

République du Sénégal  
Ministère de l'Enseignement Supérieur  
Ecole Supérieure de Commerce de Dakar  
Groupe SUP DE CO  
Executive Center



7, Avenue Faidherbe – BP : 21354 Dakar - Sénégal

**MEMOIRE DE FIN D'ETUDES**  
**En vue de l'obtention du diplôme en**  
**Master II Banque – Finances**  
**Promotion 2010-2011**

**LE FINANCEMENT PAR APPEL PUBLIC A L'EPARGNE PAR  
LA BRVM : OPPORTUNITES, OBSTACLES D'ACCES ET  
PERSPECTIVES POUR LES ENTREPRISES SENEGALAISES**

**Présenté par :**  
**Fatou NDIAYE**

**Encadreur :**  
**Dr Aliou Diop**  
**Expert financier**

Novembre 2012



## REMERCIEMENTS

Merci à Allah le Tout Puissant

Je ne saurai assez dire merci à mon cher papa et à ma chère maman qui n'ont jamais failli à leurs devoirs, qu'Allah vous garde.

A mes frères et sœurs, je vous encourage aussi à suivre cette voie tracée par Pa et Ma.

Mon parrain et père Ibrahima Kosso BEYE.

Mon oncle Adama Hanne et de par là tous les membres de ma famille ainsi que toutes les personnes de mon entourage qui m'ont été d'un soutien sincère.

Mon ami Médoune Ndir DIAW qui a toujours été là à chaque fois que j'ai eu besoin de lui, merci pour ta disponibilité et ta patience.

Mes camarades de promotion avec qui une amitié sincère a été nouée au cours de ces années de formation.

A tout le corps professoral et administratif du groupe SUP DE CO.

Mon encadreur Dr Aliou DIOP, expert financier à l'Observatoire de la Qualité des Services Financiers (OQSF) au Ministère de l'Economie et des Finances et professeur au groupe SUP DE CO, vivement et sincèrement merci.

## DEDICACES

Je dédie ce travail à :

- Pa et Ma, vous qui avez tant œuvré pour notre réussite ;
- Pa Kosso, je n'oublierai jamais tous les efforts consentis à notre réussite personnelle et académique, je resterai toujours ta fille aînée ;
- Mon cher oncle, ou plutôt frère, Adama Hanne, qui n'a jamais tari de conseils à notre égard en plus de l'éducation que tu as su nous donner en accompagnant toujours Maman dans les bons comme dans les durs moments, à toi Tons.

Santati Borom Djanatou Serigne Touba Cheikh Saliou Mbacké  
Sunu yaakar fi ak fañu dieum...

## SIGLES ET ABREVIATIONS

ANB	Antenne Nationale de Bourse
ANSD	Agence Nationale de la Statistique et de la Démographie
APE	Appel Public à l'Epargne
BRVM	Bourse Régionale des Valeurs Mobilières
BCEAO	Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest
BOC	Bulletin Officiel de la Cote
CREPMF	Conseil Régional de l'Epargne Public et des Marchés Financiers
DC/BR	Dépositaire Central / Banque de Règlement
DLMT	Dettes à Long Moyen Terme
FCP	Fonds Commun de Placement
FCFA	Franc de la Communauté Financière Africaine
IPO	Initial Public Offering
MFR	Marché Financier Régional
OPA	Offre Public d'Achat
OPCVM	Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
PAD	Port Autonome de Dakar
PER	Price Earning Ratio
PME	Petites et Moyennes Entreprises
SFD	Systèmes Financiers Décentralisés
SGI	Société de Gestion et d'Intermédiation
SGP	Société de Gestion de Patrimoine
SICAV	Société d'Investissement A Capital Variable
SONATEL	Société Nationale des Télécommunications
TCN	Titres de Créances Négociables
TSDI	Titres Subordonnés à Durée Indéterminée
UEMOA	Union Economique et Monétaire Ouest Africaine
UMOA	Union Monétaire Ouest Africaine

## LISTE DES FIGURES ET TABLEAUX

### ➤ **Tableaux**

Tableau 1 : Evolution du nombre d'acteurs du MFR entre 2006 et 2010 (P 34)

Tableau 2 : Récapitulatif des avantages et limites des sources de financement (P 54)

Tableau 3 : Structure du capital de la Sonatel avant introduction en bourse (P 57)

Tableau 4 : Structure du capital de la Sonatel après introduction en bourse (P 57)

Tableau 5 : Performance financière de Sonatel avant introduction en bourse (P 59)

Tableau 6 : Performance financière de Sonatel après introduction en bourse (P 60)

Tableau 7 : Application des tarifs pour une émission obligataire (P 63)

Tableau 8 : Bilan fonctionnel de la Sonatel avant introduction en bourse (Annexes)

Tableau 9 : Bilan fonctionnel de la Sonatel après introduction en bourse (Annexes)

### ➤ **Figures**

Figure 1 : Marchés financiers (P 16)

Figure 2 : Différents modes de financement (P 22)

Figure 3 : Schéma synoptique des acteurs du MFR (P 31)

Figure 4 : Répartition des entreprises enquêtées selon le secteur d'activité (P 55)

