

**Centre Africain d'Etudes Supérieures en Gestion
(CESAG)**

Institut de Banque et Finance

Mastère en Banque et Finance

2^{ème} Promotion 2002-2003

Option : Gestion Bancaire et Maîtrise des Risques

Mémoire de fin d'études

Thème :

**Les sources de financement des
investissements : cas de la SENELEC**

C E S A G

**MASTERE / MASTER
BANQUE & FINANCE / BANK & FINANCE**

Présenté par :

Mr Samba Yomb THIAM

Sous la direction de :

**Mr El Bachir WADE
Professeur de Gestion**

Décembre 2005



DEDICACE

A MON PERE

CESAG - BIBLIOTHEQUE

REMERCIEMENTS

Je remercie particulièrement Monsieur El Bachir WADE pour sa disponibilité, sa patience et son expertise dans la direction de ce mémoire.

Je remercie l'encadrement de la SENELEC qui a contribué à ce travail par son apport logistique, professionnel, intellectuel et moral et notamment :

- Madame DIALLO, Directrice des Finances et de la Comptabilité de la SENELEC,
- Monsieur NDIAYE, Chef du Département Finances,
- Monsieur Abdoulaye DIALLO, Chef de l'Unité Emprunt et Analyses,
- Monsieur Mar SAMBE, Chef du Département Comptable.

Je remercie le corps professoral du CESAG, avec une mention spéciale à Monsieur Séga BALDE, Directeur de l'Institut de Banque et Finance, Monsieur Roger ATTINDEHOU, Monsieur Boubacar BAIDARI, Chef du Projet « Mastère en Banque et Finance » et ses collaborateurs efficaces et disponibles.

J'exprime ma reconnaissance à ma famille et à mes amis pour leur soutien moral et psychologique constant.

Je remercie tous les stagiaires du Mastère en Banque et Finance avec qui nous avons partagé notre ambition de devenir la « nouvelle élite africaine » de la banque et de la finance. Je remercie particulièrement Rémy Gaspard OBIANG ONDO, Jean-Marie KOUM BEBEY, Ibrahima THIAW, Fernand KOUAME et Joseph Douahi GOHI BI pour leur amitié.

J'exprime ma profonde gratitude et mon respect pour tous ceux qui m'ont aidé à réaliser mes projets académiques, professionnels et personnels.

LISTE DES SIGLES ET ABREVIATIONS

| | | |
|----------------|---|--|
| AF | : | Autofinancement |
| ASER | : | Agence Sénégalaise d'Electrification Rurale |
| BOL | : | Build, Operate and Lease (Construire, Exploiter et Louer) |
| BOO | : | Build, Own and Operate (Construire, Posséder et Exploiter) |
| BOOT | : | Build, Own, Operate and Transfer (Construire, Posséder, Exploiter et Transférer) |
| BOT | : | Build, Operate and Transfer (Construire, Exploiter et Transférer) |
| CAFG | : | Capacité d'Autofinancement global |
| CRSE | : | Commission de Régulation du Secteur de l'Electricité |
| GTI | : | Greenwich Turbine, Inc |
| KW/h | : | Kilowatt/heure |
| MW | : | Mégawatt |
| OHADA | : | Organisation pour l'Harmonisation du Droit en Afrique |
| SENELEC | : | Société Nationale d'Electricité |
| SYSCOA | : | Système Comptable Ouest Africain |
| TAFIRE | : | Tableau financier des ressources et emplois |
| UEMOA | : | Union Economique et Monétaire Ouest Africaine |

SOMMAIRE

| | |
|---|-----------|
| INTRODUCTION | 1 |
| 1^{ère} PARTIE : LA DIVERSITE DES SOURCES DE FINANCEMENT | 5 |
| Chapitre 1 : Les sources internes de financement | 7 |
| Section 1 : L'autofinancement | 7 |
| Section 2 : L'augmentation de capital | 11 |
| Chapitre 2 : Les sources externes de financement classique : l'emprunt | 13 |
| Section 1 : L'emprunt bancaire : source intermédiée | 13 |
| Section 2 : L'emprunt obligataire : source désintermédiée | 16 |
| Chapitre 3 : Le partenariat public-privé, source externe de financement moderne ... | 23 |
| Section 1 : Le mécanisme du partenariat public-privé..... | 25 |
| Section 2 : L'utilité du partenariat public-privé dans le financement des investissements | 31 |
| 2^{ème} PARTIE : APPLICATION PRATIQUE : LES SOURCES DE FINANCEMENT DE LA SENELEC | 33 |
| Chapitre 1 : Cadre de l'étude : la SENELEC | 33 |
| Section 1 : Présentation de la SENELEC | 33 |
| Section 2 : Le programme d'investissement de la SENELEC | 36 |
| Chapitre 2 : Analyse comparative des sources de financement classique | 39 |
| Section 1 : Les limites des sources internes | 39 |
| Section 2 : Les opportunités permanentes des sources externes classiques..... | 47 |
| Chapitre 3 : Le partenariat public-privé dans le financement de la production | 54 |
| Section 1 : L'encadrement législatif : une tentative de maîtrise des risques | 55 |
| Section 2 : Le cadre contractuel | 59 |
| CONCLUSION..... | 65 |

INTRODUCTION

PROBLEMATIQUE

Au Sénégal, le secteur de l'énergie est composé de deux sous-secteurs ayant peu de relations structurelles ou fonctionnelles : l'énergie traditionnelle, dominée par le bois et le charbon de bois, et l'énergie moderne, à savoir les combustibles pétroliers en quasi-totalité et l'électricité d'origine thermique. Le sous-secteur moderne est généralement subdivisé en produits pétroliers, en combustible domestique et électricité. Le Sénégal fait face à deux problèmes majeurs : consommation élevée de charbon de bois (60% du bilan énergétique national) et une dépendance vis-à-vis des importations de pétrole. Le sous-secteur du pétrole est marqué par la vétusté des installations de la Société Africaine de Raffinage ainsi que les distorsions dans le marché. Cette situation se répercute sur le sous-secteur de l'électricité gros consommateur de gas-oil. La fourniture d'énergie électrique connaît un important déficit du fait des problèmes de gestion, du vieillissement des équipements et des pertes techniques et commerciales (de l'ordre de 20% de la production) qui constituent autant d'entraves à l'accroissement de la capacité de production de la SENELEC pour couvrir un déficit estimé à 335 GWh en 2002.

La production et la distribution d'électricité sont assurées par la SENELEC, société nationale, créée en 1983 par la fusion de deux sociétés : Electricité du Sénégal et Société sénégalaise de distribution d'électricité. Depuis janvier 1998, la SENELEC a été transformée en « Société Anonyme à participation publique majoritaire » avec comme principale mission la production, le transport et la distribution de l'énergie électrique dans tout le territoire du Sénégal. Toutefois, le Sénégal souffre encore de graves manquements dans la fourniture d'électricité. Les coupures et délestages font toujours partie du vécu quotidien des sénégalais. La société explique cette situation en termes d'inadéquation entre la capacité de production et la demande nationale d'électricité résultant, d'une part, de la forte croissance de cette demande et, d'autre part, du retard accusé dans la mobilisation du financement nécessaire pour la réalisation de nouveaux investissements. Par conséquent, la vétusté et l'insuffisance des équipements sont devenues les principaux obstacles au développement de la SENELEC. En outre, le taux d'électrification est de 32% en zones urbaines et de 9% seulement en zones rurales. Pour une offre si faible et une demande sans cesse croissante, le sous-secteur de l'électricité constitue un obstacle réel au développement de l'économie en général, du secteur privé en particulier. Les désagréments qu'une telle situation provoque pour le développement

économique au Sénégal touchent à la fois les ménages, les administrations publiques, les entreprises industrielles et commerciales ainsi que le secteur de la santé.

En réponse à toutes ces préoccupations relatives au sous-secteur de l'électricité et à d'autres qui touchent aux autres composantes du secteur de l'énergie, le Gouvernement a décidé, appuyé par ses partenaires, d'y promouvoir la privatisation et la libéralisation des activités. Pour les produits pétroliers qui sont pour l'essentiel contrôlés par les opérateurs privés constitués en cartel, les réformes retenues visent à diminuer le coût des produits par la libéralisation totale des activités et la stimulation de la concurrence. Les activités concernées sont l'importation du pétrole brut et des produits raffinés, le raffinage, le stockage, le transport et la distribution. Dans le sous-secteur de l'électricité, la réforme vise à sécuriser et à garantir l'approvisionnement en électricité des populations et des entreprises dans de meilleures conditions (qualité, prix), et enfin d'accélérer l'électrification en milieu urbain et rural, pour la porter en 2008 respectivement à 73% dans les centres urbains et 15,4% en zones rurales. La réforme prévoit la séparation progressive des fonctions de production, de transport et de distribution, afin de favoriser la concurrence. A cet effet, de nouvelles lois établissent un cadre juridique de régulation et de restructuration du secteur, avec la privatisation de la SENELEC. Le Gouvernement a décidé d'ouvrir toute nouvelle production au secteur privé, notamment selon les formules du BOO (Build Own and Operate) et du BOOT (Build, Own, Operate and Transfer). C'est ainsi que la SENELEC a négocié un contrat avec un investisseur privé pour l'achat d'électricité suite à la mise en service d'une centrale de 50 MW selon la formule du BOOT en 1998.

Enfin, il importe de souligner que les faibles performances actuelles de la SENELEC (coût de production élevé) permettent de concilier la fixation du prix de cession du KW/h à un niveau qui encourage l'investissement privé dans la production d'électricité et la tarification aux consommateurs à des prix qui ne soient pas une entrave à la compétitivité. A ce propos, il importe de noter que la rationalisation de la fiscalité des produits pétroliers a accompagné la libéralisation et la restructuration du secteur de l'énergie et s'est traduite par une baisse importante des prix de 25 à 30 % pour les industriels. Toutefois, une hausse des cours du pétrole brut pourrait être répercutée automatiquement sur les prix. L'instauration du nouveau cadre institutionnel est favorable à une implication accrue du secteur privé ainsi qu'à une saine concurrence qui devrait être bénéfique à la compétitivité des entreprises.

Dans un environnement concurrentiel, le financement du développement de l'activité est un enjeu pour la survie de l'entreprise moderne. Il convient, pour la SENELEC, d'engager des

ressources financières très importantes pour satisfaire une demande des consommateurs, sans cesse croissante en quantité et qualité. Pour répondre à cette double exigence, la maîtrise des sources et le choix du mode de financement des investissements deviennent une stratégie pour l'entrepreneur.

OBJECTIF DE L'ETUDE

L'objectif de l'étude est d'étudier les sources de financements des investissements des entreprises dans leur diversité et leur portée pratique en tenant compte des spécificités des entreprises du sous-secteur de l'électricité au Sénégal. Elle tente de proposer une solution au problème de la mobilisation de ressources permanentes pour le financement des infrastructures de production, de transport et de distribution de l'électricité.

DELIMITATION DE L'ETUDE

L'étude porte sur la typologie des sources internes et externes de financement des investissements répertoriées à la SENELEC. Les sources internes comprennent l'autofinancement généré par l'entreprise et l'augmentation de capital consécutive à une privatisation. L'emprunt bancaire, l'emprunt obligataire et le partenariat public-privé constituent les sources externes. Les différentes sources de financement étudiées sont utilisées par la SENELEC dans le cadre de sa stratégie de développement.

INTERÊT DE L'ETUDE

L'intérêt de l'étude est triple. D'abord, elle permet de mettre en pratique les connaissances acquises durant la formation dans les domaines du diagnostic financier, de la recherche de financements et des montages financiers. Ensuite, elle contribue au débat sur le financement des investissements structurants par le partenariat public-privé dans le cadre des concessions et des BOT. Enfin, l'étude peut permettre une bonne identification et une maîtrise des risques opérationnels et des contraintes de l'endettement à terme de la SENELEC.

DEMARCHE ET PLAN DE L'ETUDE

Après un stage en entreprise, l'étude a été effectuée à partir des documents obtenus et des entretiens avec les cadres et agents de la SENELEC impliqués dans les études et la planification des projets, la gestion de la production et la gestion financière à moyen et long terme.

Les sources de financement classiques et notamment l'endettement bancaire, jouent un rôle important dans le développement de l'entreprise. Toutefois, ces ressources sont chères et deviennent de plus en plus rares. Face au tarissement des sources de financement concessionnel, il est nécessaire de rechercher de nouveaux mécanismes de financement pour atteindre les objectifs d'accroissement de la fourniture en électricité au moindre coût. Les sources modernes de financement permettent de financer les investissements de l'entreprise en partenariat avec les investisseurs institutionnels et le secteur privé.

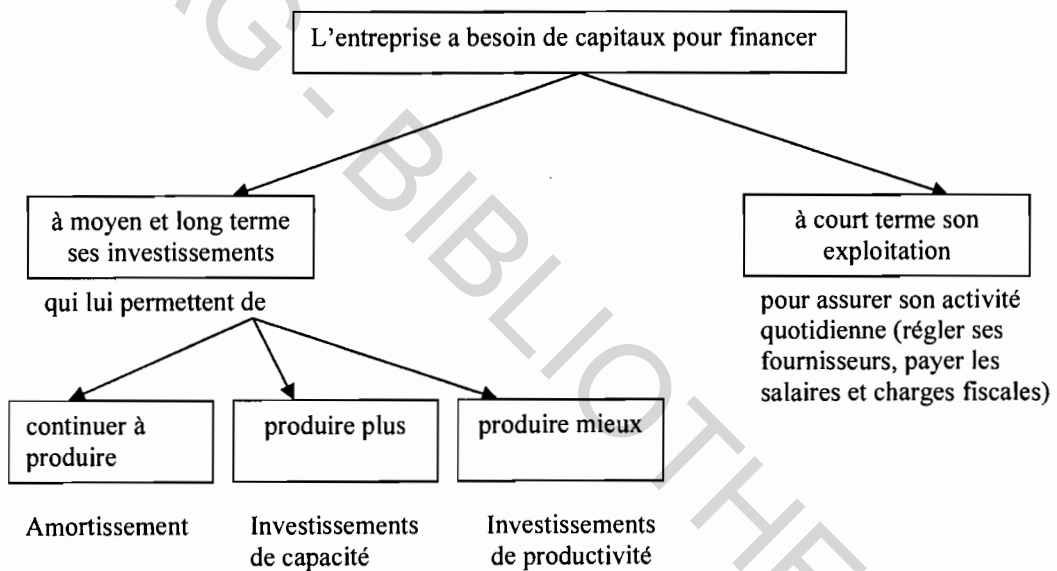
En plus de l'introduction et de la conclusion, l'étude comporte deux grandes parties. La première partie porte sur le cadre théorique de l'étude et constitue une revue de la littérature sur les sources de financement des investissements de l'entreprise. Les différentes sources internes (l'autofinancement et l'augmentation de capital) et externes (emprunt bancaire et obligataire ; partenariat public-privé) y sont traitées dans leur mécanisme, typologie, physiologie et intérêt. La seconde partie a une portée pratique. Elle analyse les sources de financement dans le contexte spécifique de la SENELEC à partir de cas concrets.

1^{ère} PARTIE : LA DIVERSITE DES SOURCES DE FINANCEMENT

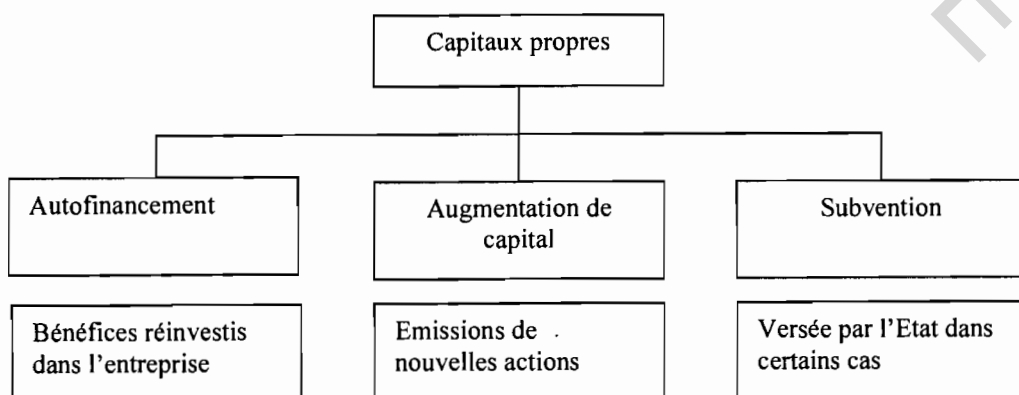
La décision de financement consiste à :

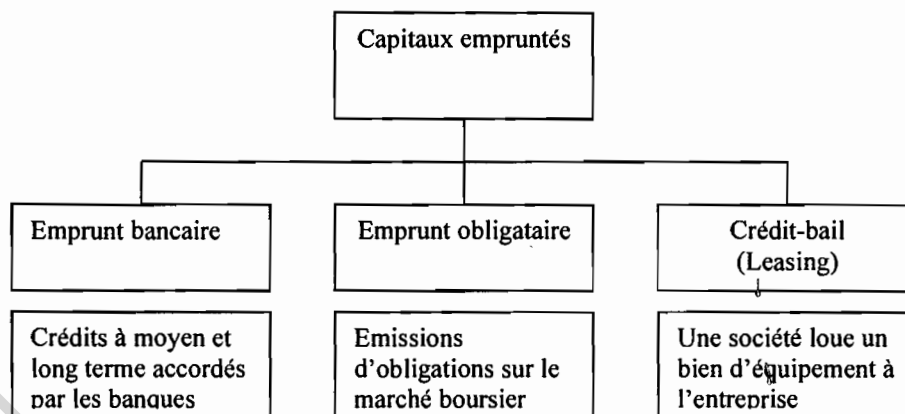
- déterminer le montant des capitaux permanents nécessaires et leur répartition entre fonds propres et endettement, ce qui conduit à la recherche d'une structure financière optimale pour laquelle le coût du capital est minimum et la valeur de l'entreprise maximum ;
- définir une politique de dividendes.

Les schémas ci-dessous permettent une présentation sommaire des besoins de financement des entreprises et des sources disponibles pour financer les besoins.



Pour financer ses investissements, l'entreprise doit se procurer des capitaux à moyen et long terme. Elle peut faire appel à des capitaux qui lui sont propres ou emprunter auprès des banques.





Ainsi, l'entreprise a à sa disposition un certain nombre de moyens lui permettant de faire face à ses besoins de financement à moyen et long terme. Le choix de l'un de ces modes de financement dépend de l'analyse des avantages et inconvénients relatifs à chacune des méthodes de financement proposées. Pour prendre sa décision, l'entreprise peut s'appuyer sur un certain nombre d'agrégats et de ratios qui l'aident à définir la stratégie de financement la plus à même de garantir son équilibre financier. La stratégie suivie par l'entreprise sera fonction d'une comparaison entre ces différentes possibilités en tenant compte parfois d'intérêts particuliers (capacité à générer des ressources importantes affectées au financement du développement, refus d'ouvrir le capital pour une entreprise familiale, volonté de s'ouvrir aux investissements privés pour une entreprise étatique, incapacité ou capacité à accéder aux marchés financiers).

Pour financer ses investissements, l'entreprise a recours aux capitaux permanents dans lesquels nous distinguons le financement par fonds propres ou quasi-fonds propres constitués par l'autofinancement et l'augmentation de capital. Ce sont les sources internes de financement des investissements (Chapitre 1). L'entreprise peut avoir recours aux capitaux étrangers constitués par les emprunts bancaires et obligataires et le financement de projet par le partenariat public-privé. Ce sont les sources externes de financement (Chapitre 2).

Chapitre 1 : Les sources internes de financement

Si l'autofinancement est une source de financement interne à l'entreprise par sa nature et son mécanisme de constitution (Section 1), l'augmentation de capital découlant d'une privatisation peut, elle aussi, être considérée comme une source interne (Section 2).

