éthiques que pose cette introduction en Bourse. Depuis Londres, où elle suit Rosneft, proposant des certificats représentatifs des actions du pétrolier russe sur le marché, Agne Zitkute considère qu'on essaie de leur revendre aujourd'hui ce qu'on leur a volé il y a un an et demi. En effet, en 2004, son fonds possédait des actions Loukos, un géant pétrolier démantelé après l'emprisonnement en Sibérie, pour fraude fiscale, de son Président Mikhaïl Khodorkovski. Loukos a été repris par Rosneft, un groupe public mis en place par le Kremlin, au terme d'une vente aux enchères que beaucoup d'analystes indépendants ont qualifiée de frauduleuse. D'ailleurs, le milliardaire américain Georges Soros a invité la communauté financière à boycotter Rosneft, estimant que son entrée en Bourse soulevait des questions morales.

En outre, le fonds d'investissement britannique F and C Asset Management a manifesté sa méfiance, estimant que le "reel" des actifs de Loukos comportait un risque juridique. Andreï Gromadin, analyste pétrolier de la banque MDM, rappelle, malgré son intérêt pour l'opération, que l'affaire est encore pendante devant les tribunaux et qu'il est trop tôt pour affirmer qu'il n'y a pas de risques car des incertitudes planent encore sur l'avenir de Rosneft. Il considère, par contre, que Rosneft pourrait être leur Gaz de France, se rappelant de la hausse de 30% du cours de l'action française au premier jour de cotation. Les deux analystes, Andreï Gromadin à Moscou et Agne Zitkute à Londres pensent qu'à l'issue de cette opération, près de 10 milliards de dollars US d'actions pourraient être souscrites mais tout dépendra des prix sur lesquels Rosneft devrait proposer un rabais compte tenu des risques.

Rappelons qu'il y a trois ans, la société Rosneft n'était encore qu'une coquille vide de 7,5 milliards de dollars US. Aujourd'hui, sa taille a pratiquement décuplé ; elle pèse entre 60 et 80 milliards de dollars US de capitalisation. Au premier trimestre 2006, Rosneft a extrait 19 millions de tonnes de pétrole, soit 7% de plus à la même période en 2005. Son chiffre d'affaires a fait un bond de 72%, à 7,5 millions de dollars US au premier trimestre 2006 en raison de la flambée des cours du Brent. En augmentation de 10,8%, le bénéfice de Rosneft a atteint 802 millions de dollars US au terme des trois premiers mois de 2006.

*Synthèse de l'article de Alexandre CEDRE
Le Figaro du lundi 26 juin 2006*

ANNONCES

• Événements sur valeurs (ESV)

03 septembre 2006 : Paiement des intérêts semestriels de l'emprunt obligataire public « SIFCA 6,50% 2005-2011 » de la société SIFCA.

03 octobre 2006 : Paiement des intérêts semestriels et remboursement partiel du capital de l'emprunt obligataire public « SENELEC 7,50% 2003-2008 » de la société d'Electricité du Sénégal (SENELEC).

• Vie des émetteurs

✓ Admission de titres obligataires aux opérations du DC/BR :

1^{er} septembre 2006 : L'emprunt obligataire public « Etat du Togo 6,50% 2006-2011 » de l'Etat du Togo a été inscrit dans les registres du DC/BR. D'une valeur globale de 36,300 milliards de Fcfa, les titres de cette ligne obligataire, admis aux opérations du DC/BR depuis le 28 février 2006, sont rattachés à la catégorie des valeurs non cotées à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) de l'UEMOA et portent le symbole « EOTOGNC.01 ».

19 septembre 2006 : Les titres de l'emprunt obligataire privé dénommé « ECOBANK SENEGAL 6% 2006-2011 » de ECOBANK Sénégal ont été admis aux opérations du DC/BR. D'un montant global de 5 milliards de Fcfa, les titres de cette ligne obligataire, admis aux opérations du DC/BR depuis le 11 août 2006, sont rattachés à la catégorie des valeurs non cotées à la BRVM. Ils sont identifiés sous le symbole « ECBKSNNC.01 ».

✓ GROUPE ECOBANK : 1^{ère} cotation multiple

La 1^{ère} cotation du titre ECOBANK TRANSNATIONAL INCORPORATED (symbole : ETIT) a eu lieu le lundi 11 septembre 2006, simultanément sur trois places boursières :

- Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM)-Afrique de l'Ouest ;
- Ghana Stock Exchange ;
- Nigeria Stock Exchange.