## SOMMAIRE

### DEDICACES

### REMERCIEMENTS

### SIGLES ET ABREVIATIONS

### LISTE DES FIGURES ET TABLEAUX

<b>INTRODUCTION .....</b>	<b>1</b>
<b>PARTIE I : CADRE THEORIQUE ET CONCEPTUEL .....</b>	<b>3</b>
Section 1 : Problématique et pertinence du sujet .....	4
Section 2 : Revue critique de la littérature .....	7
Section 3 : Définition des concepts .....	13
Section 4 : Objectifs de la recherche .....	23
Section 5 : Hypothèses de la recherche .....	24
<b>PARTIE II : CADRE METHODOLOGIQUE .....</b>	<b>25</b>
Chapitre 1 : Cadre et délimitation de l'étude .....	26
Section 1 : Marché Financier Régional et ses différents acteurs.....	26
Section 2 : Présentation de la BRVM .....	34
Chapitre 2 : Méthodes d'investigation et difficultés de la recherche .....	45
Section 1 : Méthodes d'investigation .....	45
Section 2 : Difficultés et limites de la recherche .....	46
<b>PARTIE III : CADRE ANALYTIQUE .....</b>	<b>47</b>
Chapitre 1 : Analyse comparative des différentes sources de financement des entreprises sénégalaises : avantages et limites.....	48
Section 1 : Stratification des Pme .....	48
Section 2 : Formes et sources de financement des entreprises sénégalaises .....	49
Section 3 : Avantages et limites des sources de financement .....	51
Chapitre 2 : L'APE : source alternative de financement pour les entreprises sénégalaises .....	55
Section 1 : Profils de l'échantillon des entreprises enquêtées.....	55
Section 2 : Opportunités de l'APE .....	56
Section 3 : Contraintes liées l'APE .....	61
Chapitre 3 : Discussion et vérification des hypothèses de la recherche.....	64

---

Chapitre 4 : Recommandations et perspectives.....	65
Section 1 : Perspectives.....	65
Section 2 : Recommandations .....	67
<b>CONCLUSION.....</b>	<b>69</b>
<b>ANNEXES</b>	
<b>BIBLIOGRAPHIE</b>	
<b>TABLE DES MATIERES</b>	

## INTRODUCTION

L'économie des pays industrialisés a connu en octobre 1987 le plus important et spectaculaire krach boursier depuis le fameux « jeudi noir » d'octobre 1929. Ce krach et celui d'octobre 1989 survenu à Wall Street, s'ils n'ont pas entraîné, comme dans les années 1930 une récession économique, étaient cependant bien révélateurs du changement profond du mode de financement des économies industrialisées.

C'est ce qu'il est convenu d'appeler le passage d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers, avec la désintermédiation financière et le développement des marchés financiers.

Une économie d'endettement est une économie dans laquelle prédomine le financement par crédit bancaire. Les entreprises sont donc fortement endettées auprès des banques qui se refinancent à leur tour auprès de la banque centrale.

Par ailleurs, dans une économie d'endettement, le marché financier reste peu développé, dès lors une faible part des besoins des entreprises est financée par émission de titres financiers. Cependant, l'économie d'endettement ne répond plus aux attentes de nos entreprises pour ce qui est du financement de leurs activités vu l'insuffisance structurelle du niveau de l'épargne par rapport à l'investissement et par un double niveau d'endettement : les clients auprès des banques et celles-ci auprès de la banque centrale qui est le prêteur en dernier ressort (PDR).

A contrario, l'économie de marché se présente comme un système financier où les agents économiques se procurent leurs ressources de financement en émettant des titres sur des marchés. Ce système privilégie la finance directe. L'activité des marchés permet aux offreurs et demandeurs de capitaux de se confronter directement sans passer par un intermédiaire financier. Une économie de marchés financiers permet entre autres un développement des opérations d'appel public à l'épargne.

L'Appel Public à l'Épargne (APE) est un processus par lequel un émetteur notamment une collectivité publique ou privée vend directement ses titres au grand public. Une part très importante des placements des agents excédentaires se fait directement sur les marchés financiers notamment par souscriptions ou achats d'actions, d'obligations, de billets de

trésorerie, de certificats de dépôts, d'actions de sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) ou de parts de Fonds commun de placement (FCP).

L'Union monétaire ouest-africaine (UMOA) prévoit dans son traité constitutif du 14 novembre 1973, la mise en place d'un marché financier organisé. Dans cette perspective, en 1991, l'idée d'un marché financier unique et commun à l'ensemble des pays de l'Union est développée pour favoriser les échanges commerciaux et renforcer l'intégration régionale. La décision de création du Marché financier régional est prise en décembre 1993 et la mise en œuvre de cette opération est confiée à la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO). La Bourse régionale des valeurs mobilières constitue, avec le Conseil régional de l'épargne publique et des marchés financiers (CREPMF), l'une des deux structures de ce Marché financier régional.

Cependant, le faible développement du marché financier et du degré d'approfondissement financier fait que les banques jouent un très grand rôle dans le financement des entreprises et par conséquent détiennent le monopole du marché de crédit.

Dès lors, le développement d'un marché financier intégré et optimal s'impose dans la zone UEMOA en vue de mieux donner à nos entreprises une solution alternative de financement et de les aider à être plus performantes et compétitives.

# **PARTIE I : CADRE THEORIQUE ET CONCEPTUEL**

## Section 1 : Problématique et pertinence du sujet

### 1.1 Problématique

Le contexte actuel de nos économies est marqué entre autres par la recherche optimale de financements aux besoins des agents économiques. Ce problème est d'autant plus réel chez les entreprises à la quête d'une croissance interne et externe et donc qui sont à la recherche des moyens de financement de leurs nouveaux besoins d'investissements.

En outre, la croissance des besoins en capitaux appariée à la globalisation financière et à l'apparition de nouveaux produits financiers montrent que l'intermédiation classique ne constitue plus une réponse adéquate et immédiate aux demandes de financement de l'économie.

Pour répondre à de tels besoins, les entreprises, de manière générale se tournent de plus en plus vers le marché monétaire, à travers le marché interbancaire ou le marché des titres de créances négociables (TCN) et le marché financier (bourse).