Section 1 : L'autofinancement

L'autofinancement d'une entreprise est le procédé qui consiste à financer les besoins de celle-ci au moyen des ressources tirées de sa propre activité. L'autofinancement peut donc se définir comme la part non distribuée et épargnée des profits d'une entreprise au cours d'une période. Il représente le surplus monétaire dégagé par l'activité pendant un exercice et mis à la disposition de l'entreprise pour financer sa croissance et il indique la capacité de l'entreprise à financer sans concours externes (endettement) sa croissance. Il représente l'aptitude d'une entreprise à générer des ressources propres¹. L'autofinancement est une méthode de réorientation des capitaux, au même titre que le marché financier, et une source importante de financement des investissements dont il convient d'étudier le mécanisme de formation (Para 1) et l'intérêt (Para 2) pour l'entreprise.

Para 1 : Mécanisme de formation

La capacité d'autofinancement se calcule en ajoutant à l'excédent brut d'exploitation les produits encaissés et en soustrayant les charges décaissées. Elle peut être calculée approximativement en ajoutant au résultat net les dotations aux amortissements et, éventuellement, les dotations aux provisions à caractère de réserves.

Le Système Comptable Ouest Africain (SYSCOA) propose une détermination à partir du tableau financier des ressources et des emplois (TAFIRE)². Le TAFIRE est un tableau de synthèse qui retrace tous les flux de ressources et tous les flux d'emplois de l'exercice. Il fait apparaître :

- les flux d'investissement et de financement ;
- les autres emplois et revenus financiers, et

¹ MASSIERA, Alain, *Finance d'entreprise et finance de marché en zone franc*, L'Harmattan, 2001, p. 90.

² Cf. MASSIERA, op. cit., p. 142 : l'auteur considère le TAFIRE comme une des innovations majeures du SYSCOA.

- la variation de la trésorerie.

Le TAFIRE se décompose en 2 parties. La première partie concerne la détermination des soldes financiers de l'exercice et la seconde, le tableau proprement dit. Il permet le calcul, successivement, de :

- la capacité d'autofinancement globale (C.A.F.G.),
- l'autofinancement (A.F.),
- la variation du besoin de financement d'exploitation, et
- l'excédent de trésorerie d'exploitation.

A. Calcul de la capacité d'autofinancement globale (C.A.F.G.)

La capacité d'autofinancement globale correspond au surplus monétaire généré par l'activité de l'entreprise disponible pour financer des investissements. Elle est l'expression de l'aptitude de l'entreprise à maintenir et à accroître son capital technique, c'est-à-dire à réaliser des investissements de remplacement et des investissements de croissance. En ce sens, il est le meilleur indicateur du potentiel de croissance de l'entreprise et le principal solde financier du TAFIRE.

La C.A.F.G. est déterminée de la façon suivante :

$$\begin{aligned}
 \text{C.A.F.G.} &= \text{Excédent Brut d'Exploitation} + \text{Produits Encaissables restants} \\
 &\quad - \text{Charges Décaissables restantes} \\
 &= \text{Résultat (Net à affecter)} \\
 &\quad + \text{Dotations, nettes des reprises aux} \\
 &\quad \text{amortissements et provisions} \\
 &\quad - \text{Produits des cessions} \\
 &\quad \text{d'immobilisations} \\
 &\quad + \text{Valeur comptable Nette des} \\
 &\quad \text{cessions}
 \end{aligned}$$

B. Calcul de l'autofinancement (A.F.)

L'autofinancement est obtenu en retranchant de la C.A.F.G. les distributions de dividendes effectués durant l'exercice, que ceux-ci concernent l'exercice antérieur ou

l'exercice en cours, sous forme d'acomptes. Il mesure la ressource de financement propre dégagée par l'activité de l'entreprise³.

Para 2 : Intérêt théorique

L'autofinancement joue un rôle central dans la stratégie financière des entreprises. Il permet de constituer des réserves en vue de remplacer les immobilisations déjà présentes et de financer l'expansion. Par ailleurs, les établissements de crédit n'accordent un emprunt pour financer un équipement que si l'entreprise finance sur fonds propres une partie de la valeur du projet (entre 20 et 40%). L'autofinancement présente les avantages et inconvénients suivants.

A. Les avantages de l'autofinancement

Il permet d'employer de la façon la plus rentable les liquidités réalisées par l'entreprise au cours de l'exercice. Il satisfait la préoccupation de ses dirigeants d'en conserver le contrôle, face au danger que représente à cet égard l'augmentation de capital. Il répond enfin au désir d'éviter l'endettement, en réduisant d'autant les charges financières et en permettant éventuellement l'accès à certains avantages fiscaux.

Les avantages de l'autofinancement sont les suivants

- Assurer une indépendance vis-à-vis des tiers pourvoyeurs de fonds (banques et établissements de crédit, fournisseurs...)
- Permettre une plus grande maîtrise dans la détermination de la stratégie financière par l'existence d'un volant de sécurité au niveau du crédit.
- Permettre de freiner l'endettement et donc le poids des charges financières.
- Autoriser une plus grande liberté en matière de choix d'investissement (exploitation, immobilisations d'expansion et de remplacement).
- Améliorer la sécurité des financements en cas de crise conjoncturelle (rareté et cherté du crédit).
- Améliorer la valeur boursière de l'action par l'augmentation de la situation nette.

³ Cf. MASSIERA, op. cit., p. 147.

B. Les inconvénients de l'autofinancement

L'autofinancement est parfois critiqué pour l'obstacle à la mobilité des capitaux qu'il représenterait. Or, dans les entreprises diversifiées et multi-productives d'aujourd'hui, les profits réinvestis ne sont pas forcément liés aux activités qui les ont vus naître. Ainsi, ces ressources ne peuvent pas, à elles seules, financer les immobilisations corporelles de l'entreprise.

Les inconvénients de l'autofinancement sont les suivants :

- Une politique d'autofinancement peut conduire à léser les actionnaires en les privant de dividendes.
- En cas d'abus, l'autofinancement peut provoquer une pression sur les salaires, le partage de la valeur ajoutée se faisant au profit de l'endettement.
- Il peut être un facteur de hausse de prix surtout pour les entreprises en situation de monopole ou de quasi-monopole.
- Il peut inciter à la pratique d'investissements inutiles et donc de ressources gâchées.
- Il peut priver l'entreprise de l'effet de levier positif de l'endettement.

En conclusion, la capacité d'autofinancement ne constitue pas un indicateur de performance et de rentabilité. En effet, elle est sujette à des fluctuations liées à la diversité des pratiques comptables et fiscales et dépend des arbitrages entre autofinancement et endettement. Par ailleurs, la pratique de l'autofinancement coupe l'entreprise de la sanction des marchés financiers par la création d'un marché interne des capitaux dans lequel les taux de rentabilité sont plus faibles et les ressources mal allouées. En effet, seul le réinvestissement des bénéfices à un taux de rentabilité égal au coût du capital (taux de rentabilité minimal exigé par les pourvoyeurs de fonds que sont les actionnaires et les créanciers) permet de préserver la valeur des bénéfices investis. En cas de faible génération de financement, l'entreprise fait souvent appel à ses actionnaires par l'augmentation de son capital.

Section 2 : L'augmentation de capital ⁴

Actuellement, les opérations d'augmentation, de réduction et d'amortissement du capital font l'objet d'une réglementation communautaire. L'augmentation de capital est l'opération la plus courante⁵. L'augmentation de capital est une vente d'actions dont le produit revient à l'entreprise qui entraîne une modification des paramètres suivants : droit au dividende, au bénéfice, au boni de liquidation, aux capitaux propres et aux droits de vote entre les actionnaires. Si l'augmentation de capital ne pose pas de problème dans son mécanisme (Para 1) elle présente un certain intérêt pour le développement de la société (Para 2).

Para 1 : Le mécanisme

A peine de nullité de l'opération, le capital social doit être intégralement libéré avant toute émission d'actions nouvelles à libérer en numéraire. La décision doit être prise par l'unanimité des actionnaires lorsque l'augmentation a lieu par majoration du montant nominal des actions sans incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission. Lorsque l'augmentation se fait par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, l'assemblée statue aux conditions de quorum et de majorité d'une assemblée générale ordinaire. L'opération est réalisée soit par apports extérieurs de financement, soit par incorporations de certains avoirs de la société. Il peut arriver que les deux procédés soient combinés⁶.

Dans le cas d'une augmentation par apports extérieurs, le capital social est augmenté par émission d'actions nouvelles. Ces actions sont en numéraire ou d'apport. La création de numéraire est le mode d'augmentation le plus intéressant pour une société confrontée à des besoins de financement de son développement. En effet, il s'agit de trouver de l'argent pour redynamiser l'activité. Afin de sauvegarder les droits des anciens actionnaires, le législateur impose aux nouveaux une prime d'émission en même temps qu'il reconnaît un droit préférentiel de souscription d'actions émises aux anciens. La valeur nominale des actions peut être acquittée du quart, le reste devant intervenir dans un délai de trois ans. L'augmentation peut être faite par création d'actions d'apport. Ces actions rémunèrent, soit des apports en

⁴ ANOUKAHA, François, CISSE Abdoullah et Alii, *OHADA, Sociétés commerciales et G.I.E.*, Ed. BRUYLLANT Bruxelles, 2002, p. 485

⁵ Elle fait l'objet d'une réglementation fournie dans l'ordonnancement juridique de l'UEMOA : Articles 562 à 626 de l'Acte uniforme du 17 avril 1997 relatif au droit des sociétés commerciales et du groupement d'intérêt économique- Journal Officiel de l'OHADA n° 2, 01/10/97, p.1 et s.

⁶ Conformément à l'article 562 de l'Acte Uniforme

nature, soit la stipulation d'avantages particuliers. Ces actions doivent être intégralement libérées dès leur émission. L'augmentation par incorporation se fait soit par compensation avec des créances certaines, liquides et exigibles sur la société, soit par incorporation des réserves, bénéfiques ou primes d'émission.

Para 2 : Intérêt théorique

L'augmentation de capital présente les avantages et inconvénients suivants.

A. Avantages

- Elle ne se traduit pas par une hausse de l'endettement de l'entreprise puisque les fonds sont apportés par les actionnaires.
- La capacité d'endettement de l'entreprise n'est pas compromise. Elle garde donc une marge de manœuvre pour faire face à ses futurs besoins en financement.
- La rémunération des actions créées dépend de la politique de dividendes. L'entreprise peut faire varier sa politique de versement de dividendes en fonction de l'évolution de sa situation financière.

B. Inconvénients

- L'augmentation de capital, si elle n'est pas suivie par les actionnaires initiaux, peut se traduire par l'entrée dans le capital de la société de nouveaux actionnaires qui ne sont pas forcément favorables à l'équipe de direction. Elle peut même se traduire par une perte de contrôle de l'entreprise au profit d'un nouvel actionnaire⁷.
- Le retour sur investissement attendu par les actionnaires peut être supérieur au taux d'intérêt d'un emprunt. La politique de versement de dividende par la société peut donc se traduire par un coût plus élevé que celui relatif à l'emprunt. Ce qui peut justifier le recours par l'entreprise de sources de financement externes et notamment l'emprunt.

⁷ La privatisation vise le transfert à titre définitif d'une entreprise du secteur public au secteur privé sous la forme d'une cession de contrôle.

Chapitre 2 : Les sources externes de financement classique : l'emprunt

Les sources externes sont des apports émanant essentiellement des agents économiques financiers, bailleurs de fonds par excellence de l'entreprise. Le rôle principal du système financier est de mettre en relation les agents économiques excédentaires en ressources financières avec les agents économiques déficitaires en ressources financières. Cette relation peut être directe ou indirecte. Dans le premier cas, c'est la « finance directe ». Les agents économiques excédentaires financent directement les agents ayant des besoins de financement. Le système financier joue ainsi un rôle d'intermédiaire mettant en rapport les deux acteurs du marché. Dans le second cas, c'est la « finance indirecte ». Les intermédiaires financiers achètent les titres émis par les entreprises et, pour se financer, émettent des titres placés auprès des épargnants ou collectent des fonds sous forme de dépôts⁸.

Lorsque les économies où les marchés financiers sont peu développés, l'endettement est la source principale de financement de l'entreprise. C'est une économie d'endettement ou d'emprunt⁹. L'emprunt est une source financière contractée auprès d'établissements de crédit affecté de façon durable au financement des moyens d'exploitation et de production de l'entreprise. Le financement de l'entreprise par le crédit ou emprunt bancaire est prédominant (Section 1). Par contre, lorsque les marchés financiers sont développés, l'entreprise dispose d'un choix de financements plus important qui s'étendent aux capitaux propres. C'est une économie de marchés financiers. Le financement de l'entreprise se fait essentiellement par appel direct à l'épargne et notamment par le biais de l'emprunt obligataire (Section 2).

Section 1 : L'emprunt bancaire : source intermédiée

L'emprunt bancaire est la source classique de financement des investissements de l'entreprise la plus usitée. Il se réalise sous la forme d'un emprunt indivis. Par opposition aux emprunts obligataires, l'emprunt indivis est une opération de prêt réalisé par les organismes financiers et notamment les banques. Cette source de financement présente un intérêt certain pour l'entreprise emprunteuse et se caractérise par sa simplicité. Par ailleurs, le crédit et l'entreprise doivent faire l'objet d'une analyse plus ou moins approfondie de la part du banquier prêteur.

⁸ PATAT, Jean-Pierre, *Monnaie, système financier et politique monétaire*, 6^e Edition, ECONOMICA, 2002, 540 pages.

⁹ Selon M. PATAT, en économie d'endettement, l'essentiel du financement de l'économie est assuré par les crédits distribués par les banques. Ce qui semble être le cas dans la Zone Franc où le financement de l'économie par le marché n'est pas encore développé.

Para 1 : Etude du crédit

A. Typologie et caractéristiques des crédits d'investissement

L'emprunt bancaire est caractérisé par un montant nominal, un taux d'intérêt annuel qui s'applique sur ce montant nominal, la durée du prêt et les modalités de remboursement. Le remboursement intervient sous forme d'annuités constantes. Le paiement des intérêts se fait suivant un échéancier mensuel, semestriel ou annuel. Le montant des intérêts est décroissant au fur et à mesure du remboursement du principal de l'emprunt. Le rythme de remboursement peut être adapté à la faculté de remboursement de l'entreprise. Le remboursement peut être échelonné sous la forme d'échéances ou à la fin de l'emprunt. Une franchise de remboursement en capital, appelée « différé » peut être observée avant le paiement de la première échéance. Au cours de cette période, l'entreprise rembourse les intérêts échus de l'emprunt. La durée de l'emprunt est très variable suivant le coût de l'investissement et les capacités de remboursement de l'entreprise. Le remboursement « in fine » intervient en une seule fois à la fin de l'emprunt, selon les modalités contractuelles. Le taux d'intérêt constitue le principal coût de l'emprunt. Il est généralement fixe. Il peut être variable en tenant compte des taux du marché. Le taux d'intérêt peut être indexé sur le taux de base bancaire, par exemple. La réalisation d'un emprunt pose un problème délicat, la sécurisation des fonds prêtés pendant la période de remboursement. Les banques exigent des garanties ou sûretés personnelles ou réelles afin de couvrir le risque de contrepartie sur l'encours de crédit de l'entreprise. Il importe d'apprécier les emprunts en fonction des éléments suivants :

1. leurs composantes : encours des emprunts sous forme de crédits bancaires classiques.
2. leurs caractéristiques : forme, date d'octroi, montant initial, durée, objet, montant restant dû, échéancier (calendrier de remboursement ; charges annuelles) ; garanties.

B. Analyse de l'entreprise emprunteuse

L'analyse financière de l'entreprise est l'instrument principal de mesure du risque par la banque¹⁰. Elle repose sur les seuls documents qui sont d'un accès quasi universel et d'une présentation uniforme : les états financiers de l'entreprise. L'analyse est fondée sur les ratios et permet une mesure des fonds propres, du fonds de roulement et le plan de financement. Les

¹⁰ CAUDAMINE, Guy et MONTEIL, Jean, *Banque et Marchés Financiers*, ECONOMICA, 1998, p. 143. Selon ces auteurs, les risques du banquier sont les suivants : l'insolvabilité du débiteur, l'immobilisation des fonds avancés et les risques spécifiques liés à la gestion de la banque (taux, liquidité, etc.).

fonds propres mesurent la base financière sur laquelle l'endettement peut être édifié. En bonne gestion, le niveau de fonds propres ne doit pas être inférieur au total de l'endettement à terme de l'entreprise. Le fonds de roulement est la différence entre les capitaux permanents (fonds propres + endettement à terme), d'une part, et les immobilisations diminuées des non-valeurs, d'autre part. Le fonds de roulement doit être en principe positif. Mais ce principe doit être adapté aux divers types d'activités puisque le fonds de roulement varie fortement selon les secteurs. Le plan de financement mesure, pour chacune des années de remboursement des crédits, l'ensemble des ressources que l'entreprise peut affecter à l'investissement et les emplois correspondants. Il présente l'avantage d'être dynamique puisqu'il projette les flux financiers engendrés par l'entreprise. Il convient d'ajouter à ces notions traditionnelles, l'incidence des marchés financiers sur les comptes de l'entreprise. Le dynamisme de l'endettement et des placements financiers exposent les entreprises à des risques de type financier que sont les mouvements de taux ou de marchés pouvant influencer sur le bilan et donc sur la situation financière des entreprises. Le banquier prêteur doit désormais développer un diagnostic beaucoup plus complexe sur la solidité financière des entreprises en prenant en compte, à long terme, les risques liés aux positions financières prises par elles. Ces risques de marché, ou risques financiers, s'ajoutent aux risques traditionnels industriels et commerciaux.

L'analyse aboutit à la détermination de ratios d'aide à la prise de décision d'octroi de crédit. Une étude dynamique de ces ratios sur trois à cinq exercices permet de juger de l'indépendance financière et de la capacité d'endettement de l'entreprise emprunteuse. La capacité d'endettement peut être appréciée par l'analyse dynamique, sur trois exercices, du ratio suivant :

Dettes à Moyen et Long Terme / Capacité d'Autofinancement

Ce ratio doit être inférieur ou égal à trois. La capacité d'autofinancement doit représenter au moins le tiers des dettes à terme. Elle est à la fois fonction de la structure financière de l'entreprise et de la rentabilité. En effet, la capacité d'autofinancement doit permettre à l'entreprise de faire face à la fois à la rémunération et au remboursement des sommes empruntées auprès des tiers. Si la capacité d'endettement n'est pas suffisante, l'entreprise devra faire appel aux associés (augmentations de capital, augmentation des comptes courants d'associés). Toute augmentation des fonds propres entraîne une augmentation de la capacité d'endettement sous réserve d'une rentabilité suffisante.

Para 2 : Intérêt théorique

L'emprunt bancaire pour le financement des investissements présente des avantages et des inconvénients.

A. Avantages

1. Le coût relatif (taux effectif global) à ce type de financement est connu à l'avance et ne varie pas dans le temps.
2. Le recours à l'emprunt n'entraîne aucune modification de la répartition du capital entre les actionnaires. Cette option intéresse donc particulièrement les entreprises qui ne souhaitent pas une dilution ou un partage du contrôle avec d'autres actionnaires.

B. Inconvénients

1. La hausse de l'endettement dans la structure financière peut créer un déséquilibre dans la structure financière de l'entreprise, ce qui peut nuire à sa solvabilité future.
2. Le recours à l'emprunt se traduit par une hausse des frais financiers. La conséquence est la réduction du résultat future de l'entreprise d'un montant égal au coût du remboursement de l'emprunt et ce pour une durée égale à l'échéance de l'emprunt.

Section 2 : L'emprunt obligataire : source désintermédiée¹¹

Le marché financier et boursier constitue un lieu de financement direct des investissements en permettant aux apporteurs et aux demandeurs de capitaux à long terme de se confronter directement. Il constitue un complément efficace au système bancaire et offre une alternative aux demandeurs de capitaux pour la couverture de leurs besoins en ressources permanentes. C'est le lieu où les entreprises et les investisseurs négocient des valeurs mobilières à long terme (titres de propriétés comme les actions et titres de créances comme les obligations) et d'autres produits dérivés utiles à la couverture des risques de marché encourus par les opérateurs (contrats à terme, contrats d'option, contrats d'échange ou swaps). Le

¹¹ Cf. MASSIERA, op. cit., p. 203 : Sur les caractéristiques générales d'un marché financier organisé et notamment ses conditions d'efficacité : fluidité, liquidité, transparence, sélection et contrôle.

marché financier présente un intérêt pour les entreprises intéressées par un financement important, sans risque de dilution de l'actionnariat, matérialisé par un emprunt obligataire impersonnel.