Cette opération est la première cotation multiple d'une société en Afrique. Le titre ECOBANK TRANSNATIONAL INCORPORATED (symbole : ETIT) a coté, en fin de séance, à 1 500 Fcfa pour un cours d'introduction de 1 245 Fcfa par action. Ce qui représente une hausse de 20,48% dès le 1^{er} jour de cotation, où 244 125 actions ont été échangées.

A la date du 13 septembre 2006, le titre ECOBANK TRANSNATIONAL INCORPORATED (symbole : ETIT) a coté à 1 725 Fcfa avec 205 517 actions transigées pour une valeur totale de 354,53 millions de Fcfa, soit une hausse de 15% entre la première et la deuxième cotation. On observe ainsi une dynamique de hausse de la valeur ECOBANK TRANSNATIONAL INCORPORATED (symbole : ETIT) avec un fort potentiel de croissance dans les jours et mois à venir. Cette tendance est confortée par les performances réalisées par le Groupe Ecobank Transnational Incorporation. En effet, le résultat net du Groupe, au premier semestre 2006, a affiché une progression sur un an de 35%, à 32,3 millions de dollars US (environ 16,71 milliards de Fcfa), comparé aux 23,9 millions de dollars US (environ 12,37 milliards de Fcfa), réalisés au premier semestre 2005. Le Groupe Ecobank affiche un bilan de près de 3 milliards de dollars US (environ 1 542 milliards de Fcfa) à la fin du mois d'août 2006.

Rappelons que la Société Ecobank Transnational Incorporation (ETI) est une institution financière, premier groupe bancaire régional créé en 1985. Le Groupe Ecobank compte actuellement 18 filiales dont les activités sont diversifiées (banques commerciales, banque d'investissement, technologie, bourse) et 162 agences et bureaux localisés, en plus des pays de l'UEMOA, au Cameroun, au Ghana, en Guinée, au Libéria et au Nigeria. Il a un effectif de plus de 3 500 professionnels répartis dans 200 bureaux à travers 13 pays. Le Groupe a, par ailleurs, obtenu les approbations nécessaires pour l'ouverture de deux nouvelles filiales en Guinée Bissau et en Sierra Leone.

Basé à Lomé (Togo), le Groupe ETI avait, au moment de sa cotation, plus de 3 000 actionnaires locaux, régionaux et internationaux. Le groupe compte ainsi, parmi ses actionnaires, le prince Alwaleed (Arabie Saoudite), à travers sa société Kingdom Holdings, mais aussi d'autres investisseurs internationaux tels que Blakeney Management, Renaissance Capital et Emerging Market Partners, des institutions à caractère public comme la Caisse de Sécurité Sociale du Ghana (SNITT), des institutions régionales telles que la FAGACE et la Banque d'Investissement et de Développement de la Communauté Économique des Etats de l'Afrique de l'ouest (CEDEAO), la BIDC.

De l'avis de Mme Evelyne TALL, Administrateur Régional UEMOA du Groupe ECOBANK, cette triple introduction en bourse des titres de ETI «prouve, encore une fois, l'esprit pionnier à la base des progrès réalisés par le Groupe Ecobank qui est devenue aujourd'hui la principale banque régionale africaine ». «Dès ses débuts, depuis sa naissance de la volonté des membres de la Fédération des Chambres de Commerce de l'Afrique de l'Ouest, avec le soutien de la Communauté Economique des Etats de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO), ce groupe a été conçu comme une entité bancaire régionale destinée à être un instrument de promotion de l'intégration économique régionale, mais également d'appui au développement du secteur privé africain », affirme Mme TALL. Saluant la triple cotation, Mr Mandé SIDIBE, Président du Groupe ECOBANK, considère que «par la cotation multiple de ses actions, le Groupe ECOBANK confirme sa détermination à atteindre son principal objectif qui est de devenir une banque panafricaine de classe internationale ».

Marketing & Communication
Oumar DEME
(221) 849 03 97

Marché des Capitaux
Marie Odile SENE KANTOUSSAN
(221) 849 03 90

Marché Secondaire et Négociation
Ndèye Khady DIACK NDIR
(221) 849 03 88

Emission et Conseil Financier
Paul LÔ
(221) 849 03 98

Analyse et Gestion des Engagements
Théodora DE CARVALHO DJANIE
(221) 849 03 86

Clientèle Privée et Administration
Anta DIA
(221) 849 03 95

Gestion des Actifs (CGF Gestion)
Mame Marie SOW SAKHO
(221) 849 03 96