Parmi les autres types de financement alternatifs pour les entreprises, nous pouvons citer l'appel public à l'épargne (APE). L'APE consiste pour une entreprise, à émettre des actions, des titres de créances négociables sur un marché réglementé grâce à la publicité, au démarchage ou par l'intermédiation financière.

A cet égard, l'APE constitue ainsi une ouverture du capital d'une entreprise aux investisseurs extérieurs qui peuvent être aussi bien des particuliers ou des ménages que d'entreprises. Il présente de nombreux avantages tels que : coût faible de la dette, capacité financière de mobilisation de fonds plus large, délais réduits de levée des fonds, etc.

Dans la zone UEMOA, il a été prévu dans le traité constitutif du 14 novembre 1973, la mise en place d'un marché financier organisé. C'est dans cette perspective qu'en 1991, l'idée d'un marché financier unique et commun a été développée, à l'effet de favoriser et de renforcer les échanges commerciaux ainsi que l'intégration régionale. La décision de création d'un marché financier régional est prise en décembre 1993 et la mise en œuvre de cette opération est confiée à la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (B.C.E.A.O.).

Le marché financier régional a une organisation mixte. Il comprend un pôle public constitué du Conseil Régional de l'Épargne Publique et du marché Financier (CREPMF) ; et un pôle privé qui est constitué d'une part, de structures centrales que sont la Bourse Régionale de Valeurs Mobilières (BRVM) et le Dépositaire Central/Banque de Règlement (DC/BR) et, d'autres parts, des intervenants commerciaux (les Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI), les Sociétés de Gestion de Patrimoine (SGP), les Banques, les Apporteurs d'Affaires (AA), les Sociétés de Gestion d'OPCVM).

La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (B.R.V.M.) constitue avec le Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (C.R.E.P.M.F.), les deux plus importantes structures de ce marché financier régional. Notre étude sera particulièrement portée sur la première de ces structures qui reste le principal générateur de toute l'activité économique des huit (8) Etats membres constituant l'UEMOA.

Le rôle de la BRVM étant de mobiliser l'épargne sous régionale afin de financer le développement des entreprises et des états, notre analyse portera sur le marché financier de l'UEMOA et l'importance de la BRVM dans le financement des entreprises.

Dans les pays de l'UEMOA et au Sénégal en particulier, le recours à l'APE est très peu utilisé par les entreprises eu égard aux conséquences liées à cette opération financière dont notamment : ouverture du capital au public, modification de la structure de l'actionnariat, distribution de dividendes en fin d'exercice, risque de volatilité du titre financier, etc.

Dans le cadre de notre travail de mémoire, nous mettrons l'accent sur l'émission publique d'actions des entreprises sénégalaises par APE. En effet, ce moyen de financement, encore peu connu de nos entreprises nécessite de s'interroger sur ses opportunités, ses obstacles d'accès ainsi que les perspectives qu'il offre à celles-ci. Une analyse empirique sera établie sur la base d'un échantillon d'entreprises sénégalaises ayant recours ou potentiellement éligibles à l'appel public d'épargne.

En vue de mener à bien ce travail de recherche, notre mémoire s'articulera principalement autour de trois (03) parties : un cadre méthodologique suivi du cadre théorique; la dernière partie servira de cadre d'analyse sur la base d'un échantillon d'entreprises interrogées.

## 1.2 Pertinence du sujet

Partant du fait que l'entreprise est une entité économique combinant les facteurs de production (capital, travail, matières premières) dans le but de produire des biens et services destinés à être vendus sur un marché solvable, le financement peut être défini comme un moyen lui permettant de disposer des ressources.

Les entreprises sont désireuses d'accéder à davantage de crédits dans des conditions les plus favorables. Elles déplorent les conditions de prêts qu'elles jugent inappropriées. Les ressources longues nécessaires pour satisfaire les besoins d'investissement des entreprises manquent considérablement dans le système financier.

En ce sens, le marché boursier qui a été mis en place dans le cadre de la création d'un marché financier régional s'était fixé trois objectifs : le relèvement du taux d'épargne grâce à la diversification des produits financiers, le renforcement de la structure financière des entreprises qui pourront mobiliser des capitaux à long terme ainsi que la réduction des coûts d'intermédiation financière à travers la mise en relation directe des offres et demandes de capitaux.

L'introduction en bourse facilite la réalisation d'augmentation de capital, ce qui permet à l'entreprise de pouvoir mieux financer son développement, d'accroître sa notoriété de l'entreprise.

Il convient toutefois de signaler que depuis l'institution de la bourse régionale la SONATEL (Société Nationale des Télécommunications) reste la seule entreprise sénégalaise à y être cotée. Les émissions obligataires les plus remarquables ont été celles du Port Autonome de Dakar (PAD), avec une première émission intervenue en 2004 d'un montant de 30 milliards FCFA et une deuxième opération d'un montant global de 10 milliards de FCFA, via un appel public à l'épargne en vue de l'obtention de financement de son programme d'investissement (extension du terminal à conteneurs et du 3<sup>e</sup> poste à quai, construction de la plateforme logistique de distribution entre autres).

Vu la présence très faible des entreprises sur le marché, le choix de notre sujet se justifie un ainsi par un besoin d'identifier et des opportunités qu'offre l'APE pour les entreprises

sénégalaises sur la base de l'analyse préalable des contraintes et obstacles liés à leur introduction en bourse.

## Section 2 : Revue critique de la littérature

### 2.1 Entreprises et financement

La *finance d'entreprise* est la branche de la finance qui traite des décisions financières des entreprises.