Para 1 : Physionomie et caractéristiques des obligations

A. Physionomie

Dans la pratique, en plus des obligations classiques, il existe de plus en plus de valeurs qui sont un compromis entre l'obligation et l'action, notamment, les obligations convertibles en actions, les obligations remboursables en action, les obligations échangeables et les obligations à bon de souscription d'action¹².

Sous sa forme la plus classique, l'obligation est un titre de créance qui donne droit à un intérêt fixe et au remboursement du seul capital versé. L'émission de ces obligations est subordonnée à un certain nombre de conditions qui sont toutes communes à tous les emprunteurs obligataires. L'acte uniforme pose trois conditions de fond. La première condition est que les obligations ne peuvent être émises que par les sociétés anonymes et les groupements d'intérêt économique constitués de sociétés anonymes (GIE). La deuxième condition est que ces sociétés doivent avoir deux années d'existence et avoir établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires afin de permettre aux souscripteurs d'apprécier la fiabilité de la société avant de s'engager. La troisième condition est que le capital doit être entièrement libéré. Sinon, on peut valablement considérer que la société doit s'adresser en premier lieu à ses actionnaires qui se sont engagés contractuellement pour financer ses activités et son développement.

Si le placement des obligations doit se faire par appel à l'épargne publique, la société émettrice doit publier, avant l'ouverture de la souscription, une notice faisant ressortir la situation de la société et les conditions de l'émission. Elle doit établir des circulaires informant le public de l'émission d'obligations, des affiches et faire des annonces dans les journaux sur l'opération. Devant le silence du législateur sur la forme de ces obligations et leur montant minimal, on peut déduire que les obligations peuvent être nominatives ou au porteur et que leur valeur nominale sera fixée à dix mille (10 000) francs CFA comme les actions. Toutefois, à la différence des actions, les obligations peuvent être émises au-dessous

¹² Le législateur de l'OHADA est resté classique et n'a pas fait preuve d'innovation en matière de types d'obligations.

du pair pour attirer les souscripteurs. Le paiement des intérêts et le remboursement du principal des obligations peuvent être garantis par une sûreté réelle ou personnelle. Les sûretés personnelles sont généralement proposées par des établissements financiers spécialisés dans la garantie des investissements. Comme sûreté supplémentaire, la société émettrice peut insérer une clause de traitement égal par laquelle elle s'engage à faire bénéficier les obligataires portant des titres déjà émis des garanties conventionnelles accordées lors d'une nouvelle émission. C'est la clause pari passu. Le législateur n'a pas réglementé de façon spécifique le remboursement des obligations. Seul l'article 784 de l'acte uniforme relatif au droit des sociétés prévoit que les « obligations rachetées par la société émettrice et remboursées sont annulées et ne peuvent être remises en circulation ». En principe, le remboursement des obligations est échelonné sur toute la durée du contrat. La société émettrice procède à un amortissement progressif de l'emprunt. Cet amortissement peut se faire par rachat en bourse ou par tirage au sort. L'obligation rachetée ou amortie perd tous ses droits. Juridiquement, l'obligation doit être annulée et ne peut plus être remise en circulation. L'effet financier consiste en la réduction du montant de l'emprunt qui est égal au reliquat du nombre des titres valorisés à leur valeur nominale.

Les obligations sont dites à prime, lorsque la société s'engage à rembourser à tous les obligataires une somme supérieure à celle qu'ils ont versée. Il est possible de combiner la prime de remboursement avec une émission au-dessous du pair. Les obligations indexées n'ont pas fait l'objet d'une affirmation de validité ou de réglementation particulière. Il convient de leur appliquer les règles du droit commun. Les clauses d'indexation sont limitées et on ne peut choisir que les indices se rapportant à l'objet du contrat ou à l'activité des parties. S'agissant d'un contrat dont l'objet est un prêt de somme d'argent, seule l'activité des parties peut servir d'indice. Et dans un emprunt obligataire, il est impossible de retenir l'activité des emprunteurs par hypothèse très diverse. Par conséquent, seule l'activité de la société émettrice pourra fournir l'élément d'indexation.

L'émission d'obligations convertibles en actions s'analyse pour la société en une augmentation éventuelle du capital dans l'hypothèse où tous les obligataires optent pour la conversion. La conversion ne peut pas être imposée aux obligataires. Elle demeure une faculté individuelle. Par cette technique, l'obligataire a la faculté de convertir son titre à l'échéance en une action représentant une quote-part du capital de la société émettrice. Obligataire au départ, il devient actionnaire à l'arrivée. Pour protéger les droits de l'obligataire, les opérations suivantes sont interdites à la société émettrice : amortissement du capital, réduction

de capital par voie de remboursement, distribution de réserves en espèces ou en titres, modification de la répartition des bénéfices.

L'émission d'obligations échangeables en actions (O.E.A.) a un double but. D'une part, elle permet l'échange des obligations pendant la durée du contrat d'obligation depuis le jour de l'émission jusqu'à l'échéance. D'autre part, elle permet à la société émettrice de conserver une plus grande liberté financière. La société émet simultanément les obligations et les actions qui serviront à l'échange. Ces actions sont souscrites par « tiers souscripteur » qui doit être une banque ou une personne ayant des cautions bancaires. Le tiers souscripteur s'engage à effectuer l'échange à tout moment et à souscrire aux augmentations de capital relatives aux actions qu'il détient. Une convention entre les parties fixe la rémunération et les conditions dans lesquelles le tiers souscripteur est remboursé soit des obligations échangées, soit des actions n'ayant pas donné lieu à échange. Les obligations à bon de souscription d'actions (O.B.S.A.) sont des titres émis avec un bon donnant le droit de souscrire des actions de la société émettrice. Les obligations remboursables en actions (O.R.A.) sont remboursées obligatoirement et exclusivement en actions.

B. Caractéristiques

Les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale¹³. L'obligation est une valeur mobilière à revenu fixe ou indexé. C'est une créance qui entraîne à la fois le paiement d'un intérêt ou coupon et le remboursement de l'investissement au terme d'une échéance, sur la base de modalités convenues préalablement. Généralement les coupons sont fixes et remboursés à l'échéance. Les coupons peuvent être également variables et le remboursement peut se faire chaque année par tirage au sort d'obligations remboursables. Les obligations « zéro coupon » se distinguent de l'obligation classique par le fait qu'elles ne donnent pas lieu au paiement d'un intérêt. L'investisseur trouve sa rémunération dans la différence entre le prix d'achat et le prix de remboursement. Le montant du coupon de l'obligation classique est généralement constant et est versé soit annuellement, à la date fixée dans le contrat, soit deux fois par an. Les obligations à coupons variables se présentent sous la forme d'obligations à taux variables ou sous la forme d'obligations indexées. Dans le premier cas, le montant des coupons dépend d'un taux de référence qui varie dans le temps, comme par exemple le

¹³ Définition proposée par le législateur de l'OHADA dans l'article 779 de l'Acte Uniforme du 17 avril 1997 relatif au droit des sociétés commerciales et du groupement d'intérêt économique.

London Inter Bank Offered Rate (LIBOR). Dans le second cas, le montant des coupons est lié à l'évolution d'un indice : prix de l'or, chiffres d'affaires d'une société.

L'obligation se caractérise par une valeur nominale ou valeur faciale. Cette valeur représente le montant exact de l'argent prêté et qui peut être la différence de la valeur d'émission et/ou de la valeur de remboursement. Ce qui engendre les cas de figure suivants¹⁴ :

- Valeur nominale = Valeur d'émission = Emission au pair
- Valeur nominale > Valeur d'émission = Emission au dessous du pair
(existence d'une prime d'émission)
- Valeur nominale < Valeur d'émission = Emission au dessus du pair (cas de figure théorique)
- Valeur nominale = Valeur de remboursement = Remboursement au pair
- Valeur nominale > Valeur de remboursement = Remboursement au dessous du pair
- Valeur nominale < Valeur de remboursement = Remboursement au dessus du pair
(existence d'une prime de remboursement).

La durée et le rendement actuariel sont des caractéristiques essentielles de l'obligation. Ils sont étroitement liés dans la mesure où le rendement attendu sur un emprunt obligataire à long terme est supérieur à celui qui est attendu sur un emprunt obligataire à court terme. En effet, le porteur connaît un risque plus élevé s'il prête son argent sur une plus longue période. Le taux de rendement actuariel représente la rémunération réelle du titre en tenant compte de tous ses éléments caractéristiques (prix d'émission, prix de remboursement, modalités d'amortissement, taux nominal...). La maturité de l'obligation est le temps qui reste à courir jusqu'à son remboursement. Lorsque l'émetteur s'est réservé le droit de rembourser l'obligation avant l'échéance, il peut « dénoncer » l'emprunt obligataire à tout moment. Ainsi, la maturité d'une obligation ne peut alors être fixée avec certitude. En général, plus le temps qui reste à courir jusqu'à l'échéance est élevé, plus le taux de rendement sera élevé avec une structure ascendante des taux. La structure des taux d'intérêt qui en résulte nous donne la relation entre le loyer de l'argent et la maturité. Les obligations peuvent être cotées sur le marché secondaire. Les cotations s'effectuent au pourcentage du nominal de l'obligation au pied du coupon. Ce qui signifie que le montant des intérêts courus accumulés (I) depuis le dernier paiement n'est pas inclus dans le cours. Tout investisseur qui achète une obligation devra payer son prix sur le marché mais aussi le coupon couru au prorata temporis, soit :

¹⁴ Cf. MASSIERA, op. cit., p. 213 et s.

$$\begin{array}{ccc} [(cours \text{ en } \%) \times (valeur \text{ nominale})] & + & (I) \\ | & & | \\ (prix \text{ du marché}) & + & (coupons \text{ courus}) \end{array}$$

Les transactions sont donc indépendantes de la date de détachement du coupon. Lorsque les taux offerts par les nouveaux emprunts baissent, les cours des anciennes montent, et réciproquement. C'est « l'effet balançoire » qui veut que toute hausse des taux s'accompagne d'une baisse de la valeur de l'obligation ; à l'inverse, toute baisse des taux s'accompagne de la hausse de la valeur de l'obligation. Les caractéristiques des obligations exercent une influence sur leurs cours. Les principales variables qui influencent le prix d'une obligation sont les suivantes :

- La valeur du coupon : plus la valeur du coupon est élevée, plus grands seront les flux à recevoir et plus chère l'obligation.
- La maturité : plus elle est élevée, plus le remboursement, qui constitue le flux le plus important à recevoir.
- La structure des taux : si elle est ascendante le prix de l'obligation diminuera ; et, si elle est descente, le prix de l'obligation augmentera.
- Le rating de l'opération (risque de crédit) : un risque faible implique un prix plus élevé et inversement.

Contrairement à l'actionnaire, l'obligataire (détenteur de l'obligation) n'a pas de droits sociaux et ne dispose pas d'un droit de regard sur la société émettrice des obligations. L'obligataire est donc un créancier. Il s'oppose à l'actionnaire qui est un associé. Mais il se distingue aussi d'un créancier ordinaire pour deux raisons : l'unité de l'emprunt et son importance. D'abord, la créance n'a pas un caractère individuel : elle est la fraction d'un même emprunt. On dit que les obligations sont des « coupures » d'une émission globale. Cette unité crée des liens entre les obligataires qui ont les mêmes droits et qui ont intérêt à s'unir pour les défendre. Ensuite, l'emprunt obligataire représente une grosse créance qui peut être supérieure au capital apporté par les actionnaires. Il en résulte que les obligataires peuvent être unis à la société emprunteuse plus profondément qu'un créancier ordinaire. Certes juridiquement l'obligataire reste un créancier et a toujours droit au remboursement de la somme prêtée tandis que l'actionnaire ne retrouve son capital que s'il reste un actif net suffisant. En pratique, si la société fait de mauvaises affaires, le risque est aussi grand pour l'obligataire que pour l'actionnaire.

Dans certaines circonstances exceptionnelles (faillites) et si le contrat le prévoit, l'obligataire peut acquérir certains droits sociaux. Certaines obligations sont convertibles en actions. Elles peuvent être transformées en parts sociales par leurs détenteurs à tout moment ou pendant une période déterminée et à un prix défini au moment de l'émission, ou bien remboursées à leurs termes en actions (O.R.A.) ou encore être assorties de bons de souscription d'actions (O.B.S.A.).

Para 2 : Intérêt théorique

Le marché financier et boursier est le lieu de la finance directe où se rencontrent de plus en plus les agents économiques financiers et non financiers. La tendance générale est au développement du financement de l'entreprise par le marché au détriment de la l'intermédiation financière jugée plus coûteuse et inflationniste. Des actions et des obligations sont émises par les entreprises qui souhaitent renforcer leurs fonds propres et leurs ressources stables afin d'investir dans le développement de leurs activités. Ces titres peuvent être négociés sur un marché secondaire, la bourse, où leur valeur est évaluée en fonction de l'offre et de la demande et peut s'écarter de leur prix d'émission. Ainsi, le marché contribue à abaisser le coût global du financement en limitant le rôle d'intermédiation par les banques. Il ouvre à l'Etat et aux administrations publiques un vaste réservoir de financement.

L'accès au marché financier est néanmoins réglementé et n'est accessible qu'aux grandes entreprises qui souhaitent mettre en place des emprunts obligataires d'un montant important ou l'ouverture de leur capital par l'émission d'actions cotées en bourse. Ces entreprises sont alors notées par des organismes selon le degré de crédibilité qu'elles ont, c'est-à-dire en fonction du risque qu'elles présentent de ne pas pouvoir assurer le paiement des intérêts et le remboursement du capital emprunté à l'échéance du prêt.

Chapitre 3 : Le partenariat public-privé, source externe de financement moderne

Le partenariat public-privé est une initiative de collaboration visant la fourniture d'infrastructure ou la prestation de services, reposant sur l'expertise du partenaire le mieux apte à répondre à des besoins publics clairement définis au moyen de l'affectation des ressources et de l'imputation des risques et des résultats les plus appropriées. Dans le cadre d'un partenariat public-privé, le secteur public est responsable de la surveillance et de l'évaluation de la qualité alors que le secteur privé est plus étroitement lié à la prestation réelle du service ou à la mise en œuvre du projet. Le partenariat peut se faire suivant les formules de la gérance, la régie intéressée, l'affermage et la concession. La concession de service est le type de partenariat le plus courant. C'est la convention par laquelle une personne publique (le concédant) confie à une personne morale privée (le concessionnaire) le soin d'assurer pendant un temps déterminé la gestion d'un service. Le concessionnaire agit à ses risques et périls, mais sous le contrôle du concédant et perçoit une rémunération constituée par les redevances acquittées par l'utilisateur à l'occasion du service rendu. La plupart du temps, le concessionnaire est chargé de construire les ouvrages nécessaires à la réalisation du service, de telle sorte que la concession porte à la fois sur une réalisation et sur un service. Le procédé de la concession peut être traduit en anglais par le terme BOT (*Build Operate Transfert*), exprimant la chronologie de la réalisation c'est-à-dire construire, exploiter, puis transférer au concédant. Il existe plusieurs variantes de ce schéma comme le BOOT (*Build Own Operate, Transfert*: construire, posséder, exploiter, et transférer) ou le BOL (*Build Operate Lease* : construire, exploiter, louer). Ces schémas sont légèrement différents du BOT.

Compte tenu de l'importance croissante des investissements à financer dans le cadre des concessions, les grandes entreprises privées ou publiques sont gênées dans leur développement car leurs fonds propres sont insuffisants pour garantir l'opération. Lorsque ces entreprises ont recours à des financements « *corporate* », c'est-à-dire des crédits octroyés avec la garantie du groupe, le ratio de capacité d'endettement (Dette à long et moyen terme/Fonds propres) ne satisfait plus aux exigences des marchés financiers. En effet, les engagements financiers contractés sont trop importants au regard de la richesse propre à ces entreprises. Dans la pratique, ces entreprises ont recours à des montages financiers de type « *project finance* » dans lesquels le projet, généralement très lourd financièrement, est porté par une société « ad hoc », créée pour l'occasion. Le financement de projet apparaît comme la traduction française du terme anglo-saxon « *project finance* ». L'expression « *project finance* » implique la notion de financement lié à un projet, c'est-à-dire un financement sur mesure adapté à un projet spécifique et à ses caractéristiques propres. En Europe, par

financement de projet, on entend la constitution et l'octroi d'un ensemble de crédits destinés à financer un projet, le bailleur de fonds se préoccupant en premier lieu de la solvabilité de l'emprunteur. En Amérique du Nord (origine du « *project finance* »), on parle, au contraire, de financements de projets lorsque l'octroi d'un crédit est fondé avant tout sur la capacité bénéficiaire du projet concerné. Par conséquent, c'est le cash-flow escompté qui est déterminant et non pas le bilan de l'emprunteur. Il a été constaté que le « *project finance* » tel qu'il a été importé en Europe ne regroupait que les opérations de financement organisées par les banques commerciales, dans lesquelles seul le cash-flow escompté avait de l'importance. La limite de ce raisonnement a conduit à transformer cette notion en lui ajoutant diverses méthodes de garanties techniques, financières et technologiques. Le financement de projet tel qu'il est défini aujourd'hui apparaît comme une sous partie des financements de projets et s'apparente en réalité de très près à ce qu'il convient d'appeler le « financement sans recours ». Ce sont les opérations de financement sans garanties issues des banques commerciales, où seuls les cash-flows doivent rembourser le service de la dette et ses frais. Si le développement des financements de projet en Europe est bien issue des opérations de « *project finance* » américaines et canadiennes, il n'en reste pas moins que leur nature a évolué dans le but de s'assurer de la rentabilité des projets, de la solvabilité de l'emprunteur et de partager et minimiser les risques les plus importants et aléatoires.

Face au développement de ces financements de projet, les banques doivent imaginer des montages financiers de plus en plus complexes en passant par l'analyse d'une multitude de relations contractuelles qui font naître ces types de projet. A la différence du financement bancaire classique, garanti par l'ensemble des actifs de l'emprunteur, la caractéristique du financement de projet ou plutôt du financement « sur » projet (expression mieux adaptée) est de faire largement appel au crédit (bancaire et obligataire) dont le remboursement est assuré principalement par les revenus (cash-flows) générés par le projet lui-même. Afin d'y arriver, et d'isoler le risque que représente le projet en cause, les promoteurs n'empruntent pas directement, mais créent une entité nouvelle déconsolidée, spécialement conçue pour les besoins du projet (financement, conception, réalisation, exploitation...), la société ad hoc qui souscrit les emprunts et détient les actifs du projet. En règle générale, le financement de projet s'effectue par recours à des fonds propres et par recours à des fonds empruntés (crédit), le rapport entre les deux variant d'un projet à l'autre. Cependant, la part des fonds propres à apporter est généralement inférieure à celle des fonds empruntés. Une autre différence du financement de projet par rapport aux financements traditionnels réside dans l'examen de la

solvabilité du projet qui se base essentiellement sur des projections d'avenir telles que des études de faisabilité ou de rentabilité des cash-flows prévisionnels déterminés par divers scénarii possibles. A coté des conditions économiques, l'environnement technologique, la performance du constructeur, celle de la société d'exploitation ainsi que la fidélité des parties impliquées dans le contrat, semblent constituer des facteurs essentiels de la réussite d'un projet. Cette technique du financement de projet est à la base des concessions, manifestations privilégiées du partenariat entre l'Etat et les opérateurs privés. Au travers de la concession, l'entité publique concédante cherche à réaliser des projets d'infrastructure ou de services collectifs nouveaux sans grever les finances publiques. Utile dans le financement des investissements structurants (Section 2), le partenariat public-privé est un mécanisme complexe de montages contractuels et légaux, financiers et juridiques (Section 1).

Section 1 : Le mécanisme du partenariat public-privé

En théorie, un des enjeux du partenariat public-privé est la maîtrise des risques du projet. A l'instar des pays occidentaux, le Sénégal a introduit dans son droit positif un corpus juridique permettant un encadrement efficace et une maîtrise relative des risques d'un partenariat complexe¹⁵. La concession se matérialise par un contrat BOT qui s'inscrit au cœur de la convention globale financière et juridique. C'est un montage complexe tant sur le plan contractuel que structurel.