Selon Zvi BODIE et Robert MERTON (2007), les entreprises sont définies comme des entités ayant pour fonction première de produire des biens et services et peuvent avoir des tailles et des caractéristiques différentes. Pour produire des biens et services, les entreprises ont besoin de capital économique appelé aussi capital physique ou emplois (immeubles, machines, produits intermédiaires etc.) et de capital financier par l'acquisition de ressources ou financements (actions, obligations et autres dettes utilisées pour financer l'achat du capital d'exploitation).

La première décision qu'une entreprise doit prendre est de savoir dans quelle activité elle veut exercer : c'est la planification stratégique qui consiste à comparer des dépenses et des profits répartis dans le temps.

Selon ces auteurs, bien que le choix d'investissement constitue une étape fondamentale, encore faut-il trouver un financement. En choix d'investissement, l'unité était le projet d'investissement individuel, en matière de *structure de financement*, on raisonne pour l'entreprise en entier. Les décisions de financement se focalisent sur la recherche d'une structure de financement viable pour l'entreprise entière. Une fois que cette structure de financement a été trouvée, alors seulement on se préoccupe d'optimiser au mieux cette structure de financement.

Les auteurs montrent que les entreprises peuvent se financer pour des moyens différents : un financement par titres côtés sur des marchés financiers organisés à travers l'émission d'actions, d'emprunts obligataires et de titres convertibles en actions. Le financement peut également se faire par emprunt bancaires, par apports en compte courant ou tout simplement par crédit-bail.

D'après Mondher BELLALAH (2003) dans son ouvrage « *Finance Moderne d'Entreprise* » les décisions de politique financière concernent l'investissement et le financement de l'entreprise. La décision d'investissement porte sur l'allocation des ressources vers un ou plusieurs projets. Cette décision s'intéresse également à l'échange d'une valeur monétaire actuelle contre des flux de fonds futurs à générer dans le temps. La décision de financement est consacrée au choix de la structure du capital.

L'auteur considère que le choix de la structure financière s'effectue en deux étapes. Dans un premier temps, le dirigeant d'entreprise détermine la source de financement : ressources propres ou endettement financier. Dans un deuxième temps, il opte pour une combinaison optimale entre les différentes ressources en fonction de leurs coûts d'opportunités respectifs. Cette décision doit être justifiée également par référence à un diagnostic financier qui porte sur la rentabilité et la solvabilité de l'entreprise. Ce diagnostic constitue un préalable indispensable aux décisions relatives à la politique financière de l'entreprise. Il permet de déterminer la cohérence entre les différentes stratégies envisagées.

Aswath DAMODARAN (2007) utilise le terme entreprise pour désigner n'importe quelle affaire, petite ou grande, contrôlée par des personnes privées ou par des organismes publics et impliquée dans de nombreux types d'opérations : production industrielle, commerce de détail, entreprise de service.

Il rejoint les deux premiers en ce qui concerne le mode de financement des actifs de l'entreprise qui peut obtenir des fonds de deux façons. D'abord elle peut emprunter de l'argent à des banques ou à d'autres prêteurs, il appelle « dette » ce type de financement, ou elle peut solliciter les moyens financiers de leur propriétaire ou de leurs actionnaires, ces appels de fonds sont appelés « capitaux propres ».

L'auteur considère qu'il n'y a qu'un seul objectif en entreprise : maximiser la valeur de la firme. Et pour atteindre cet objectif, trois principes financiers doivent être respectés.

Le premier, le principe d'investissement, précise que l'entreprise ne peut investir en actifs que si ceux-ci lui rapportent un taux d'intérêt minimal, sachant que le taux d'intérêt minimal reflète le risque de l'investissement et le dosage de dettes et de capitaux propres. Le second, le principe de financement, pose que la firme peut utiliser une combinaison de dettes et de capitaux propres pour maximiser sa valeur. Le troisième, le principe de répartition des

dividendes, indique que si les entreprises n'ont pas d'investissements rentables à réaliser à un taux minimal, les flux financiers reviennent aux actionnaires sous forme de dividendes.

## **2.2 Evaluation et maximisation des titres d'une société**

Selon Aswath DAMODARAN (2007), l'objectif de la finance d'entreprise est de maximiser la valeur de la firme. Toutefois, il faut examiner pourquoi et comment la firme, en cas d'appel à l'épargne, est structurée. Ainsi l'objectif au sens large est bien de maximiser la valeur de l'action et donc de maximiser la richesse de l'actionnaire.

Dans les entreprises non cotées, cette richesse est estimée à partir du prix des actions que sont prêts à payer les futurs actionnaires. Dans une entreprise qui fait appel public à l'épargne, le prix de l'action est directement observable et constitue une mesure objective de la richesse de l'actionnaire. Cependant, l'objectif de maximisation de la richesse de l'actionnaire peut être élargi à l'objectif de maximisation du cours de l'action. Ceci est un objectif plus large car on peut affirmer que le cours de l'action est une bonne mesure, sinon parfaite, de la richesse de l'actionnaire. Bien que le marché donne une mesure de la richesse de l'actionnaire à l'aide du cours de l'action, il est possible qu'il se trompe dans ses évaluations.

L'analyse de Pascal QUIRY et Yann LE FUR (2012) est similaire à celle de Aswath D. (2007) par rapport à la politique financière de l'entreprise qui consiste d'abord à mettre en œuvre des décisions visant à maximiser la création de valeur pour les pourvoyeurs de fonds et, tout particulièrement, pour les actionnaires.

Selon ces auteurs, la pratique de l'évaluation de la valeur a généralement pour but d'aboutir à une valorisation des actions et/ou à une valeur des capitaux propres de l'entreprise.

Les capitaux propres peuvent être évalués de façon indirecte, c'est-à-dire en évaluant d'abord la valeur de l'actif économique puis en retranchant la valeur de l'endettement net de l'entreprise. Ils peuvent l'être aussi de façon directe, sans passer par l'intermédiaire de la valeur de l'actif économique.