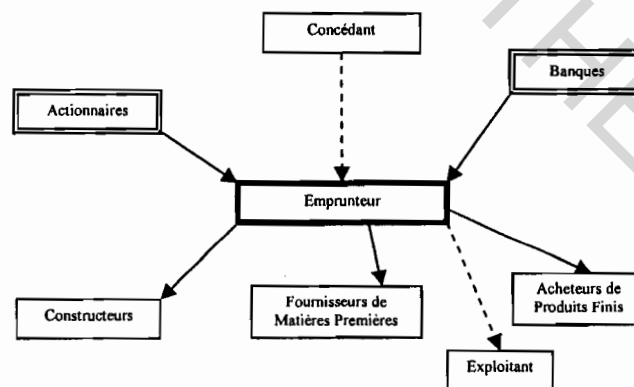


Figure 1 : Cadre contractuel

¹⁵ La loi n° 2004-13 du 1^{er} mars 2004 relative aux contrats de construction-exploitation-transfert (en anglais : Build Operate Transfer - BOT) d'infrastructures.

Para 1 : Le montage structurel

Compte tenu du caractère particulier du montage en financement de projet une entité ad hoc, la Société Projet (*Special Purpose Vehicle*) est formée par les promoteurs du projet qui seront investisseurs dans la société ainsi créée. La société d'investissement est souvent une « *joint venture* » associant aux opérateurs et investisseurs étrangers un opérateur et des investisseurs locaux. Elle pourra être une société de droit privé ou une société d'économie mixte. Un pacte d'actionnaires (*Shareholder agreement*) définit les obligations et responsabilités comme les droits des partenaires. La création d'une structure spécifique est par ailleurs un des éléments de l'aspect « sans recours » ou « à recours limité » du montage de projet qui a pour objet de préserver les promoteurs du risque de l'opération. Les financiers de l'opération mais aussi les promoteurs se réservent des droits de contrôle sur le fonctionnement de cette société. Ceci peut amener à ce qu'ils soient considérés comme des dirigeants de fait ou de droit suivant leur participation au conseil d'administration. Le droit des faillites est donc susceptible d'annihiler les efforts d'isolation du montage contractuel car il s'applique au montage quel que soit le droit choisi.

Le financement se fait en partie sur fonds propres et en partie par endettement. Les fonds propres sont levés par les membres du consortium qui est promoteur du projet, souvent trop important pour un seul partenaire privé. Ils apporteront normalement une proportion de fonds propres entre 20 et 30% du capital requis, le reste étant fourni par des investisseurs institutionnels, les marchés de capitaux et de plus en plus par des fonds spécialisés dans le financement d'infrastructure. Certains projets importants (en particulier Eurotunnel et Eurodisney) ont été financés avec un appel à l'épargne publique alors que ces projets impliquent un facteur de risque qui ne paraît pas approprié. Il en était ainsi en particulier en raison de la présentation qui avait été faite de l'investissement comme étant un placement de père de famille et du fait des déficiences du montage.

Pour des raisons fiscales en particulier une part de l'investissement fait sur fonds propres est souvent mise en dette subordonnée, ce qui assure un traitement en dette tout en traduisant l'aspect subordonné par rapport aux créanciers. Le montage inclut donc la structuration appropriée dite « en mezzanine » et avec division entre la dette dite « senior »

et la dette subordonnée. Le financement de l'endettement est fourni par des banques commerciales, des organismes de financement à l'exportation, des sociétés de construction ou des fournisseurs d'équipement matériels, technologies ou services, ainsi que par des organismes internationaux de financement publics ou privés (Banque Européenne d'Investissement, Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement, Banque Africaine de Développement...). Par ailleurs la société concessionnaire peut émettre des obligations.

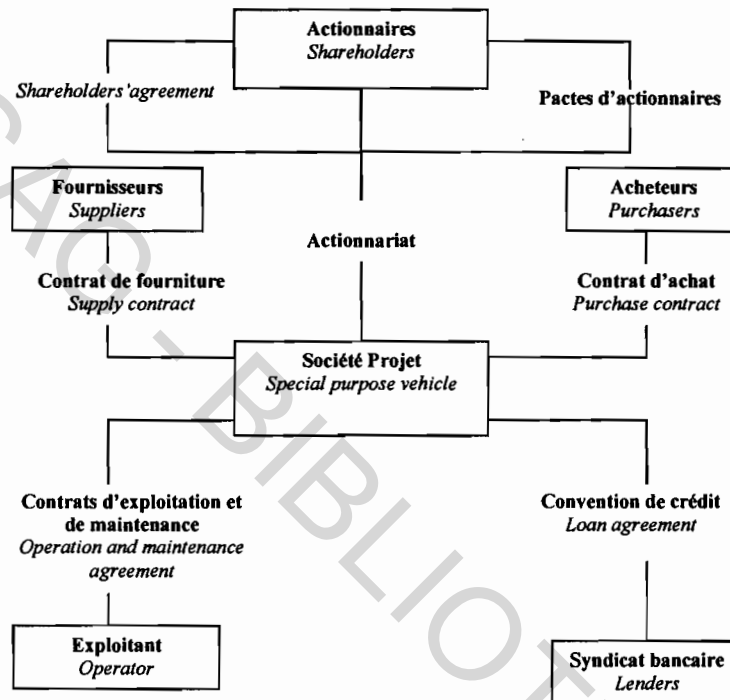


Figure 2 : Phase d'exploitation¹⁶

Para 2 : Le montage financier et juridique

Le montage financier et juridique est complexe et fait intervenir le droit privé et, suivant les traditions juridiques, le droit public. Le montage implique un partenariat avec des entités administratives ou des entreprises publiques, l'intervention directe ou indirecte des autorités publiques, financières, réglementaires et de contrôle du pays où s'exécute le projet. Il implique des relations entre les investisseurs, les prêteurs et les opérateurs, les relations avec les constructeurs, fournisseurs et prestataires de services. Il exige des

¹⁶ BENICHOU, Ivan et CORCHA, David, *Le financement de projets – Project Finance*, Editions ESKA, 1996, p. 116. Le schéma récapitule les principales relations contractuelles entre les intervenants pendant la phase d'exploitation.

groupes de contrats avec constitution de partenariats, de groupements, de pools et syndicats.

Le montage s'inscrit dans une période de temps longue, compte tenu en particulier des nécessités d'amortissement des investissements et donc de la durée de la concession-BOT, qui prend effet une fois la construction terminée. Les aléas et risques sont nombreux. Le montage doit être fait avec soin en tenant compte aussi bien des particularités du projet que des spécificités juridiques, politiques et sociales locales et des sujétions économiques. Il doit assurer un équilibre entre les intérêts des investisseurs, promoteurs et opérateurs ainsi que du gouvernement concédant. La cohérence des éléments du montage est un impératif qui n'est souvent pas respecté. Les études de faisabilité, que ce soit au niveau des coûts ou des recettes, sont un élément préalable du projet et un élément fondamental de réussite ou d'échec. Les prévisions de recettes irréalistes dans leur optimisme, soit par surestimation des quantités (fréquentation, utilisation, consommation) ou du prix que les consommateurs ou utilisateurs sont prêts ou capables de payer, soit par sous-estimation des coûts, des risques de construction et d'exploitation, sont des facteurs majeurs d'échec de projets. Les financements de projet sont montés avec la participation active des banques d'affaires, les banques commerciales fournissant les crédits bancaires avec la constitution de syndicats bancaires. Les contrats concernant les financements syndiqués comme les prêts commerciaux délimiteront les accords avec les organismes prêteurs comme les relations entre les prêteurs. Les financiers voudront s'assurer de la réalisation du projet au niveau de la construction et normalement exigeront des garanties de réalisation de ladite construction. Il s'agit d'abord des engagements contenus dans le contrat de construction, dans les contrats d'ingénierie et de fourniture de technologie et savoir-faire en ce qui concerne les délais et les coûts de construction, ainsi que les exigences de fonctionnement (performances d'usines y compris au niveau des coûts de fabrication ou de fonctionnement, fiabilité, normes de sécurité). Un aspect fondamental d'un financement de projet est que le projet doit être réalisé avec le budget disponible. Par conséquent, la bonne détermination du projet, des obligations strictes quant aux coûts de construction qui empêchent une dérive des coûts par suppléments de travaux ou sujétions imprévues, des obligations contraignantes avec des pénalités adéquates quant au respect des délais sont essentielles.

Les modalités du projet doivent être définies avec précision, afin d'éviter, d'une part les erreurs et révisions de conception génératrices de surcoût et, d'autre part, que les cocontractants puissent exciper des modifications pour demander des suppléments de prix. La responsabilité des concepteurs du projet doit être soigneusement définie, et garantie en particulier par clauses de pénalité et couverte par les assurances nécessaires. Le recours à des contrats « clés en main » avec la stipulation d'obligations de résultats avec des garanties de performance est typique des montages de projet car elles constituent un aspect du contrat de construction qui est fondamental pour que le projet puisse être financé. Le lancement du projet alors que des modalités fondamentales n'étaient pas suffisamment définies, en particulier des sources génératrices de coûts importants telles que les normes de sécurité, est une raison des difficultés d'un projet tel que Eurotunnel. Il traduit un montage déficient où le risque de dérapage du projet a été mis à la charge des épargnants qui ont été appelés à assurer l'essentiel du financement en fonds propres.

Des garanties de bonne fin sont normalement exigées soit sous forme de garanties bancaires à première demande fournies par les banques, soit sous forme de « *performance bonds* » fournies par des compagnies d'assurance. Le risque politique fait l'objet de contrats d'assurance-crédit. Les impératifs des financiers se rejoignent en l'occurrence avec ceux de l'entité concédante et ses préoccupations de réalisation du projet. Les financiers du projet voudront avoir des sûretés sur les actifs du projet et sur ses revenus. En ce qui concerne les actifs, un élément essentiel est la concession qui est détenue par la société concessionnaire. Les banques finançant le projet chercheront à obtenir un nantissement des actions. La mise en œuvre de cette sûreté réelle est un transfert dont la possibilité est régie par les règles de droit public qui impliquent un consentement de l'autorité concédante.

En ce qui concerne les recettes, des types de contrats spécifiques des financements de projet résultent des pratiques de montage originaires des pratiques de « *common law* » avec des engagements d'approvisionnement qui sont inconditionnels, le co-contractant s'engageant à payer les livraisons ou les services que le projet fonctionne ou non. Il s'agit des engagements « *hell or electricity* » caractérisant des contrats dits « *take or pay* »¹⁷. Ces engagements, dont la validité est discutable car étant sous la forme de contrats d'approvisionnement, constituent en fait des cautionnements, une forme de garantie

¹⁷ Type de contrat d'achat ferme

financière pour les banques commerciales finançant le projet. En ce qui concerne les engagements d'affectation des recettes à la garantie du service de la dette et les possibilités de constituer des sûretés sur ces recettes, il convient de noter que, dans les pays de droit civil, la possibilité de nantir des recettes futures se heurte souvent à la nécessité que l'objet du nantissement soit déterminé et identifié pour la validité d'une sûreté. Des montages peuvent être prévus, tels que la perception des recettes par une entité ad hoc, la constitution de séquestres ou « *escrow agreement* »¹⁸.

La concession et, plus généralement, toutes les activités économiques et financières comprennent une prise de risque. Les projets font toujours intervenir plusieurs acteurs, et des risques de différentes origines. Ces risques doivent être identifiés au montage du projet¹⁹. Le principe est de ne pas faire reposer tous les risques sur le même acteur mais au contraire de les répartir en fonction des compétences de chacun d'eux. Les risques sont de plusieurs natures en fonction de leur origine :

- Le risque politique, lié à l'attitude du gouvernement à l'égard du secteur privé notamment dans le contrôle de la tarification, problème particulièrement aigu dans le cas des services publics donnant lieu à facturation aux usagers-électeurs.
- Le risque monétaire car les recettes sont parfois perçues en monnaie locale d'où une sensibilité importante aux variations des taux de change surtout sur la durée de vie d'une concession (dévaluation de la monnaie locale).
- le risque économique et commercial, lié à la croissance économique et au développement urbain, dont les variations par rapport aux prévisions engendrent des incertitudes sur l'utilisation du service et les revenus du concessionnaire.
- Le risque financier, lié à l'incertitude sur les taux d'intérêt qui évoluent entre le premier financement et les phases de refinancement qui interviennent ultérieurement.
- Les risques techniques, quand des surcoûts de construction ou d'exploitation apparaissent, soit à cause d'ouvrages mal adaptés, soit à cause de mauvaises estimations économiques.

¹⁸ MARTOR, Boris et THOUVENOT, Sébastien, « Financement privé des infrastructures publiques : un nouveau souffle pour les partenariats public/privé ? », *Revue BANQUE Magazine*, n° 658, mai 2004, pages 45 et s.

¹⁹ MARTOR, Boris et THOUVENOT, Sébastien, *Op. cit.*, p. 47. Les comptes séquestres constituent des réserves de trésorerie avec gage de compte assurant le service de la dette.

Chaque intervenant doit donc mesurer les paramètres techniques ou socio-économiques qui décrivent les risques qu'il prend pour fournir une réponse adaptée et s'engager en toute connaissance de cause.

Section 2 : L'utilité du partenariat public-privé dans le financement des investissements

La création de partenariats entre le secteur public et les entreprises privées aux fins du financement, de la conception, de la construction et de l'entretien continu de l'infrastructure et de la prestation des services correspondants, représente l'un des moyens mis en oeuvre en vue de répondre au besoin d'une infrastructure moderne et efficiente et à celui de la prestation de services publics sûre et rentable. Il ne faut pas penser que les partenariats public-privé constituent une voie de recours miracle. Ils peuvent, néanmoins, apporter des solutions concurrentielles et novatrices lorsque :

- l'optimisation des ressources est établie;
- le risque est attribué au partenaire qui est le mieux en mesure de le gérer et de le limiter;
- les processus sont ouverts, justes et transparents.

De toute évidence, les secteurs public et privé ont chacun leur rôle à jouer. Le défi auquel les gouvernements sont confrontés consiste à établir la combinaison optimale de ressources du secteur public et du secteur privé qui procurera la meilleure méthode de prestation de services publics à des niveaux acceptables sur le plan de la qualité et du coût. Pour ce faire, il est nécessaire de déterminer si le gouvernement peut gérer, à un coût inférieur à celui du secteur privé, les risques associés à un service public particulier.

Le partenariat public-privé peut être appliqué aux différentes catégories de services gouvernementaux. Nombre de services offerts par le gouvernement pourraient tirer profit d'une mise en commun des atouts respectifs des secteurs public et privé. Les partenariats public-privé conviennent peut-être moins aux services gouvernementaux auxquels l'accès ne peut être restreint. Il s'agit, entre autres, de services ayant les caractéristiques d'un « bien public », y compris l'application d'un règlement, la protection de l'environnement et les services sociaux. Les partenariats public-privé conviennent peut-être également moins aux services essentiels, tels que les services de police, les services de protection contre les incendies et d'autres services d'urgence. Les fonctionnaires et les groupes publics sont

généralement plus réceptifs à l'établissement de partenariats public-privé qui contribuent à mettre en place des installations de loisirs plus spécialisées, des services de gestion des déchets solides et liquides ou des services d'utilité publique tel que la fourniture de l'eau et de l'électricité. Par conséquent, les gouvernements peuvent songer à des partenariats avec le secteur privé dans l'une ou l'autre des situations suivantes :

- le gouvernement, à lui seul, ne possède pas les ressources financières ou l'expertise nécessaires pour fournir le service ou réaliser le projet ;
- un partenaire du secteur privé permettrait d'accroître la qualité ou le niveau de service par rapport à ce que pourrait offrir, à lui seul, le gouvernement ;
- un partenaire du secteur privé permettrait de mettre le service ou le projet sur pied plus rapidement que si le gouvernement était seul à le faire ;
- les utilisateurs du service sont favorables à la participation d'un partenaire du secteur privé;
- il y a possibilité de concurrence entre les éventuels partenaires du secteur privé. Aucune disposition législative ou réglementaire n'interdit la participation d'un partenaire du secteur privé à la prestation de services ou à la réalisation d'un projet ;
- il est facile d'évaluer le résultat du service et en établir le prix ;
- il est possible de recouvrir le coût du service ou du projet en imposant des frais d'utilisation;
- le projet ou le service offre une occasion d'innover ;
- le projet ou le service propose des possibilités de favoriser le développement économique.

Si aucune des conditions précédentes ne s'applique, il ne faut alors pas envisager de partenariat public-privé. Un partenariat public-privé réussi repose sur l'expertise permettant à chaque partenaire de répondre à des besoins clairement définis et à fournir un avantage net²⁰ au grand public grâce à une affectation des ressources et à une imputation des risques. Il implique le dégroupage des coûts et des risques inhérents à la mise en œuvre du projet et leur imputation au partenaire le plus apte à les absorber et à les atténuer. Cela est différent de la pratique selon laquelle on ne tient pas compte de tous les coûts réels associés à un service et l'on impute tous les risques soit au partenaire du secteur public ou à celui du secteur privé²¹.

²⁰ Ou bien une optimisation des ressources

²¹ L'imputation des risques doit dépendre de l'habileté de chacun des partenaires des secteurs public et privé à atténuer chaque risque avec efficacité et efficacité.

2^{ème} PARTIE : APPLICATION PRATIQUE : LES SOURCES DE FINANCEMENT DE LA SENELEC

Chapitre 1 : Cadre de l'étude : la SENELEC

Section 1 : Présentation de la SENELEC

La constitution de la Société Nationale d'Electricité (SENELEC) a été autorisée par la loi n° 83-72 du 05 juillet 1983 sous la forme d'une société par actions. Ses statuts ont été approuvés par décret n° 83-823 en date du 1^{er} août 1983. La durée de vie de la société est de 99 ans à compter du 1^{er} janvier 1983. La Société Nationale d'Electricité (SENELEC) a été transformée le 17 octobre 1993 en société anonyme. Elle est régie par l'Acte Uniforme relatif au droit commercial et du groupement d'intérêt économique.

La loi n° 98-06 du 28 janvier 1998, dite loi de privatisation, autorisait la transformation de la SENELEC en société anonyme à participation publique majoritaire. Le capital social est fixé à la somme de Cent dix neuf milliards quatre cent trente trois millions huit cent cinquante mille francs CFA (119 433 850 000 F CFA). Il est divisé en dix mille (10 000) actions de Onze millions neuf cent quarante trois mille trois cent quatre vingt cinq francs CFA (11 943 385 F CFA) chacune, entièrement libérées. Les actions sont initialement divisées en deux catégories : les actions A à hauteur de 66% détenues par l'Etat du Sénégal et les actions B à hauteur de 34% détenues provisoirement par l'Etat du Sénégal puis rachetées à l'ancien partenaire stratégique.

La SENELEC a pour objet, la production, le transport, la distribution, l'achat, la vente en gros et au détail, l'importation et l'exportation d'énergie électrique. Et plus généralement, toutes opérations juridiques, civiles, commerciales, industrielles, financières, immobilières et mobilières se rattachant directement ou indirectement à l'objet social et à tous autres objets similaires ou connexes de nature à favoriser directement ou indirectement l'objet de la société, son extension ou son développement.