Pour apprécier le cours boursier d'une action, les investisseurs doivent faire des comparaisons avec des investissements qu'ils jugent comparables. Ils peuvent ainsi arbitrer entre les différents titres en fonction de leur appréciation des qualités des sociétés et de leur niveau de valorisation. Ainsi, ils calculeront des multiples en rapportant la valeur à un solde financier

Il existe fondamentalement deux (2) types d'indicateurs :

- Les multiples permettant d'apprécier la valeur des capitaux propres (la capitalisation boursière). Il s'agira principalement du multiple de résultat net appelé Price Earning Ratio (PER) ;
- Les multiples de soldes ne prenant pas en compte la structure financière de la société, qui permettent alors de mesurer le niveau de valorisation de l'actif économique dans son ensemble. Les principaux sont les multiples du résultat d'exploitation ou de l'EBE. Puisque l'actif économique est financé par les capitaux propres et l'endettement net, la valeur de marché de l'actif économique de l'entreprise (aussi appelé valeur d'entreprise) va se répartir entre la valeur de marché de l'endettement net et la valeur de marché des capitaux propres. La formule suivante permet de passer de la valeur de l'actif économique (valeur d'entreprise) à la valeur des capitaux propres :

Valeur d'entreprise = Valeur de l'endettement net + Valeur des capitaux propres

Ou encore :

Valeur des capitaux propres = Valeur d'entreprise - Valeur de l'endettement net

Ainsi, on a le ratio appelé *Multiple du résultat d'exploitation* (qui permet de mesurer le niveau de valorisation de l'actif économique c'est-à-dire la valeur d'entreprise) :

Multiple de résultat d'exploitation = Valeur de l'actif économique / Résultat d'exploitation

Toutefois, si le multiple du résultat d'exploitation est très en cours auprès des investisseurs et des analystes, le PER, ratio plus simple à calculer, est utilisé depuis des dizaines d'années pour apprécier la valeur d'une action. Le PER (Price Earning Ratio) donne une estimation de la valeur de l'action.

$$\text{PER} = \frac{\text{Valeur ou cours de l'action}}{\text{Bénéfice net par action}}$$

Mais aussi en raisonnant globalement on a :

$$\text{PER} = \frac{\text{Valeur des capitaux propres ou capitalisation boursière}}{\text{Bénéfice net part du groupe}}$$

### 2.3 Investisseurs et marchés financiers

Jacqueline DELAHAYE et Florence DELAHAYE DUPRAT (2011) pensent que les marchés financiers sont à priori organisés pour assurer aux investisseurs une information financière de qualité. En fonction des informations disponibles et de ses anticipations que chaque intervenant sur le marché, il est attribué une valeur aux actifs détenus et arbitre en fonction du prix du marché ; chaque information nouvelle peut provoquer des comportements d'anticipations et agir sur la demande et l'offre d'un actif ; les prix des marchés révèlent donc l'information détenue par l'ensemble des acteurs.

Pour Aswath DAMODARAN (2007), les marchés financiers utilisent les informations qui sont disponibles pour faire des prévisions non biaisées des perspectives futures, qui reflèteront la vraie valeur. Sur de tels marchés, les investisseurs accepteront le prix du marché comme critère de succès ou d'échec. Dans l'univers de la théorie classique, l'information est rapidement connue et utilisée à bon escient par les marchés financiers. Dans certains cas les entreprises omettent ou retardent l'information lorsqu'elle contient de mauvaises nouvelles et dans certains cas les informations erronées ou frauduleuses sont reprises par les marchés. L'importance de ce problème varie d'un marché à l'autre et, à l'intérieur de chaque marché, d'une entreprise à l'autre.

Richard BREALEY, Stewart MYERS, Franklin ALLEN (2011), notent que tous les investisseurs espèrent des rentabilités les plus élevées et de ce fait la concurrence entre ces derniers aura tendance à produire un marché efficient. Dans un tel marché, les cours incorporeront rapidement toute information nouvelle et il sera très difficile d'obtenir des rentabilités supérieures. Les auteurs mettent en évidence les hypothèses d'efficience des marchés qui peuvent prendre trois formes.

Dans la *forme faible*, les cours reflètent toute l'information contenue dans les cours passés. Dans ce cas, il est impossible d'obtenir des rentabilités supérieures sur la foi des cours passés, autrement dit, les variations des cours sont aléatoires.

S'agissant de la *forme semi-forte*, les cours reflètent toute l'information publiée : il est impossible d'obtenir des rentabilités supérieures juste en lisant les journaux ou en consultant les comptes annuels.

Pour ce qui est de la *forme forte* de l'efficience, les cours boursiers intègrent effectivement toute l'information disponible. L'information privilégiée est donc difficile à obtenir car, en la recherchant, vous êtes en concurrence avec des milliers, voire des millions d'investisseurs,

intelligents et avides. Le concept de marché efficient est donc simple et généralement confirmé par les faits.

Et enfin, selon Pascal QUIRY et Yann LE FUR (2012), les marchés financiers ne sont efficients que si le prix des titres reflète à tout moment toute l'information pertinente et disponible. Un marché est d'autant plus efficient qu'il est liquide, que l'accès à l'information est libre pour tous, que le coût des transactions est faible et que les individus sont rationnels. C'est probablement sur ce dernier point que l'efficience est la plus contestable car l'être humain ne se résume pas à une série d'équations. D'où l'existence d'anomalies, de comportements mimétiques conduisant à l'apparition de bulles spéculatives que la finance comportementale tente d'analyser et d'expliquer.