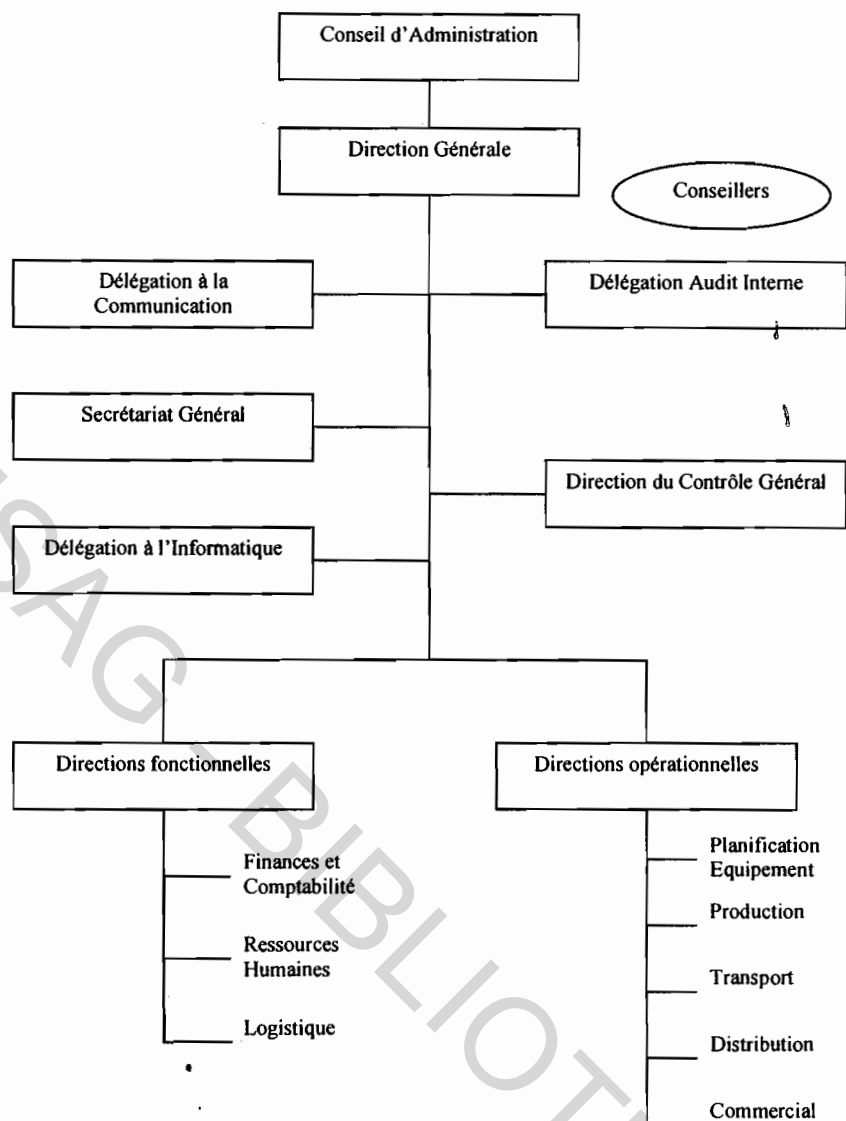


Figure 3 : Organigramme de la SENELEC

La SENELEC est administrée par un Conseil d'Administration composée de douze membres dont deux au moins sont élus par les détenteurs des actions A. Le Conseil d'Administration élit parmi les membres un président. La direction de la SENELEC est assurée par un Directeur Général nommé par le Conseil d'Administration sur proposition des administrateurs de titulaires de sièges au titre des actions B. Il exerce ses pouvoirs sous l'autorité du Conseil d'administration. La SENELEC exerce sa mission dans le cadre de la politique sectorielle du Gouvernement et dans le respect d'une loi dite d'orientation. A ce titre, elle doit élaborer un programme d'investissement découlant d'un Plan directeur Production-Transport-Distribution conforme aux objectifs de développement et de redressement du sous-secteur de l'électricité. Ainsi, le Plan directeur doit être axé

sur l'amélioration de la qualité de service, le gain de productivité, l'extension ou le renouvellement des installations, afin d'atteindre les objectifs suivants :

- La satisfaction de la clientèle
- La reconstitution de la capacité de production
- L'augmentation du nombre de clients
- La satisfaction des attentes du personnel
- La rentabilisation et la modernisation de la SENELEC
- Le respect de l'environnement

L'un des objectifs clés de la réforme est la nécessité d'attirer des fonds, surtout privés, pour réaliser des investissements substantiels dans le domaine de la production d'énergie électrique afin d'augmenter l'offre et la qualité, avec les producteurs indépendants et avec la capacité de production de la SENELEC. Pour la SENELEC, il s'agit de renforcer et de fiabiliser son parc de production dans la limite de la puissance installée, arrêtée par le contrat de concession qui la lie à l'Etat et de faire appel à des producteurs indépendants pour répondre à une demande sans cesse croissante.

Au lendemain de la privatisation, la direction générale a diagnostiqué, comme une des faiblesses de la SENELEC, l'état de vieillesse du parc et la sous capacité de production. Après deux tentatives infructueuses de privatisation en deux ans, la SENELEC se trouve toujours dans une phase de transition. Les problèmes identifiés comme étant des obstacles au développement de l'entreprise et du sous-secteur de l'électricité restent sans solution définitive. Il s'agit notamment du financement des investissements, de la qualité de service et de la rentabilité de l'entreprise. En 2002, la croissance réelle de la demande d'électricité a atteint 5% et les prévisions de 2003 étaient de 10%. Pour répondre à cette demande au moindre coût, des investissements doivent être réalisés à court terme pour relever le rendement global du réseau, augmenter le taux de desserte et améliorer la qualité de service.

Les besoins en investissement sont importants. La « *Task Force* » mise sur pied par l'Etat en 2002 pour réfléchir sur le devenir de la SENELEC, avait évalué à 77 milliards de F CFA les sommes nécessaires au financement d'un programme minimum d'investissement. Les investissements concernent toutes les filières techniques. Les investissements en production consistent en l'extension et au renforcement de la capacité existante du parc du réseau interconnecté, des réseaux régionaux et des centres isolés. Les investissements en matière de

transport et de distribution s'inscrivent dans la même perspective de renforcement, de réhabilitation et d'extension du réseau existant.

Section 2 : Le programme d'investissement de la SENELEC

Pour faire face à une demande sans cesse croissante, des investissements ont été définis dans les plans directeurs à long terme de la production, du transport et de la distribution d'électricité. La direction de la SENELEC a défini une stratégie de gestion qui consiste à mettre en œuvre un programme minimal d'investissement avec pour objectifs l'amélioration de la qualité de service, l'augmentation du taux de desserte et la rentabilité de la gestion de l'entreprise²².

Les investissements en production consistent en l'extension et au renforcement de la capacité existante du parc du réseau interconnecté des réseaux régionaux et isolés. En effet, le transit sécuritaire de l'énergie des centres de production aux centres de distribution passe par la réhabilitation, le renforcement et l'extension du réseau de transport et de distribution. Cette réalisation doit être faite avec un critère de qualité acceptable quant à la capacité de transit des lignes, aux possibilités de bouclage et au nombre d'interruptions dues aux incidents provoqués par le mauvais état des ouvrages. Le programme minimum d'investissement est estimé à un coût total de 18,5 Milliards de FCFA et consiste :

- en l'extension des moyens de production avec la construction d'une centrale de 60 MW par un producteur indépendant
- en l'extension des centrales des centres régionaux isolés (Tambacounda et Ziguinchor) pour un coût de 6 Milliards de FCFA
- à la réhabilitation des trois turbines de la centrale du Cap des Biches pour un montant de 12,5 Milliards de FCFA.

Les investissements en transport répondent au même souci de renforcement et de réhabilitation du réseau existant. Le programme minimum d'investissement est estimé à un coût total de 9 Milliards de FCFA. Il se répartit comme suit :

²² Le plan quinquennal 1999-2004 est extrait du plan directeur à long terme

| | |
|--|-----------------------|
| Ligne 225 KV Tobène-Touba (113 km) Poste 225/30 KV Touba Poste 90/30 KV Tobène Réseau 30 KV Touba (60 km) | 2,5 Milliards de FCFA |
| Ligne 90 KV Sococim-Mbour (45 km) Poste 90/30 KV Mbour | 3,1 Milliard de FCFA |
| Poste Thiaroye 90/30 KV (2 x 40 MVA) | 1,7 Milliard de FCFA |
| Poste Bel Air 90/30 KV (3 x 40 MVA) | 1,7 Milliard de FCFA |

Tableau 1 : Investissements en Transport

Ce programme sera financé partiellement par emprunt obligataire pour un montant de 3,4 Milliards de FCFA.

Le réseau de distribution fera l'objet d'une réhabilitation, d'un renforcement et d'une extension. L'objectif de ces travaux vise à éliminer les surcharges de postes et de lignes, à réduire les chutes de tension et les incidents liés à la mauvaise qualité de matériels ou d'ouvrages. En corrigeant les faiblesses du réseau existant, les investissements en distribution pourront répondre aux normes de qualité de service et permettre une extension de réseau en vue de satisfaire la demande croissante de courant électrique. Le programme minimal d'investissement prévoit un budget de 16,7 Milliards de FCFA pour la réhabilitation des réseaux.

| | |
|--|-----------------------|
| Renforcement du réseau | 4,2 Milliards de FCFA |
| Restructuration de passage sur 30 KV dans le rayon d'action du futur poste de Thiaroye | 1,8 Milliard de FCFA |
| Restructuration de passage sur 30 KV dans le rayon d'action du futur poste de Bel Air | 4,7 Milliards de FCFA |
| Création de nouveaux secteurs Dakar et Régions | 3,2 Milliards de FCFA |
| Projet RECCORD (Référence Electrique et Comptage sur les réseaux de Distribution) | 2,2 Milliards de FCFA |
| Téléconduite du réseau de distribution | 0,6 Milliard de FCFA |

Tableau 2 : Investissements en Distribution

Ce programme sera financé partiellement par emprunt obligataire pour un montant de 6,6 Milliards de FCFA.

A toute stratégie industrielle de développement correspond une stratégie financière. Celle-ci traduit le mode de financement des investissements retenu, c'est-à-dire le choix entre autofinancement, appel aux actionnaires, recours à l'endettement et partenariat public-privé. A priori, les arbitrages possibles entre ces différentes sources de financement sont multiples. Les sources internes, plus accessibles et moins coûteuses sont limitées. Les sources externes présentent des opportunités importantes aussi bien en terme d'endettement qu'en terme de partenariat entre le public et le privé.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Chapitre 2 : Analyse comparative des sources de financement classique

Section 1 : Les limites des sources internes

Para 1 : La capacité d'autofinancement est une source subsidiaire

A. Analyse de la capacité d'autofinancement de la SENELEC

La SENELEC n'a distribué aucun dividende au titre des exercices 2000, 2001 et 2002. Par conséquent, tout le surplus monétaire généré par l'activité a été affecté au financement des investissements. Le potentiel de croissance de l'entreprise a augmenté du fait de la diminution constante des charges et d'une amélioration de l'excédent brut d'exploitation. La capacité d'autofinancement a évolué de la façon suivante :

| | 2000 | 2001 | 2002 |
|----------------------------|----------|----------|----------|
| Capacité d'Autofinancement | -7 413,8 | -3 753,6 | 13 211,4 |

Tableau 3 : Evolution de la capacité d'autofinancement (en millions de FCFA)

| | 2000 | 2001 | 2002 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|
| Chiffre d'affaires | 90,6 | 98,5 | 112,8 |
| Capacité d'Autofinancement | -7,4 | -3,7 | 13,2 |
| Encours DLMT (Emprunt) | 61,8 | 59,4 | 56 |
| % DLMT/CA | 68,2 % | 60,3 % | 49,6 % |
| DLMT/Capacité d'Autofinancement | -8,3 | -16 | 4,2 |

Tableau 4 : Capacité d'autofinancement par rapport à l'endettement

B. La capacité d'autofinancement a une portée pratique limitée :

L'examen du tableau des emplois et ressources de la SENELEC montre le retour à la capacité d'autofinancement en 2002 après une évolution erratique de l'agrégat. Il est noté une baisse sensible de la variation du besoin en financement de l'exploitation. Les emprunts ont augmenté de 22 Milliards de FCFA traduisant la confiance retrouvée des partenaires financiers. Cependant, une augmentation des emprunts nouveaux ne semble pas encore ressentie au niveau des investissements qui accusent une baisse de plus de 3 Milliards de FCFA.

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|--|---------------|-------------|-------------|-------------|
| EMPLOIS | | | | |
| Investissement | 26,7 | 19 | 20 | 16,1 |
| Variation BFE | - 18,2 | - 2,7 | 13 | 0,9 |
| Autres | 48,8 | 16,5 | 8 | 20,4 |
| TOTAL EMPLOIS A FINANCER | 57,3 | 32,8 | 41 | 37,4 |
| RESSOURCES | | | | |
| Capacité d'Autofinancement Global | 19,4 | - 7,4 | - 3,7 | 13,2 |
| Capitaux Propres | 12,1 | 33,7 | 47,6 | 0,2 |
| Nouveaux Emprunts | 10 | 15,3 | 1 | 23 |
| TOTAL RESSOURCES DE FINANCEMENT | 41,5 | 41,6 | 44,9 | 36,4 |
| SOLDE | - 15,8 | 8,8 | 3,9 | - 1 |

Tableau 5 : Tableau des Emplois et Ressources (en Milliards de FCFA)

L'activité de la SENELEC ne génère pas un surplus monétaire suffisant et disponible pour financer ses investissements. Compte tenu de l'obsolescence de ses immobilisations, la société ne semble pas apte à maintenir et accroître son capital technique par des moyens financiers propres. L'autofinancement n'a qu'une portée très limitée et pourrait servir d'apport personnel pour contracter des emprunts bancaires et obligataires. Par conséquent, elle doit nécessairement mobiliser des ressources financières à l'extérieur (privatisation, endettement bancaire, marchés boursiers, partenariat...) pour assurer sa croissance à terme.

Para 2 : L'augmentation de capital et la privatisation de la SENELEC

La privatisation s'imposait pour les raisons suivantes :

- une absence d'investissements conséquents dans le secteur de l'électricité depuis plus de dix ans ;
- un parc de production vétuste et incapable de faire face à une demande toujours croissante, d'où des délestages intempestifs ;
- une gestion interne douteuse.

Pour toutes ces raisons, l'Etat a voulu se désengager de ce poids économique et politique qu'était devenu la SENELEC. La loi de privatisation est très synthétique. L'Etat y précise les raisons de sa politique et fixe la nouvelle distribution des parts qui attribue 33,33 % au moins du capital au partenaire stratégique et conserve 51% au maximum. Cependant, si le processus

de privatisation relève bien de la volonté de l'Etat sénégalais, celui-ci a subi des contraintes internes et externes.

Les contraintes internes sont de trois ordres. Les déficits structurels de trésorerie constituent l'une des premières motivations pour la privatisation. Au moment où des besoins en équipements productifs requièrent des investissements importants, il est apparu inéluctable de faire appel aux financements privés. Le caractère très politique de la gestion de l'entreprise et l'immixtion constante des pouvoirs publics constituent la deuxième motivation. Cette immixtion a provoqué une prise en otage de la SENELEC par le politique. La privatisation entraînant un retrait de l'Etat fut alors perçue comme un moyen de résoudre ce dysfonctionnement. La troisième motivation est d'ordre syndicale. Après une longue période d'opposition à toute idée de privatiser justifiée par la défense du service public, le Sutelec (Syndicat Unique des Travailleurs de l'Electricité) a appuyé le processus de privatisation. Ainsi, par la signature d'un protocole d'accord avec le gouvernement le 2 juin 1997, le Sutelec consacre une ouverture du capital au privé.

Les contraintes externes émanent des bailleurs de fonds. La Banque mondiale a impulsé une dynamique de réformes aboutissant à la privatisation des services publics marchands. S'agissant de l'électricité, la Banque a insisté particulièrement sur la notion de « bonne gouvernance », indissociable à une logique de partenariat avec le secteur privé. Ainsi, en 1996, la Banque a conditionné le financement de l'électricité à sa privatisation. Certaines conditions de la Banque relatives à la géographie du capital sont reprises par la loi de privatisation. C'est aussi le cas des conditions relatives à la transparence des réformes, la capacité du gouvernement à consulter les acteurs concernés et le respect des règles de libéralisation du secteur. D'ailleurs, pour marquer son intérêt à la privatisation, la Banque Mondiale a financé cette phase préliminaire du processus.

L'analyse du partenariat entre l'Etat et le partenaire stratégique démontre que la privatisation a connu quelques vicissitudes. Par ailleurs, le renforcement des fonds propres par une augmentation de capital a été une conditionnalité de la privatisation.

A. Une conditionnalité de la privatisation de la SENELEC

L'objet de la loi d'orientation du secteur de l'électricité est de réviser le cadre légal et réglementaire pour attirer les investissements privés et introduire la concurrence dans le

secteur. La loi apporte des innovations majeures en matière de privatisation et créé des organes nouveaux. Les innovations sont les suivantes :

- La refonte de la structure de l'industrie électrique pour permettre une plus grande implication du secteur privé.
- L'institution d'un système de licences et de concessions, qui permet de discuter et de signer des cahiers de charge avec des objectifs précis à atteindre.
- La mise en place d'un organe de régulation indépendant pour veiller aux intérêts de tous les acteurs du secteur et rassurer les investisseurs et les bailleurs de fonds : La Commission de Régulation du Secteur de l'Electricité (CRSE).
- Le changement du régime de propriété des lignes électriques pour attirer et sécuriser les investissements privés.
- La création d'une agence dédiée à l'électrification rurale pour la promotion et l'assistance technique et financière des initiatives en matière d'électrification rurale : l'Agence Sénégalaise d'Electrification Rurale (ASER).

Les autorités du secteur sont les suivantes :

- Le Ministre chargé de l'énergie conçoit et propose au Président de la République la politique générale et les normes applicables au secteur de l'électricité. Il accorde, par arrêté, les licences et les concessions, sur proposition de la commission de régulation. La délivrance des licences et concessions est accompagnée d'un contrat signé entre le Ministre et le titulaire.
- La Commission de Régulation du Secteur de l'Electricité (CRSE) est une autorité indépendante dont les décisions ont le caractère d'actes administratifs, susceptibles de recours juridictionnel en annulation. La commission a pour rôle de réguler le sous-secteur de l'électricité. Elle vise les objectifs suivants :
 - Promouvoir le développement rationnel de l'offre de l'énergie électrique
 - Veiller à l'équilibre économique et financier du secteur et à la préservation des conditions économiques nécessaires à sa viabilité.
 - Veiller à la préservation des intérêts des consommateurs et à assurer la protection de leurs droits pour ce qui concerne le prix, la fourniture et la qualité de l'énergie électrique.

- Promouvoir la concurrence et la participation du secteur privé dans le secteur.
- Assurer les conditions de viabilité financière des entreprises du secteur.

Agence administrative autonome, la Commission dispose d'un pouvoir de sanctions des manquements des entreprises exerçant dans le secteur. Elle peut procéder aux expertises, mener les études, recueillir les données et mener toute action d'information sur le secteur. Elle peut entendre toute personne physique ou toute personne morale de droit privé ou de droit public exerçant dans le secteur en vue d'obtenir toute information d'ordre technique, économique, comptable, financier ou commercial concernant leurs activités. La commission présente, chaque année, son rapport au Président de la République. Face aux problèmes du financement des investissements, l'Etat se désengage momentanément pour faire jouer un rôle plus important au secteur privé de l'électricité.

1. L'Etat face à la problématique du financement du secteur électrique

Aujourd'hui, comme avant la réforme, le sous-secteur électrique fait face à des besoins d'investissements extrêmement importants alors que les sources de financement traditionnelles sont presque totalement taries, justifiant l'ouverture du secteur au privé. Ainsi, sur la période 2003-2007, les investissements prévus dans le périmètre d'activités de la SENELEC se montent à environ 164 milliards de FCFA, alors que la réalisation des objectifs d'électrification rurale requiert 170 milliards de FCFA. La contrainte de financement qui enserme le secteur depuis sa nationalisation en 1983 et qui ne s'est relâchée que durant la parenthèse du Premier Projet Energie (1987-1992) tend à s'accroître. Cette situation peut s'expliquer, d'une part par les faibles niveaux d'investissements réalisés par la SENELEC et, d'autre part, par la très forte prépondérance des fonds propres dans le financement. La faible capacité d'autofinancement de la SENELEC et les difficultés à lever des fonds auprès des banques ont obligé l'Etat à procéder à de substantielles augmentations de capital en 2000 et en 2001. Ces apports d'argent du budget de l'Etat constituent des arguments pour tous ceux nombreux au sein du Fonds Monétaire International et de la Banque Mondiale qui continuent de prôner le désengagement de l'Etat de la SENELEC pour parachever la privatisation du sous-secteur électrique.

2. Pour un plus grand rôle du secteur privé

Il convient de noter que l'un des objectifs majeurs de la réforme du secteur électrique vise la recherche d'une plus grande efficacité de la gestion à court terme (assainissement) et à long terme (investissement) à travers le développement du partenariat public privé. Ainsi, le nouveau cadre légal et réglementaire mis en place en 1998 a été conçu pour favoriser une plus grande implication d'opérateurs privés aussi bien dans la gestion que dans le financement du sous-secteur électrique, particulièrement au niveau de la production et de la distribution.