Ainsi, un marché financier réunit trois types d'opérateurs :

- Le *hedger* qui refuse de prendre des risques et se couvre ;
- Le spéculateur qui prend un risque plus ou moins important ;
- Et l'arbitragiste qui, en exploitant les déséquilibres du marché, contribue à les faire disparaître et assure ainsi la liquidité et l'efficience du marché.

Ces trois rôles sont aussi indispensables pour offrir aux entreprises les produits de financement et de couverture dont elles ont besoin à des prix normaux.

#### **2.4 Evolution des marchés financiers en Afrique et en particulier dans l'UEMOA**

Frédéric MAURY (2012)<sup>1</sup> souligne que l'Afrique, dans son ensemble, reste toujours attrayante pour les investisseurs internationaux. L'évolution des marchés s'est surtout accentuée depuis l'année 2011 dans les opérations de fusion-acquisition et les activités de capital-investissement.

Sauf que le capital-investissement africain reste à la croisée des chemins. La plupart des gestionnaires restant très dépendants des grandes agences de développement, pour le financement de leurs fonds, tardent, du même coup, à attirer l'épargne privée mondiale.

Après avoir longtemps investi pour l'essentiel dans la finance et les télécoms, les capital-investisseurs sondent désormais de nouvelles contrées, en misant sur des secteurs tournés vers le consommateur africain, mais aussi sur des pays dont le potentiel paraît encore très important, comme l'Éthiopie.

---

<sup>1</sup> Paru dans la revue Jeune Afrique (Spécial Finance 2012)

Un classement de l'évolution des marchés par bourse met en tête celle de Casablanca loin devant suivi de la bourse de Johannesburg, les deux restent les plus représentatives du continent avec 72% des transactions, et viennent par ordre les bourses de Lagos, Dar es-Salaam et Accra.

Un classement par secteur voit les quatre secteurs, celui de la finance, de l'immobilier, de la consommation et de l'agro-business plus développés et occupant une part de 80% du marché. Les secteurs des mines, du pétrole et de l'industrie sont moins développés.

Concernant la zone UEMOA, le marché connaît depuis quelques années une crise profonde dont la preuve tangible est l'absence de toute nouvelle introduction depuis celle de Bank of Africa-Burkina Faso, fin 2010.

La liquidité sur le marché a fortement baissé alors que l'intérêt des investisseurs internationaux pour le continent ne cesse d'accroître.

En 2011, des investisseurs étrangers ont assuré presque le tiers des transactions en valeur, tout en sachant que l'essentiel de ces interventions ne cible qu'un seul titre : Sonatel, qui a elle seule représente plus de 40% de la capitalisation boursière du marché.

### **Section 3 : Définition des concepts**

#### **3.1 Marché des capitaux**

Tout d'abord, un marché est un lieu d'échanges formel ou virtuel où se rencontrent l'offre et la demande, ce marché concerne donc aussi bien les échanges de biens, de services que les échanges d'actifs financiers et immobiliers.

On entend par marché des capitaux ou marchés financiers le marché du financement direct de l'économie par la liquidité. Ils permettent aux agents économiques à excédent de capitaux de placer leurs liquidités et aux agents à déficit de capitaux d'emprunter sur ces marchés. Un agent économique est une personne physique ou morale ou un groupe de personnes constituant un centre de décision économique autonome.

Les marchés financiers permettent à ces différents agents de se rencontrer afin que les agents économiques ayant des besoins de financement puissent trouver des ressources financières disponibles et permettant ainsi la confrontation de l'offre et de la demande de capitaux. Il s'agit donc du lieu où s'échangent les instruments financiers. Ces derniers sont représentatifs :

- de propriétés d'entreprises : les actions ;
- de créances : les obligations ;
- de liquidités (marché monétaire) et de devises (marchés des changes) ;

- de produits conditionnels : les options ;
- de contrats à terme : les futures.

On distingue le marché des capitaux à court terme (marché monétaire) et celui des capitaux à long terme (marché financier).

### **3.1.1 Marché monétaire**

Le marché monétaire est le marché sur lequel s'échangent les offres et les demandes de capitaux à court terme. Il s'agit d'un marché mixte qui repose d'une part, sur un secteur réservé uniquement aux professionnels de la banque, ce compartiment est désigné sous le nom de marché interbancaire et, d'autre part, sur un secteur ouvert à l'ensemble des agents économiques, ce secteur est appelé marché des titres de créances négociables.

#### **3.1.1.1 Marché interbancaire**

Il est réservé aux établissements de crédit, au trésor public et aux banques centrales. Le marché interbancaire est le marché sur lequel les banques redistribuent elles-mêmes leurs excédents et leurs déficits de liquidités, il leur permet également d'ajuster leurs structures de trésorerie entre elles, tandis que la Banque Centrale y régule, dans le même temps, la liquidité bancaire.

C'est un marché sans localisation géographique précise puisque fonctionnant à partir de communications téléphoniques et d'informations sur terminaux entre les intervenants, eux-mêmes situés dans les salles des marchés des institutions financières.

Ce compartiment du marché monétaire est lui-même composé de trois compartiments qui sont :

- ✓ Le marché en blanc qui est un marché d'échange de liquidités sur lequel les transactions se font sans garanties (85% des volumes sont au jour le jour) ;
- ✓ Le marché de la pension qui recouvre les opérations de prêts et d'emprunts contre remise de garantie, il est plus coûteux et moins rapide ;
- ✓ Le marché des produits dérivés de taux qui est un marché d'arbitrage, de couverture et de spéculation contre les risques de taux.