Dans le segment de la production, la fabrication de nouvelles centrales électriques sera davantage dévolue à des sociétés privées choisies par appels d'offres compétitifs. Ces sociétés privées seront liées par contrat du type BOO (*Build Own Operate*) à la SENELEC qui joue le rôle d'Acheteur Unique. Ainsi, après une première expérience de production indépendante ayant abouti à la mise en service en 1999 d'une centrale à cycle combiné, le Sénégal vient de lancer, après pré qualification de sept entreprises, un appel d'offres pour une nouvelle centrale dont l'exploitation est prévue pendant le premier semestre 2005. Au niveau de la distribution, l'innovation consiste à créer une structure pour la promotion de l'électrification rurale, l'Agence Sénégalaise d'Electrification Rurale (ASER). Sa mission est d'élargir et de faciliter l'accès à l'électricité des populations en milieu rural. Dans l'exécution de sa mission, l'ASER facilite l'émergence d'opérateurs privés d'électrification rurale choisis par appel d'offres pour prendre en charge les concessions rurales, au nombre de 18, situées en dehors du périmètre de la SENELEC. Ces nouveaux opérateurs bénéficieront de l'assistance technique et financière de l'Etat à travers l'ASER qui accordera des subventions devant couvrir une part importante des coûts d'investissement.

Pour une période définie dans son contrat de concession, la SENELEC est seule habilitée à exercer ces activités sauf si l'activité est exercée pour la propre consommation d'une entreprise et dans les conditions définies ci-dessus. La SENELEC a donc la qualité d'acheteur unique durant cette période. Dans ce cadre, la SENELEC ne peut exercer les activités de production qu'en recourant aux seules capacités de production dont elle disposait à la date d'entrée en vigueur de la loi. Pour tout besoin supplémentaire de capacité de production, elle est tenue de lancer des appels d'offres avec mise en enchères, en vue de recevoir des offres de fourniture de la part d'entreprises exerçant ou envisageant d'exercer une activité de production. A l'issue des appels d'offres, des contrats d'achat seront conclus entre la SENELEC et les entreprises retenues sous la supervision de la Commission de Régulation,

qui veille au respect des principes d'équité, de transparence et de non-discrimination dans les procédures d'appel, de mise en concurrence et de sélection des offres.

Les entreprises titulaires de licences de production concluent des contrats de raccordement aux réseaux avec les entreprises titulaires de concession de transport et de distribution. Toute clause d'exclusivité ou d'accès préférentiel est interdite. La propriété croisée entre production et distribution est réglementée pour éviter les positions dominantes. La régulation des tarifs est basée sur les plafonds de prix autorisant des niveaux de revenus suffisants pour permettre aux titulaires de licences ou de concessions d'obtenir un taux de rentabilité normal.

Les lignes électriques sont exclues du domaine public artificiel de l'Etat. L'Etat a transféré à la SENELEC, la propriété des lignes électriques dont la gestion lui a été confiée en vertu de la loi autorisant la création de la SENELEC. Tout concessionnaire est propriétaire des lignes électriques qu'il réalise pour la conduite des opérations, objets de la concession. Si la stratégie sénégalaise dans ce domaine semble inspirer d'autres pays africains, la privatisation de la SENELEC, perçue comme la mesure la plus importante de la réforme du sous-secteur électrique au Sénégal, a connu des vicissitudes.

B. Cas du partenariat stratégique avec Hydro Québec - Elyo ou les vicissitudes de la privatisation de la SENELEC

L'Etat du Sénégal a accepté de vendre au partenaire stratégique 34% du capital social de la SENELEC. La SENELEC a été privatisée le 31/03/99 à l'issue d'une consultation internationale. L'offre d'un groupement associant la société canadienne Hydro Québec et la société française Elyo (filiale de la Lyonnaise des Eaux) a été retenue. Les deux groupes, réunis dans la Sénégalaise de l'Investissement, ont investi 29 Milliards de francs pour prendre 34% du capital de la SENELEC et ont obtenu une concession de 25 ans. L'Etat du Sénégal a déclaré son intention de faire descendre, durant l'année 1999, sa participation dans le capital de la SENELEC à 41% maximum, en cédant des actions aux salariés de la SENELEC et éventuellement à des investisseurs privés régionaux selon le schéma d'ouverture du capital retenu.

Au bout de 18 mois, le gouvernement sénégalais a considéré que le partenaire stratégique n'avait pas respecté les engagements contractuels. Le 21 septembre 2000, le Ministre de

l'Energie et de l'Hydraulique annonçait que l'Etat et ses partenaires avaient décidé de résilier « à l'amiable » l'accord qui les liait. La privatisation ne s'est pas déroulée comme prévue dans la pratique. Il apparaît clairement que la stratégie de privatisation retenue portait en germe l'échec du partenariat. A l'analyse de cette expérience de privatisation, les facteurs suivants peuvent être retenus comme étant à la base de l'échec :

- Le contrôle total a été laissé au partenaire privé qui ne détenait qu'un tiers du capital. Ce qui constitue une erreur dans la stratégie.
- Les obligations techniques du partenaire privé étaient imprécises. Par ailleurs, aucun programme d'investissement minimum ne lui a été assigné.
- L'approche séquentielle adoptée pour le financement n'est pas pertinente. La prise en charge du financement de ces investissements par le partenaire privé aurait dû être précisée dès l'origine du partenariat.

Dans cette expérience de privatisation, aucune offre technique n'avait été exigée. Le partenaire stratégique n'avait pas produit un plan d'affaires (business plan) et aucun programme minimum n'avait été fixé. Toutefois, les parties avaient défini des obligations de raccordement de nouveaux abonnés ainsi que des normes de qualité de service donnant lieu à pénalisation en cas de non respect (incitations contractuelles). L'absence de programme d'investissement minimum et la liberté laissée au partenaire stratégique pour remettre à niveau la capacité d'offre d'énergie électrique peuvent être considérées comme un frein au développement de l'infrastructure électrique pendant la période de privatisation. L'imprécision des obligations de la SENELEC et du partenaire stratégique dans la formulation des documents contractuels a entraîné un échec dont les aspects contractuels les plus significatifs sont les suivants :

- Le fait de se contenter de simples incitations contractuelles plutôt que d'engager la responsabilité directe du partenaire stratégique dans l'atteinte d'objectifs précis, quantifiés et datés.
- L'offre offerte à l'investisseur stratégique de s'assurer un retour sur investissement minimum par le biais d'un contrat d'assistance technique de 5,6 milliards de FCFA en 18 mois au moment où, la trésorerie de la SENELEC, préoccupante, nécessitait une augmentation de capital de 30 milliards de FCFA souscrite pour les deux tiers par l'Etat du Sénégal.

La prise en charge du financement des investissements par une approche séquentielle dans la résolution des problèmes du secteur n'était pas perspicace. La question du financement n'a été évoquée qu'après la réforme, à l'issue de la phase d'ajustement du secteur. En ce moment,

d'importants investissements devaient être réalisés immédiatement pour faciliter la privatisation, sécuriser la transaction en limitant les risques de rupture entre les partenaires. A défaut, le problème du financement devait être traité parallèlement ou comme une des questions centrales de l'opération de privatisation. A défaut d'un financement préalable des investissements, l'Etat sénégalais et les bailleurs de fonds auraient pu accompagner temporairement le partenaire stratégique par des crédits concessionnels ou gratuits et des subventions à l'investissement. Ce procédé aurait pu permettre la restauration de l'équilibre technique, économique et financier de la SENELEC, tout en limitant l'impact tarifaire des importants investissements de remise à niveau de l'infrastructure électrique.

En conclusion, la privatisation nécessitant une cession d'actifs n'est pas une source fiable et pérenne de financement des investissements. Les difficultés rencontrées lors de l'expérience de privatisation en terme de financement des investissements et de mobilisation des fonds en vue d'un « *closing financier* » ont entraîné pour l'investisseur stratégique une double obligation : le décaissement de sommes trop importantes pour racheter les actifs existants et le financement des investissements. En conséquence, si par souci d'assurer un service public l'Etat bloque les tarifs, le partenariat ne peut aboutir puisque, en l'espèce, les investissements de portefeuille et les investissements physiques sont rémunérés uniquement par le seul tarif. Il semble alors plus pertinent de ne pas privilégier l'option « vente » d'entreprise (cession d'actifs) au détriment d'autres types de partenariat dans la recherche de sources de financement des investissements moins contraignants et plus opportunes pour la SENELEC : l'emprunt et le partenariat public-privé.

Section 2 : Les opportunités permanentes des sources externes classiques

Para 1 : L'emprunt bancaire est conditionné par les performances internes

Pour le financement des investissements nécessaires à la croissance des activités de production, de transport et de distribution d'électricité, la SENELEC a contracté différents emprunts auprès des organismes financiers. Le secteur de l'énergie électrique est une activité à forte intensité capitalistique. Par conséquent, la SENELEC a la possibilité d'emprunter auprès d'organismes bancaires et de bailleurs de fonds établis au Sénégal et à l'étranger. L'endettement à terme de la SENELEC est très important et doit être apprécié en tenant compte de sa capacité d'endettement.

A. L'endettement à terme de la SENELEC

L'endettement à terme de la SENELEC est très important. Cet endettement est composé de deux types d'emprunts : la dette directe et la dette rétrocedée.

La dette directe est constituée des crédits directement accordés à la SENELEC par les bailleurs de fonds sénégalais et étrangers (banques commerciales, de développement et institutions financières internationales) avalisés ou non par l'Etat. La particularité de la dette rétrocedée est qu'elle n'était pas initialement destinée à la SENELEC. L'Etat, débiteur principal, contracte un crédit ou obtient une subvention auprès de ses bailleurs de fonds et le met à la disposition de la SENELEC dans le cadre du financement de projets initiés par la société nationale ou par le ministère de tutelle (Electrification rurale, projets économiquement non rentables mais socialement opportuns). Une convention de rétrocession est signée entre les deux parties. Le service de la dette est imputé in fine à la SENELEC par l'émission d'ordres de recettes du Trésor Public. L'endettement à terme de la SENELEC est très important. Le stock ne diminue que légèrement, ce qui dénote une forte utilisation de ressources extérieures pour le financement des investissements. Ainsi, l'emprunt a évolué de la façon suivante en quatre ans :

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---------------------------|------|------|------|------|
| Emprunts de l'exercice | 23,3 | 15,3 | 1,08 | 22,9 |
| Encours en fin d'exercice | 64,3 | 61,8 | 59,3 | 55,9 |

Tableau 6 : Evolution de la dette à moyen et long terme (en milliards de FCFA)

Au 31 décembre 2002, l'encours de la dette s'élevait à 55,987 Milliards FCFA et se décomposait par type d'emprunts de la façon suivante :

- Dette directe : 15,204 Milliards FCFA
- Dette directe avalisée : 3,857 Milliards FCFA
- Dette rétrocedée : 36,926 Milliards FCFA

En 2002, la dette rétrocedée par l'Etat représente les deux tiers de l'endettement à terme de la SENELEC. Cette dette représente une partie importante de la dette libellée en devises de la SENELEC. Les pertes de changes constatées sont les suivantes (En Millions de FCFA) :

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|------------------|-----------|---------|-----------|---------|
| Pertes de change | - 1 054,4 | - 282,9 | - 2 551,9 | - 961,7 |
| Gains de change | 0 | + 15 | + 8,1 | + 4,9 |
| Solde | - 1 054,4 | - 267,9 | - 2543,8 | - 956,8 |

Tableau 7 : Evolution des pertes et gains de change (en millions de FCFA)

Cette situation dénote l'absence d'une politique de gestion des risques de change à la SENELEC. Les fluctuations des cours des devises dans lesquelles la SENELEC et l'Etat empruntent jouent en la défaveur de la société nationale. Compte tenu de l'importance des emprunts en devises, cette gestion passive doit être proscrite au profit de la gestion des risques de change par des instruments financiers appropriés. Le remboursement des échéances des prêts libellés en devises est géré comme en matière de paiement des factures des biens et services importés. A terme échu, la SENELEC donne à sa banque l'ordre de débiter son compte et de transférer au bailleur de fonds le montant nécessaire en devises. Ainsi, elle achète des devises au cours du jour et supporte les pertes de change pour un risque clairement identifié dès la détermination de l'échéancier du crédit précisant les dates de remboursement de chaque échéance.

B. La capacité d'endettement de la SENELEC

Les performances de la SENELEC permettent de mesurer sa capacité d'endettement. Le ratio « Dette à Moyen et Long Terme / Capacité d'Autofinancement », calculé sur trois à quatre exercices, est le suivant :

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|-----------------------------|--------|--------|------|--------|
| DMLT / CAF =< 3 | 2,28 | - 8,35 | - 16 | 4,23 |
| FRAIS FINANCIERS / E. B. E. | 25,3 % | | | 14,3 % |

Tableau 8 : Evolution de la capacité d'endettement de la SENELEC

Hormis, l'exercice 1999, la capacité d'autofinancement de la SENELEC ne permet pas de faire face au remboursement des sommes empruntées. Ce qui peut expliquer, en partie, la réserve des banques à financer les investissements de l'entreprise au motif que cette dernière n'est pas solvable. Par ailleurs, compte tenu de l'importance du recours à l'endettement, les frais financiers ont très sensiblement érodé les performances de l'entreprise et donc sa

rentabilité. Les difficultés d'accès au crédit bancaire classique ont suscité l'intérêt pour la SENELEC de solliciter l'épargne du public par un emprunt obligataire.

Para 2 : L'emprunt obligataire est une source de financement appropriée

Les projets concernés par l'emprunt obligataire s'élèvent à un coût global de 14,8 milliards de FCFA. Le financement est recherché sous la forme d'un emprunt obligataire à hauteur de 10 milliards de FCFA, soit 68% du coût total des projets. Il est prévu un mécanisme d'allocation en cas de sur-souscription de l'opération permettant une allocation additionnelle à hauteur des garanties obtenues ; ce montant ne pouvant excéder 5 milliards de FCFA. En cas de non sur-souscription, la SENELEC devrait financer sur fonds propres le reliquat du coût des projets.

L'emprunt obligataire répond à un contexte déterminé et présente des caractéristiques propres à ce type de financement des investissements.

A. Le contexte de l'emprunt obligataire de la SENELEC

Face à la diminution des sources de financement concessionnel, la SENELEC est obligée de rechercher de nouveaux mécanismes de financement pour atteindre les objectifs de son programme d'investissement. Le programme d'investissement concerne le développement de toutes les fonctions classiques de production, de transport et de distribution de l'énergie électrique.

Dans les segments du transport et de la distribution, la SENELEC a décidé de financer trois importants projets par appel public à l'épargne sur le marché financier. Ce sont les projets d'extension des postes de Bel Air et de Thiaroye et le projet minimal de réhabilitation du réseau dans la ville de Dakar. Les réseaux de transport et de distribution ont fait l'objet de très peu d'investissements pendant la période 1990-2002. Les derniers investissements remontent aux années 1990 où le réseau de Dakar a été réhabilité par un financement de la Banque Mondiale. Les objectifs majeurs de ces projets sont l'amélioration de la qualité de service, l'augmentation du taux de desserte et la rentabilisation de la gestion de l'entreprise. Aussi, les investissements objets de cet emprunt visent à combler les retards en matière de réseau de transport et de distribution constatés de 1999 à 2002.

Ainsi, en 2003, la SENELEC a lancé sur le marché financier de l'UEMOA un emprunt obligataire de 10 milliards de FCFA. Le succès de l'opération a été tel que l'émission obligataire a été portée à 15 milliards de FCFA, avec un taux de réalisation de 214% à la date de clôture anticipée. Cette opération fait suite à une émission d'obligations qui a permis, dix ans plus tôt, le financement d'une turbine à gaz de la SENELEC. Toutefois, elle montre les possibilités de faire appel à l'épargne locale pour le financement des investissements lourds.

Ce mode de financement comporte un inconvénient majeur en comparaison avec d'autres types de prêts, notamment les prêts concessionnels. En effet, les taux de l'emprunt sont plus élevés (taux d'intérêt annuel brut de 7,5%, hors coût de la garantie) et la durée plus courte (cinq ans) alors que les investissements concernés par l'emprunt obligataire sont amortis sur 25 ans. Cette situation peut entraîner une tension extrême sur la trésorerie de la SENELEC pendant la période de remboursement de l'emprunt.

Toutefois, la multiplication de telles opérations et la confiance des investisseurs pourraient permettre d'améliorer les conditions de mobilisation de l'épargne privée au profit du sous-secteur de l'électricité. Ainsi, une privatisation de la SENELEC pourrait se concevoir à partir du marché financier et boursier avec le secteur privé national comme actionnaire important au lieu d'être un prêteur impersonnel et occasionnel. L'exemple de la Sonatel peut servir de repère mais à condition que les investisseurs soient rassurés sur la qualité de la gestion et les comptes de la SENELEC.

B. Les caractéristiques de l'emprunt obligataire

- Les caractéristiques générales

- Dénomination : SENELEC 7,5% 2003-2008
- Emetteur : SENELEC
- Nature de l'opération : Emprunt obligataire par appel public à l'épargne
- Objet de l'opération : Financement des investissements d'extension et de réhabilitation des réseaux de transport et de distribution d'électricité
- Montant de l'opération : F CFA 10.000.000.000
- Durée de l'emprunt : 5 ans

- Le calendrier de l'opération

- Période de souscription : 20 Mars au 10 Avril 2003. La période de souscription peut être raccourcie, prolongée ou déplacée en cas de besoin.
- Date de jouissance : le lendemain de la clôture des souscriptions

- Les spécificités de l'opération

- Nature des titres : Obligations nominatives dématérialisées et tenues en compte auprès des SGI de l'UEMOA
- Valeur nominale : 10.000 F CFA
- Nombre de titres : 1.000.000
- Prix d'émission : 10.000
- Investisseurs concernés : L'émission obligataire public de la SENELEC est réservée aux investisseurs personnes physiques et morales de l'UEMOA, aux investisseurs institutionnels de l'UEMOA et éventuellement aux investisseurs internationaux.

- Les modalités de l'opération

- Taux d'intérêt : 7,5%, brut coupons payables semestriellement
- Remboursement : Remboursement semestriel avec une année de différé, soit en huit tranches égales
- Clause de rachat anticipé : L'émetteur pourra racheter au bout de la 2^{ème} année ses obligations
- Fiscalité des titres : En l'état actuel de la législation sénégalaise, le régime fiscal applicable à cette opération est indiqué ci-après. Pour les investisseurs sénégalais visés, les intérêts perçus sont soumis à une retenue à la source libératoire pour les personnes physiques et pour les personnes morales. Le taux actuellement en vigueur est de 6%. Les souscripteurs hors Sénégal devront se conformer au régime fiscal applicable au Sénégal.
- Clause pari passu : La SENELEC s'engage jusqu'au remboursement effectif de la totalité des obligations en principal et en intérêts, à ne consentir de garantie particulière à d'autres obligations émises ou à émettre (à l'exception d'hypothèques ou d'autres sûretés établies sur des biens achetés par la société pour en garantir le prix

d'achat total ou partiel) sans en faire bénéficier, au même rang, les obligations objet de cette émission.

- Les caractéristiques de l'intermédiation

| Echéance | Encours de début de période | Intérêts semestriels 7,5% l'an | Amortissements | Flux totaux | Encours de fin de période |
|---------------------|-----------------------------|--------------------------------|----------------|----------------|---------------------------|
| 1 ^{er} sem | 10 000 000 000 | 375 000 000 | 0 | 375 000 000 | 10 000 000 000 |
| 2 ^e sem | 10 000 000 000 | 375 000 000 | 0 | 375 000 000 | 10 000 000 000 |
| 3 ^e sem | 10 000 000 000 | 375 000 000 | 1 250 000 000 | 1 625 000 000 | 8 750 000 000 |
| 4 ^e sem | 8 750 000 000 | 328 125 000 | 1 250 000 000 | 1 578 125 000 | 7 500 000 000 |
| 5 ^e sem | 7 500 000 000 | 281 250 000 | 1 250 000 000 | 1 531 250 000 | 6 250 000 000 |
| 6 ^e sem | 6 250 000 000 | 234 375 000 | 1 250 000 000 | 1 484 375 000 | 5 000 000 000 |
| 7 ^e sem | 5 000 000 000 | 187 500 000 | 1 250 000 000 | 1 437 500 000 | 3 750 000 000 |
| 8 ^e sem | 3 750 000 000 | 140 625 000 | 1 250 000 000 | 1 390 625 000 | 2 500 000 000 |
| 9 ^e sem | 2 500 000 000 | 93 750 000 | 1 250 000 000 | 1 343 750 000 | 1 250 000 000 |
| 10 ^e sem | 1 250 000 000 | 46 875 000 | 1 250 000 000 | 1 296 875 000 | 0 |
| TOTAL | | 2 437 500 000 | 10 000 000 000 | 12 437 500 000 | |

Tableau 9 : Tableau de remboursement de l'emprunt obligataire

La durée de l'emprunt SENELEC est de cinq (5) ans. Les remboursements en capital se feront semestriellement avec une année de différé c'est-à-dire à compter du terme de la première année de l'emprunt. Les coupons seront également payés semestriellement.

Chapitre 3 : Le partenariat public-privé dans le financement de la production

Le schéma institutionnel arrêté par l'Etat du Sénégal devrait se traduire par des changements importants dans le secteur de l'électricité dans les prochaines années. A terme, la structure intégrée de l'industrie électrique devra faire face à des activités dégroupées avec d'un côté des producteurs et de l'autre, des distributeurs en milieu urbain (SENELEC) et des distributeurs en milieu rural.

| | Production | Transport | Distribution | Exploitation |
|----------------|-------------------------------|--|---|--------------------------------------|
| Activité | Production d'électricité | Transport d'électricité lignes haute tension | Transport d'électricité moyenne et basse tension | Achat et vente d'électricité |
| Acteurs | Sénélec ou Producteurs Privés | Sénélec | Sénélec pour les territoires urbains | |
| | | | Opérateurs privés concessionnaires en zones rurales | |
| Type de marché | Oligopole régulé | Monopole (sauf zones rurales) | Monopole urbain (sauf zones rurales) | Monopole urbain (sauf zones rurales) |

Tableau 10 : Schéma institutionnel

Le schéma encourage fortement la SENELEC à se désengager de la production au profit des producteurs indépendants. Tout projet de nouvelle centrale sera réalisé en priorité comme une entreprise privée de production d'électricité. Les centrales existantes de production pourraient être cédées au secteur privé dans la mesure du possible, compte tenu de leur potentiel d'extension. La SENELEC continuera à exploiter les centrales qui n'auront pas été cédées au secteur privé. Il convient de noter que l'arrivée des producteurs indépendants est liée à leur perception de la probabilité d'obtenir un retour sur investissement rapide. Pour cela, deux conditions majeures devraient être remplies :

- l'existence d'un environnement global attractif (Lois, règlements, conventions cadres, codes de bonne conduite, chartes) : garantie de l'investissement, code des investissements, bonne gouvernance, convertibilité de la monnaie ;

- une SENELEC performante capable de satisfaire ses engagements contractuels, avec des paiements effectifs et dans les délais, des achats de combustible et du « *take or pay* » ; une capacité adéquate de la chaîne transport-distribution.

L'encadrement législatif du partenariat public-privé fait l'objet d'une loi votée et promulguée en 2004. Cette législation comble un fossé dans lequel la SENELEC s'était engouffrée pour négocier et signer un contrat de BOT avec GTI²³ en 1996.

Section 1 : L'encadrement législatif : une tentative de maîtrise des risques

Para 1 : Présentation de la loi

La loi du 13 février 2004 relative aux contrats de « construction-exploitation-transfert » (en anglais : Build Operate Transfert - BOT) d'infrastructures a pour objet de définir le cadre juridique permettant l'établissement d'un nouveau partenariat public-privé dans des conditions efficaces économiquement et transparentes juridiquement. La loi s'applique aux seules infrastructures constituant des dépendances du domaine public artificiel ou destinées à constituer de telles dépendances. Ce cadre doit être respectueux des intérêts publics et des usagers et soucieux de faciliter la participation active d'opérateurs privés à la croissance. La loi s'applique à tous les contrats de « construction-exploitation-transfert » passés par une autorité publique avec un opérateur privé pour la conception, le financement, la réalisation, l'exploitation et l'entretien d'une infrastructure d'intérêt public, dès lors que l'opérateur privé se rémunère essentiellement par des redevances versées par les usagers. Par autorité publique concédante, le législateur désigne expressément l'Etat, une collectivité locale, un établissement public ou une société à participation publique majoritaire. Les contrats peuvent prévoir le transfert des infrastructures réalisées par l'opérateur privé à l'autorité publique concédante au cours ou à terme desdits contrats.

Les conditions de rémunération de l'opérateur du projet sont fixées par les contrats. La rémunération peut résulter des redevances perçues sur les usagers ou les bénéficiaires des infrastructures. Il peut être amené à reverser au concédant une part de la rémunération perçue. Par ailleurs, les droits et les obligations des parties sont déterminés par les parties dans les dispositions contractuelles. Il s'agit notamment des conditions dans lesquelles sont assurées la

²³ *Greenwich Turbine, Inc. (GTi)*, filiale *Greenwich Air Services*, est un consortium composé de *General Electric's Structured Finance Group*, la S.F.I. (Filiale du Groupe de la Banque Mondiale) et de *Sondel* (Italie).

continuité du service public et l'égalité des usagers devant le service public, ainsi que les avantages administratifs, financiers ou fiscaux dont bénéficie l'opérateur du projet.

Pour garantir la bonne exécution du projet, l'opérateur du projet doit se constituer, après la signature du contrat, sous la forme d'une société de droit sénégalais. Il doit produire des apports techniques, de garanties financières adéquates et de participation de la société pré qualifiée à ses fonds propres et quasi fonds propres. La passation des marchés de « construction-exploitation-transfert » doit se faire dans la plus grande transparence afin de mettre en concurrence les candidats potentiels et d'obtenir le meilleur engagement possible de la part des partenaires privés. Pour ce faire, la sélection de l'opérateur du projet passe par un appel public à la concurrence à l'échelon international. La procédure de passation des contrats prévoit trois étapes. Dans la première étape, dite de pré qualification, les entreprises candidates sont sélectionnées en fonction de leurs capacités à réaliser puis à exploiter l'infrastructure concernée. Les contrats de « construction-exploitation-transfert » ne peuvent être conclus qu'avec un opérateur privé ayant d'une part, les capacités techniques, juridiques et financières nécessaires et, d'autre part, l'aptitude technique à assurer la continuité du service public. Dans la deuxième étape, l'autorité publique concédante discute avec les candidats pré qualifiés des conditions techniques de réalisation de l'infrastructure. Dans la troisième étape, les offres font l'objet d'une évaluation sur la base des propositions financières des entreprises candidates. L'entreprise qui présente la meilleure offre financière est sélectionnée pour passer le contrat.

Dans sa dernière partie, la loi traite des règles applicables en cas de litige ainsi que les différentes hypothèses de résiliation des contrats de « construction-exploitation-transfert ». Afin de minimiser les risques encourus par le partenaire public, la loi consacre la responsabilité personnelle de l'opérateur du projet dans l'exécution du contrat même si ce dernier confie la réalisation de certaines de ses obligations à des tiers placés sous sa responsabilité. Par conséquent, l'autorité concédante peut établir des relations directes avec les institutions ayant financé tout ou partie du projet. Les litiges entre les partenaires liés à la passation, à l'interprétation ou à l'exécution des contrats sont réglés, en priorité, à l'amiable. A défaut, la loi donne la faculté aux partenaires de recourir à un arbitrage, en application des dispositions de l'Acte Uniforme relatif au droit de l'arbitrage pris en application du Traité relatif à l'harmonisation du droit des affaires en Afrique. Si le traitement alternatif n'est pas adopté, les partenaires peuvent alors saisir, en première instance, le tribunal régional de Dakar.

En matière de résiliation, le législateur sénégalais a apporté des innovations très protectrices des intérêts du partenaire public. La résiliation du contrat de « construction-exploitation-transfert » peut être prononcée par l'autorité concédante elle-même pour faute grave de l'opérateur du projet. La résiliation du contrat peut être prononcée par l'autorité concédante pour un motif d'ordre général, même sans faute de l'opérateur privé, sous réserve du versement par le partenaire public d'une indemnité couvrant les charges et le manque à gagner de ce dernier. Il convient de noter que le juge n'a pas le pouvoir d'annuler une décision de résiliation prononcée par l'autorité concédante. Il peut seulement accorder une indemnité au partenaire privé. L'opérateur du projet peut, en cas de faute grave ou en cas de remise en cause de l'équilibre financier du contrat par l'action de l'autorité concédante, demander au juge de prononcer la résiliation du contrat et de lui octroyer des dommages et intérêts.

L'encadrement légal du partenariat public-privé permet de mettre en place une technique juridique moderne accompagnant les montages financiers complexes en matière de financement des investissements structurants. En encourageant le financement concerté des investissements, la loi consacre l'utilité de ce type de partenariat par la protection des opérateurs publics contre les risques des contrats léonins proposés par les grands groupes industriels et financiers internationaux et consacre l'utilité de ce type de partenariat.

Para 2 : Commentaires

Les principales raisons qui ont poussé l'Etat du Sénégal à privilégier le partenariat public-privé semblent être les suivantes : une efficacité économique et une transparence juridique accrues, une plus grande qualité dans la prestation de service surtout dans un environnement concurrentiel entre producteurs indépendants. La capacité de financer un projet sans avoir à contracter une dette ne ressort pas de façon expresse. Pourtant, elle est la raison évoquée dans ce genre de partenariat.

L'Etat établit les règles de base et peut façonner le partenariat entre les secteurs public et privé de manière à ce qu'il corresponde à ses propres objectifs de politique économique et budgétaire. Le coût du service peut augmenter du fait de la gestion privée des infrastructures. Même si le partenaire privé devra réaliser un profit, il devra le faire en offrant un service ou un produit de qualité à un prix semblable ou inférieur à celui proposé par le public. Il reste entendu que l'Etat conclura un accord de partenariat seulement si le prix du partenaire privé

est inférieur au prix de l'administration ou si le partenaire privé offre un niveau de service supérieur pour le même prix. En conséquence, l'Etat ne subventionne pas le coût de la prestation du service. Ainsi, le partenaire du secteur privé peut réaliser son profit seulement en augmentant la productivité ou en élargissant les services et non pas en augmentant les prix.

Qui doit payer les infrastructures et les services collectifs? le contribuable ou l'utilisateur? Selon la nature du service en question et le contexte économique ou politique général, différentes réponses ont pu être apportées à ces questions fondamentales. Une tarification des services reflétant les coûts, y compris l'amortissement des infrastructures, constitue en théorie la meilleure manière d'inciter les acteurs économiques à éviter les gaspillages de biens rares (comme l'eau et l'énergie) et permettre de différer ou d'éviter le surinvestissement. Certains biens ou services sont cependant indispensables à la vie en société et les pouvoirs publics peuvent estimer qu'ils doivent être fournis à tous à un prix abordable, voire rester gratuits, au moins pour les plus démunis (notion de service universel ou de service public). C'est pourquoi les solutions retenues doivent établir un compromis entre les objectifs d'efficacité et d'équité des formes, plus ou moins poussées, de péréquation tarifaire. Les graves difficultés budgétaires qui affectent les pouvoirs publics dans la plupart des pays amènent cependant, chaque fois que cela est possible techniquement et socialement, à faire payer plutôt l'utilisateur ou le client que le contribuable, quitte à adopter des dispositions spécifiques pour les plus démunis. Cela s'avère, en fait, plus efficace et plus équitable.

Le rôle de l'Etat est de favoriser la coopération entre les acteurs économiques et sociaux. Au lieu de faire par eux-mêmes, les administrations doivent « externaliser » de façon efficace et faire faire par des opérateurs autonomes à travers un partenariat public-privé de nature contractuelle. Mais en matières d'infrastructures et de services collectifs de base, l'Etat doit conserver des responsabilités plus ou moins étendues, surtout en cas de défaillance ou d'insuffisance de l'initiative privée. Ainsi, il revient à l'Etat de :

- déterminer les normes techniques, sociales et juridiques indispensables,
- planifier à long terme les infrastructures,
- fixer les modalités de financement et de tarification,
- éviter l'abus de position dominante d'opérateurs privés disposant d'un monopole.

Pour une correcte exécution de sa mission, l'Etat doit disposer d'une expertise suffisamment forte et expérimentée pour organiser les études préalables, la recherche et le choix d'un partenaire, la négociation du contrat et le contrôle de son exécution. Dans les Etats modernes, ces tâches sont dévolues à des agences administratives autonomes, chargées de réguler le partenariat d'amont en aval.

Section 2: Le cadre contractuel

Para 1: Caractéristiques du BOT GTI

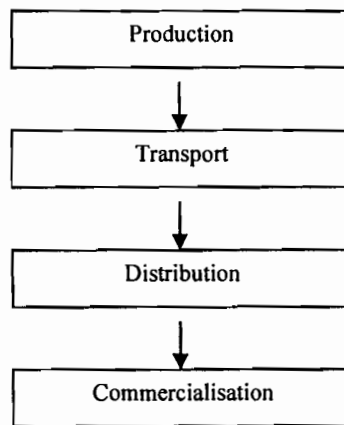


Figure 4 : Modèle de l'acheteur unique

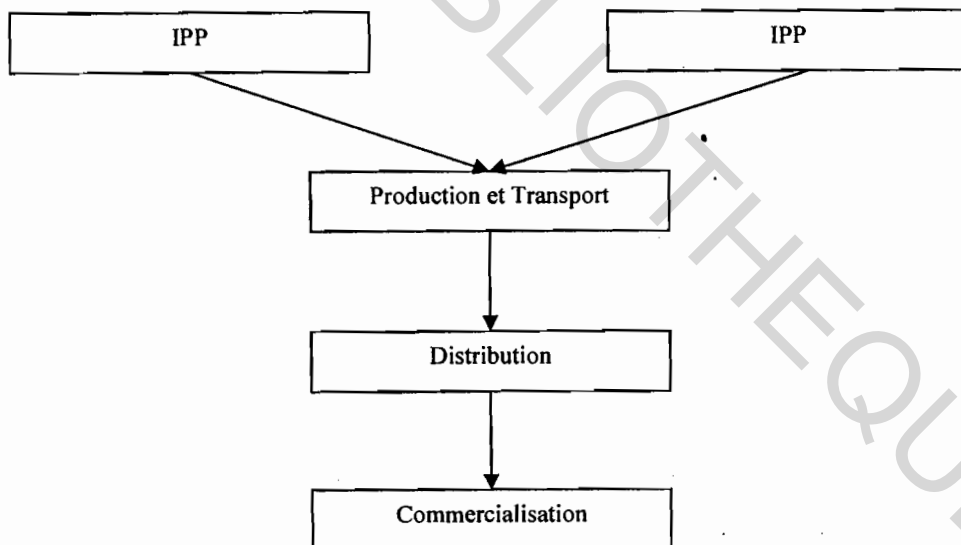


Figure 5 : Modèle SENELEC sans GTI

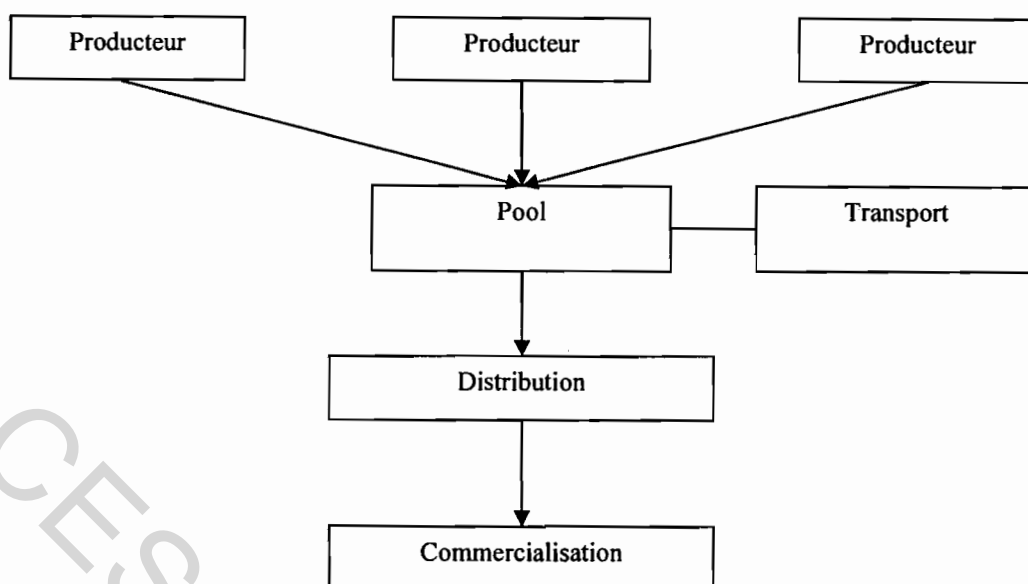


Figure 6 : Modèle marocain

La SENELEC est partie du modèle de structure industrielle à monopole à tous les niveaux : une seule entreprise assure l'ensemble des fonctions production-transport-distribution-commercialisation (cf. Modèle SENELEC sans GTI), vers le modèle de l'acheteur unique avec une concurrence au niveau de la production. C'est le modèle adopté par la SENELEC, avec GTI comme seul producteur indépendant (cf. Modèle de l'acheteur unique). L'objectif lointain est une industrie concurrentielle au niveau du marché de gros. C'est une concurrence à tous les niveaux, sauf au niveau de la vente de détail (cf. Modèle marocain).

Pour libéraliser le secteur au Sénégal, le modèle de l'acheteur unique s'impose : une seule société peut acheter l'électricité produite par les producteurs indépendants. La taille du marché de l'électricité semble trop réduite pour permettre un découpage horizontal de la distribution en la libéralisant.

Para 2: BOT et gestion des risques

Suite à un appel d'offres et à l'issue d'un processus de soumission, la SENELEC a choisi la société GTI pour agir en tant que promoteur d'un projet électrique de 50 mégawatts de capacité. Le projet est situé au Cap des Biches à Dakar. Le projet est conçu suivant le principe de la « construction, possession, exploitation, transfert » (BOOT) et est entré en vigueur à compter du 13 décembre 1996.

Le contrat d'achat d'énergie est un contrat « d'achat ferme » ou de « prise ferme » conclu entre GTI et SENELEC qui garantit un montant minimum, à titre de redevance de capacité, payable en vertu du contrat d'achat, c'est-à-dire exigible quand une certaine capacité est atteinte et tant que GTI démontre que l'ouvrage assure cette capacité, que la SENELEC utilise ou non effectivement l'électricité produite.

Notre analyse porte sur le contrat d'achat d'énergie (« *Power Purchase Agreement* »), pièce angulaire du BOOT. L'objet de ce contrat d'achat d'énergie est de définir d'une manière exhaustive et de regrouper dans un seul document toutes les conventions passées entre la SENELEC et GTI portant sur les dispositions suivantes relatives à :

- la mise en œuvre du projet,
- la vente exclusive et l'achat exclusif de l'énergie électrique et de la capacité fournie par la Centrale de GTI,
- la vente et le transfert de la Centrale par GTI, ainsi que l'achat et la prise de possession de la Centrale par la SENELEC au terme du contrat ou en cas de résiliation anticipée.

Le projet est scindé en deux phases : la phase de développement et la phase de construction et d'exploitation. D'une durée de six mois environ, la phase de développement correspond à la période qui a débuté à la date d'entrée en vigueur et s'est terminée à la date à laquelle les accords de financement de la construction du projet ont été signés et toutes les conditions de décaissement de fonds réunies. C'est pendant cette phase que les parties au contrat ont pu mener à bien toutes les activités de développement du projet qui doivent être terminées avant le début de la conception détaillée, de l'approvisionnement et de la construction de la Centrale. Il convient d'y inclure les études préliminaires, l'identification du site de la Centrale, l'obtention des permis liés au projet, le financement du projet, la conclusion des accords et les contrats nécessaires pour le projet.