#### **3.1.1.2 Marché des titres de créances négociables (TCN)**

Le marché des titres de créance est une composante du marché monétaire qui donne un accès facile aux opérateurs économiques sur les marchés financiers. Les titres de créances représentent des créances pour des durées déterminées et sont négociables, transmissibles et non cotés. Ce sont les billets de trésorerie (BT), les bons du trésor négociables (BTN), les certificats de dépôt négociables (CDN), les bons des sociétés financières (BSF), les bons à moyen terme négociables (BMTN) etc.

### **3.1.2 Marché financier**

Le marché financier est le marché sur lequel se rencontrent les demandes et les offres de capitaux à long terme. Il a comme rôle principal de financer le développement de l'économie (entreprises, état et collectivités), d'assurer la liquidité et la mobilité de l'épargne investie en valeurs mobilières, de fournir une évaluation régulière des titres cotés.

Il doit pour se faire faciliter les échanges, veiller à l'égalité entre tous les intervenants par sa transparence et son accessibilité, et enfin sécuriser les transactions et leurs dénouements pour les différents acteurs.

Le marché financier se décompose en marché primaire qui est le marché de l'émission et en marché secondaire qui correspond au marché de la revente ou de l'occasion (la bourse). Il englobe les marchés d'actions, d'obligations et les marchés dérivés (marchés à terme).

#### **3.1.2.1 Marché primaire**

Egalement appelé marché du neuf, ce marché assure l'émission de nouveaux titres c'est-à-dire dont la mise en circulation est initiale.

C'est sur ce marché que les entreprises effectuent certaines opérations financières telles que :

- leurs introductions en bourse ;
- leurs augmentations de capital ;
- leurs émissions d'emprunts obligataires.

Lorsqu'il s'agit d'actions, on a différentes appellations : émissions nouvelles,ancements, et IPOs (offre publique initiale, la première fois qu'une société émet son capital sur le marché boursier). Mais le principe est toujours le même : un nombre précis d'actions nouvelles est offert à des investisseurs pour la première fois à un certain prix (le prix d'émission) défini par l'émetteur et ses conseillers, et l'émetteur recevra les recettes de la vente.

Sur le marché des obligations, le marché primaire est le lieu où les dettes arrivent en premier. Ici aussi il existe des mécanismes particuliers pour vendre ces dettes.

Mais une fois qu'une action ou une obligation émise sur marché a été achetée par un investisseur, nous avons affaire à un marché secondaire.

### **3.1.2.2 Marché secondaire**

Le marché secondaire communément appelé la Bourse est celui de l'achat et de la vente d'actifs financiers déjà existants. Par opposition au marché primaire, il est parfois appelé « marché de l'occasion ».

Il comporte à la fois les opérations d'échange :

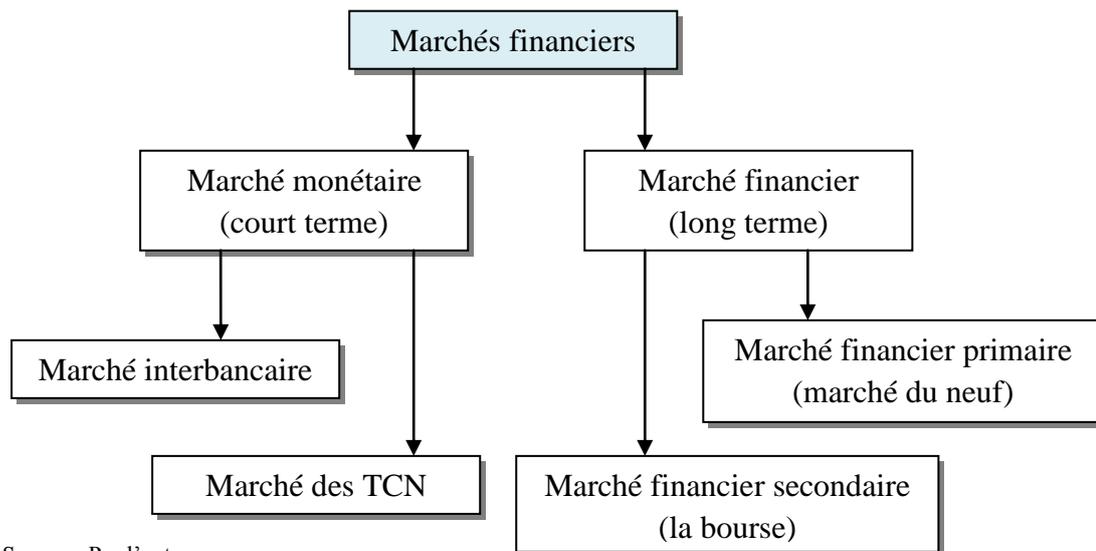
- de gré à gré ;
- sur les marchés organisés, autrement dit les bourses.

Le marché secondaire permet la liquidité du marché primaire.

Il comprend quatre compartiments :

- le premier marché où s'échangent les actions et les obligations émises par les grandes entreprises, privées ou publiques, les collectivités locales et l'Etat ;
- le second marché où s'échangent les titres émis par les petites ou moyennes entreprises ;
- le nouveau marché destiné aux entreprises à fort potentiel de croissance ;
- le marché libre auparavant marché hors-cote n'est pas un marché réglementé, les valeurs qui y sont négociées ne font pas l'objet d'une procédure d'admission et leurs émetteurs ne sont pas soumis à des obligations de diffusion et de transparence d'information.

**Figure 1 : Marchés financiers**



Source : Par l'auteur

### 3.2 Appel public à l'épargne

On parle d'appel public à l'épargne (APE) lorsqu'il y'a l'admission d'un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé ou bien émission ou cession de titres dans le public en ayant recours à de la publicité, à du démarchage, ou à des intermédiaires financiers. Une société est considérée comme faisant appel à l'épargne lorsqu'elle procède à une offre publique (en souscription, en vente ou d'échange) ou à une inscription à la cote d'une bourse de valeurs mobilières (ou autre marché réglementé) d'obligations ou de titres quelconques.