La phase de construction et d'exploitation a correspondu à la période qui débuta à la fin de la phase de développement et se poursuivra pendant la durée du contrat. Cette phase est décomposée en une « période de construction » et une « période de d'exploitation ». La Centrale devait être construite en dix huit (18) mois. La période d'exploitation est de quinze (15) ans à l'issue de laquelle, GTI vendra et transférera la Centrale et les infrastructures connexes à la SENELEC.

Conformément au contrat, GTI est le promoteur, le propriétaire et l'opérateur unique et exclusif de la Centrale. Elle a le droit de concevoir, construire, exploiter, gérer, entretenir, superviser, assurer et contrôler la Centrale. Elle a le droit de mettre en œuvre toutes les autres opérations et activités liées qui peuvent être nécessaires ou appropriées : contrôle exclusif de la gestion et de toutes les activités, sous-traitance de tout ou partie de ses obligations. Il reste entendu que GTI sera responsable, à titre principal, de l'ensemble de ses obligations au titre du contrat. La société GTI a développé un programme de financement de la construction et de financement à long terme sans garantie extérieure couvert par une assurance risque politique appropriée.

L'inventaire des risques, puis leur répartition et leur gestion, sont des opérations qui ont été déterminantes dans la conclusion du contrat entre GTI et la SENELEC. C'est le cas du risque d'inflation et du risque de change.

A. Le risque d'inflation

Les paiements effectués par la SENELEC dans le cadre de l'achat ferme de l'énergie électrique ont pour objet de rémunérer GTI au titre des coûts fixes d'amortissement de la Centrale et de ses coûts fixes d'exploitation et d'entretien. La partie relative aux coûts fixes d'amortissement ne fait pas l'objet d'une indexation. Par contre, la partie correspondant aux coûts d'exploitation et d'entretien est soumise à une revalorisation en fonction d'indices spécifiques liés à l'inflation et prédéfinis par les parties. En outre, les paiements d'énergie qui ont pour objet de rémunérer GTI au titre de ses coûts variables d'exploitation et d'entretien et des coûts variables liés à l'achat de combustible font l'objet de clauses d'échelles mobiles. Les premiers sont soumis à une réévaluation en fonction d'indices spécifiques liés à l'inflation et les seconds sont sujets à ajustement périodiquement.

En sus des paiements susmentionnés, toute modification financière est prise en compte par GTI pour établir un complément de prix qui sera calculé de manière à replacer GTI et ses associés dans la même situation financière après impôts et taxes où elle se trouvait avant que n'intervienne la modification financière.

Ainsi, le montage comporte un mécanisme qui protège GTI contre le risque d'inflation. C'est une clause de révision des prix caractéristique des contrats d'achat ferme d'énergie électrique. (Clause de Hardship).

B. Le risque de change

L'électricité produite par la Centrale est vendue exclusivement à la SENELEC et donc payée en monnaie locale. Or une part importante du financement de GTI, qu'il s'agisse des emprunts ou du capital investi, est libellée en devise et principalement en Dollar américain. Par conséquent, les bailleurs de fonds et les investisseurs veulent être assurés de pouvoir récupérer les sommes engagées, augmentées des intérêts ou des dividendes, en devises et à un taux de change raisonnable. La couverture contre ce risque de change peut être en partie prise en charge par le partenaire public. Le gouvernement doit être en mesure de mettre en place un mécanisme permettant d'apporter les garanties suivantes aux partenaires privés :

- Ils pourront convertir les recettes en devises ;
- Les réserves en devises du Trésor public ou du système bancaire seront suffisantes le moment venu ;
- Le taux de change ne sera pas exagérément défavorable ;
- Les devises pourront être exportées.

Avant l'avènement de l'Euro, les parties avaient déterminé les montants relatifs aux modalités de calcul des paiements et de la pénalité de capacité en Dollars puis convertis en Francs Français, sur la base d'un taux de change d'un Dollar pour cinq Francs Français et six centimes (FF 5,06). A la date de conclusion financière du projet, un nouveau calcul des montants libellés en Francs Français a été fait sur la base du taux de base utilisé par la Citibank New York, lorsque celle-ci cède des Dollars pour acquérir des Francs Français sur des transactions importantes. Pour recalculer les montants libellés en Francs Français, la conversion se fera en Dollars au taux de change d'un Dollar pour cinq Francs Français et six centimes (FF 5,06), puis le montant en Dollars ainsi obtenu sera reconverti en Francs Français au taux de change de la Citibank New York.

Dans la phase de construction et d'exploitation, une condition préalable essentielle à remplir est relative à la convertibilité de la devise à recevoir en rapport avec le projet et le droit de GTI à virer des fonds en devises étrangères hors du Sénégal et toutes les autres

questions liées aux devises, aux changes et aux questions financières. Cette répartition des risques concerne le partage entre l'autorité publique et le groupement opérateur mais aussi, au sein du groupement, entre les différents acteurs : concepteur, entrepreneur, fournisseur, exploitant, investisseur, prêteur, assureur. Le secret de la réussite est de conclure un contrat équilibré respectant les règles suivantes :

- Règle 1 : Définir et séparer clairement les responsabilités des autorités publiques et des opérateurs. Toute confusion des rôles conduit à des difficultés d'exécution.
- Règle 2 : Rechercher l'équilibre du contrat à travers une négociation approfondie. Cela implique que l'expertise des deux partenaires soit suffisante et équilibrée.
- Règle 3 : Être en mesure de rééquilibrer le contrat en cas d'aléa majeur. Certains aléas majeurs dans un sens ou dans l'autre ne peuvent être prévus et couverts de manière raisonnable. Il faut donc prévoir, dans le contrat, la manière de le renégocier pour le rééquilibrer.
- Règle 4 : En cas de mise en compétition préalable, il ne faut jamais choisir l'opérateur en fonction d'un seul critère financier et prévoir toujours une négociation approfondie avec le ou les candidats presentis.

L'expérience française se caractérise par la souplesse des solutions possibles, leur capacité d'adaptation à des contextes et à des problèmes très variés. Elle a favorisé l'émergence de grandes entreprises présentes dans le monde entier dans les infrastructures et les services. Le secret de la réussite des contrats de gestion déléguée ou de concession repose sur une durée suffisante, un équilibre des droits et des devoirs, un partage des responsabilités, des risques et des bénéfices éventuels entre les autorités publiques et les opérateurs. Même en cas de mise en compétition préalable, seule la négociation approfondie permet de fonder cet équilibre qui implique un climat de confiance et un réel partenariat. Plus la responsabilité confiée à l'opérateur est importante et plus les missions sont intégrées, plus les autorités publiques doivent disposer d'une expertise forte pour négocier et contrôler le contrat. Si les conditions de réussite sont réunies, il est possible de mieux utiliser les budgets publics, de développer les infrastructures et les services et de bénéficier du transfert de compétences d'opérateurs techniques et financiers expérimentés. Pour autant, aucun miracle n'est possible en économie. Toute erreur d'appréciation ou toute exigence excessive serait généralement suivie de graves désillusions.

CONCLUSION

La dégradation du rendement²⁴ due à des pertes techniques et la recrudescence des vols d'électricité²⁵ sont des phénomènes qui prennent de plus en plus de l'ampleur dans les quartiers périurbains où l'électrification n'est pas suffisamment poussée et la qualité du réseau insuffisante. La limitation de ces pertes, estimées à 12% de l'énergie produite et à 8,4 Milliards de FCFA par an de dépenses en combustibles, permet d'éviter des charges de matières premières infructueuses et des investissements en moyens de production improductifs, liés uniquement à la fraude et aux déperditions d'énergie²⁶.

En 2002, la mise en œuvre du programme de réformes opéré entre 1998 et 2004 n'a pas permis d'atteindre totalement les objectifs visés, en particulier pour ce qui concerne le financement du développement de la SENELEC et l'instauration de plus de concurrence dans la production d'énergie électrique. Par conséquent, seul le parachèvement du programme de réformes du sous-secteur de l'électricité permettrait :

- l'amélioration de la situation financière de la SENELEC par le renforcement de ses fonds propres et l'augmentation de sa capacité d'endettement,
- d'accroître sa capacité de mobilisation des ressources financières nécessaires à ses investissements,
- de remplacer un parc de production et un réseau de distribution vétustes,
- de faire face à la croissance de la demande d'électricité de plus de 10% par an.

Seule la mise en œuvre d'une politique volontaire de privatisation et de libéralisation progressive du sous-secteur de l'électricité permettra de régler les contraintes majeures identifiées dans le sous-secteur de l'électricité au Sénégal²⁷.

²⁴ Le rendement est passé à 78,2% en 2002

²⁵ Les vols d'électricité sont évalués à 3% de l'énergie produite

²⁶ Cf. « Rapport Annuel de la CRSE – Septembre 2003 » - site Internet « <http://www.crse.sn/documentation.php> »

²⁷ Site Internet de la Commission de Régulation du Secteur de l'Electricité « <http://www.crse.sn/documentation.php> »

LISTE DES ILLUSTRATIONS

FIGURES

| | |
|--|----|
| Figure 1 : Cadre contractuel..... | 25 |
| Figure 2 : Phase d'exploitation | 27 |
| Figure 3 : Organigramme de la SENELEC..... | 34 |
| Figure 4 : Modèle de l'acheteur unique | 59 |
| Figure 5 : Modèle SENELEC sans GTI..... | 59 |
| Figure 6 : Modèle marocain..... | 60 |

TABLEAUX

| | |
|---|----|
| Tableau 1 : Investissements en Transport..... | 37 |
| Tableau 2 : Investissements en Distribution | 37 |
| Tableau 3 : Evolution de la capacité d'autofinancement (en millions de FCFA)..... | 39 |
| Tableau 4 : Capacité d'autofinancement par rapport à l'endettement | 39 |
| Tableau 5 : Tableau des Emplois et Ressources (en Milliards de FCFA) | 40 |
| Tableau 6 : Evolution de la dette à moyen et long terme (en milliards de FCFA)..... | 48 |
| Tableau 7 : Evolution des pertes et gains de change | 49 |
| Tableau 8 : Evolution de la capacité d'endettement de la SENELEC..... | 49 |
| Tableau 9 : Tableau de remboursement de l'emprunt obligataire | 53 |
| Tableau 10 : Schéma institutionnel..... | 54 |

BIBLIOGRAPHIE

I – OUVRAGES

- ANOUKAHA, François, CISSE Abdoullah et Alii, *OHADA, Sociétés commerciales et G.I.E.*, Ed. BRUYLLANT Bruxelles, 2002, 540 pages.
- BENICHOU, Ivan et CORCHA, David, *Le financement de projets – Project Finance*, Editions ESKA, 1996, 189 pages.
- CAUDAMINE, Guy et MONTEIL, Jean, *Banque et Marchés Financiers*, ECONOMICA, 1998, 719 pages.
- CHARBOURNE and PARKE LLP, *Project Financing Techniques*, Charbourne and Parke LLP, 1996.
- GUISLAIN, Pierre, *Les privatisations – Un défi stratégique, juridique et institutionnel*, Ed. De boeck, 1995, 342 pages.
- KEISER, Anne-Marie, *Gestion Financière*, Ed. EKSA, 1998, 638 pages.
- MASSIERA, Alain, *Finance d'entreprise et finance de marché en zone franc*, L'Harmattan, 2001, 431 pages.
- PATAT, Jean-Pierre, *Monnaie, système financier et politique monétaire*, 6^e Edition, ECONOMICA, 2002, 540 pages.
- ROUYER, Gérard et CHOINEL, Alain, *La Banque et l'entreprise : techniques actuelles de financement*, La Revue Banque Editeur, 1996, 413 pages.
- VERNIMMEN, Pierre, *Finance d'Entreprise*, 5^e Edition par Pascal QUIRY et Yann LE FUR, DALLOZ, 2002, 1131 pages.

II – MEMOIRES

- DIALLO, Idrissa Sadou, *Etude comparative des systèmes de financement B.O.T., B.T.O. et le crédit de l'I.D.A. : Cas de la SONES*, Mémoire, CESAG, Dakar, 2000, 79 pages.
- MVOGO, Bernard, *La relation banque-entreprise et marchés dans le financement du haut du bilan*, Mémoire M.B.F., CESAG, Dakar, 2002, 152 pages.
- ZOHOUN, Augustin Bossou G., *Etude comparative des formes classiques et nouvelles des investissements dans les secteurs eau et électricité : cas de la S.B.E.E.*, Mémoire, CESAG, Dakar, 2001, 100 pages.

III – ARTICLES

- MARTOR, Boris et THOUVENOT, Sébastien, « Financement privé des infrastructures publiques : un nouveau souffle pour les partenariats public/privé ? », *Revue BANQUE Magazine*, n° 658, mai 2004, pages 45 et s.
- TERRAY, Jacques, « Les aspects juridiques des opérations sur marchés organisés », *Revue BANQUE et DROIT*, n° 39, janvier-février 1995, pages 17 et s.
- ZINE, Sekfali, « Le droit des financements structurés », *Revue BANQUE Magazine*, n° 658, mai 2004, pages 26 et s.

IV – LEGISLATION

- Loi n° 98-29 du 14 avril 1998 relative au secteur de l'électricité, J.O.R.S. N° 5797 du 24 avril 1998 (Loi d'orientation relative au secteur de l'électricité).
- Loi n° 2002-01 du 10 janvier 2002 abrogeant et remplaçant l'article 19, alinéa 4 et 5 et le chapitre IV de la loi n° 98-29 du 14 avril 1998 relative au secteur de l'électricité, J.O.R.S. N° 6032 du 23 février 2002.
- Loi n° 2004-13 du 1^{er} mars 2004 relative aux contrats de construction-exploitation-transfert d'infrastructures, J.O.R.S. N° 6157 du 3 avril 2004.
- Loi n° 2004-14 du 1^{er} mars 2004 relative au Conseil des Infrastructures, J.O.R.S. N° 6157 du 3 avril 2004.
- Décret n° 98-336 du 21 avril 1998 relatif aux prises de participation entre sociétés du secteur, J.O.R.S. N° 5797 du 24 avril 1998.

TABLE DES MATIERES

| | |
|--|-----------|
| INTRODUCTION | 1 |
| PROBLEMATIQUE..... | 1 |
| DELIMITATION DE L'ETUDE | 3 |
| INTERÊT DE L'ETUDE..... | 3 |
| DEMARCHE ET PLAN DE L'ETUDE..... | 3 |
| 1^{ère} PARTIE : LA DIVERSITE DES SOURCES DE FINANCEMENT | 5 |
| Chapitre 1 : Les sources internes de financement | 7 |
| Section 1 : L'autofinancement | 7 |
| Para 1 : Mécanisme de formation..... | 7 |
| A. Calcul de la capacité d'autofinancement globale (C.A.F.G.)..... | 8 |
| B. Calcul de l'autofinancement (A.F.) | 8 |
| Para 2 : Intérêt théorique..... | 9 |
| A. Les avantages de l'autofinancement..... | 9 |
| B. Les inconvénients de l'autofinancement | 10 |
| Section 2 : L'augmentation de capital | 11 |
| Para 1 : Le mécanisme..... | 11 |
| Para 2 : Intérêt théorique..... | 12 |
| A. Avantages..... | 12 |
| B. Inconvénients..... | 12 |
| Chapitre 2 : Les sources externes de financement classique : l'emprunt..... | 13 |
| Section 1 : L'emprunt bancaire : source intermédiée | 13 |
| Para 1 : Etude du crédit | 14 |
| A. Typologie et caractéristiques des crédits d'investissement | 14 |
| B. Analyse de l'entreprise emprunteuse..... | 14 |
| Para 2 : Intérêt théorique..... | 16 |
| A. Avantages..... | 16 |
| B. Inconvénients..... | 16 |
| Section 2 : L'emprunt obligataire : source désintermédiée | 16 |
| Para 1 : Physionomie et caractéristiques des obligations | 17 |
| A. Physionomie..... | 17 |
| B. Caractéristiques | 19 |
| Para 2 : Intérêt théorique..... | 22 |
| Chapitre 3 : Le partenariat public-privé, source externe de financement moderne ... | 23 |
| Section 1 : Le mécanisme du partenariat public-privé..... | 25 |
| Para 1 : Le montage structurel | 26 |
| Para 2 : Le montage financier et juridique | 27 |

| | |
|--|-----------|
| Section 2 : L'utilité du partenariat public-privé dans le financement des investissements | 31 |
|--|-----------|

| | |
|---|-----------|
| 2^{ème} PARTIE : APPLICATION PRATIQUE : LES SOURCES DE FINANCEMENT DE LA SENELEC | 33 |
|---|-----------|

| | |
|---|-----------|
| Chapitre 1 : Cadre de l'étude : la SENELEC | 33 |
|---|-----------|

| | |
|---|-----------|
| Section 1 : Présentation de la SENELEC | 33 |
|---|-----------|

| | |
|--|-----------|
| Section 2 : Le programme d'investissement de la SENELEC | 36 |
|--|-----------|

| | |
|--|-----------|
| Chapitre 2 : Analyse comparative des sources de financement classique | 39 |
|--|-----------|

| | |
|---|-----------|
| Section 1 : Les limites des sources internes | 39 |
|---|-----------|

| | |
|--|-----------|
| Para 1 : La capacité d'autofinancement est une source subsidiaire | 39 |
|--|-----------|

| | |
|--|-----------|
| A. Analyse de la capacité d'autofinancement de la SENELEC | 39 |
|--|-----------|

| | |
|---|-----------|
| B. La capacité d'autofinancement a une portée pratique limitée : | 39 |
|---|-----------|

| | |
|---|-----------|
| Para 2 : L'augmentation de capital et la privatisation de la SENELEC | 40 |
|---|-----------|

| | |
|---|-----------|
| A. Une conditionnalité de la privatisation de la SENELEC | 41 |
|---|-----------|

| | |
|---|-----------|
| 1. L'Etat face à la problématique du financement du secteur électrique . | 43 |
|---|-----------|

| | |
|--|-----------|
| 2. Pour un plus grand rôle du secteur privé | 44 |
|--|-----------|

| | |
|---|-----------|
| B. Cas du partenariat stratégique avec Hydro Québec - Elyo ou les vicissitudes de la privatisation de la SENELEC | 45 |
|---|-----------|

| | |
|--|-----------|
| Section 2 : Les opportunités permanentes des sources externes classiques..... | 47 |
|--|-----------|

| | |
|---|-----------|
| Para 1 : L'emprunt bancaire est conditionné par les performances internes..... | 47 |
|---|-----------|

| | |
|---|-----------|
| A. L'endettement à terme de la SENELEC | 48 |
|---|-----------|

| | |
|---|-----------|
| B. La capacité d'endettement de la SENELEC | 49 |
|---|-----------|

| | |
|--|-----------|
| Para 2 : L'emprunt obligataire est une source de financement appropriée.. | 50 |
|--|-----------|

| | |
|--|-----------|
| A. Le contexte de l'emprunt obligataire de la SENELEC | 50 |
|--|-----------|

| | |
|--|-----------|
| B. Les caractéristiques de l'emprunt obligataire..... | 51 |
|--|-----------|

| | |
|--|-----------|
| Chapitre 3 : Le partenariat public-privé dans le financement de la production | 54 |
|--|-----------|

| | |
|---|-----------|
| Section 1 : L'encadrement législatif : une tentative de maîtrise des risques.... | 55 |
|---|-----------|

| | |
|--|-----------|
| Para 1 : Présentation de la loi | 55 |
|--|-----------|

| | |
|------------------------------------|-----------|
| Para 2 : Commentaires | 57 |
|------------------------------------|-----------|

| | |
|--|-----------|
| Section 2: Le cadre contractuel | 59 |
|--|-----------|

| | |
|---|-----------|
| Para 1: Caractéristiques du BOT GTI..... | 59 |
|---|-----------|

| | |
|--|-----------|
| Para 2: BOT et gestion des risques..... | 60 |
|--|-----------|

| | |
|------------------------|-----------|
| CONCLUSION..... | 65 |
|------------------------|-----------|

| | |
|---|----------|
| LISTE DES ILLUSTRATIONS : FIGURES ET TABLEAUX..... | I |
|---|----------|

| | |
|---------------------------|-----------|
| BIBLIOGRAPHIE..... | II |
|---------------------------|-----------|

| | |
|--------------------------------|-----------|
| TABLE DES MATIERES..... | IV |
|--------------------------------|-----------|