Du côté du consommateur ce mode de financement constitue, à l'évidence, une épargne. Sachant que l'épargne est la part des revenus qui n'est pas immédiatement consommée, elle est souvent placée en vue d'une rémunération future.

Dans la zone UEMOA, le Conseil Régional est chargé d'organiser et de contrôler l'appel public à l'épargne. Tout APE doit être autorisé par le CREMPF au moyen de l'octroi d'un visa, il peut en outre formuler un veto sur l'émission et le placement par appel public à l'épargne de nouveaux produits financiers susceptibles d'être négociés en bourse, ainsi que la création de marchés financiers nouveaux<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Articles 18, 19 et 20 de l'annexe à la Convention du 3 juillet 1996 portant création du Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers

### 3.3 Modes de financement

L'entreprise doit réaliser des investissements de nature variée correspondant à des objectifs multiples en vue d'assurer sa survie (par le renouvellement et l'adaptation de ses matériels) et son développement (par l'accroissement de ses installations).

Et pour son exploitation, elle doit d'abord engendrer des dépenses pour après percevoir des recettes, autrement dit il y a toujours un décalage entre les paiements ce qui entraîne des besoins financiers. On parle alors de financement de l'entreprise.

L'entreprise peut financer ses investissements par ses propres ressources (financement interne) ou par des ressources extérieures (financement externe).

#### 3.3.1 Financement par fonds propres

L'autofinancement est une partie intégrante du financement des investissements par fonds propres, du financement interne.

##### 3.3.1.1 Autofinancement

L'autofinancement est l'une des premières opportunités de financement, c'est le réinvestissement du résultat et des charges non décaissés dans la firme. Il constitue sa ressource interne essentielle destinée à financer en tout ou en partie les investissements, l'accroissement des besoins en fond de roulement et à accroître les liquidités. On le définit aussi comme la part non distribuée de la capacité d'autofinancement (CAF). C'est la plus facile des financements à mettre en œuvre puisqu'il n'y aura pas à obtenir l'accord de personnes extérieures à l'entreprise.

$$\text{Autofinancement} = \text{CAF} - \text{Dividendes}$$

La capacité d'autofinancement correspond à l'ensemble des ressources financières générées par les opérations de gestion de l'établissement et dont il pourrait disposer pour couvrir ses besoins financiers liés à sa pérennité.

$$\text{CAF} = \text{Produits encaissables} - \text{charges décaissables}$$

Le fait de mettre en réserve des bénéfices réalisés en vue d'autofinancer l'activité d'une entreprise accroît théoriquement les capitaux propres de l'entreprise, et par conséquent la valeur des actions qui représentent des parts de capital. L'imposition moins importante des plus-values (par rapport à celle des dividendes distribués) peut pousser aussi les actionnaires d'une entreprise à préférer la politique d'autofinancement à la distribution des dividendes.

Cependant, l'autofinancement peut devenir néfaste lorsqu'il est utilisé à outrance. Son coût explicite étant nul, il peut effectivement favoriser l'investissement dans des projets peu rentables et provoquer l'appauvrissement des actionnaires.

### 3.3.1.2 Augmentation de capital

Elle permet de financer le développement de l'entreprise (investissements nouveaux) ou en cas de perte, rétablir une situation financière saine (émission de titres, introduction en bourse), capital risque (organisme financier).

L'augmentation de capital est un levier intéressant pour la revitalisation des fonds propres d'une entreprise en permettant le renforcement de sa solidité financière face aux risques et aux besoins immédiats de l'exploitation. Elle peut se faire en nature, en numéraire ou par incorporation de réserves :

- **augmentation de capital réservée aux anciens actionnaires** : l'entreprise émet de nouvelles actions (augmentation de capital en numéraire) sous la forme d'une augmentation de capital réservée à ses actionnaires actuels. Cela présente l'avantage de ne pas faire appel à de nouveaux actionnaires et donc de ne pas modifier la répartition du capital entre les actionnaires. C'est le cas notamment des entreprises familiales qui veulent garder le contrôle de leur entreprise. Les anciens actionnaires souscrivent donc à l'augmentation de capital au prorata de la part qu'ils détiennent déjà dans le capital de l'entreprise ;
- **augmentation de capital avec appel à de nouveaux actionnaires** : l'entreprise émet de nouvelles actions (augmentation de capital en numéraire) qui seront acquises par de nouveaux partenaires. Cette stratégie a comme conséquence l'entrée au capital de l'entreprise de nouveaux actionnaires, ce qui peut entraîner un changement de majorité dans le capital de l'entreprise. Cette technique est notamment mise en œuvre lorsqu'une entreprise s'introduit sur le marché boursier pour financer son développement.
- **augmentation de capital par apport en nature** : il arrive qu'une entreprise augmente son capital non pas pour disposer de nouvelles ressources financières, mais en contrepartie de l'apport par un partenaire extérieur de biens réels, que ce soit des immobilisations corporelles ou incorporelles. Dans ce cas, l'augmentation de capital n'est que la contrepartie d'un apport en nature. Cette méthode présente l'avantage de ne pas faire appel à de nouveaux actionnaires pour obtenir les fonds nécessaires au rachat

d'une autre entreprise et permet aussi d'éviter de financer ces besoins par un recours à l'endettement.

- **augmentation de capital par conversion de créances** : cette technique, moins utilisée que les précédentes, permet à l'entreprise de modifier son équilibre financier en transformant une dette en part de capital. Mais cette technique est forcément limitée en capacité puisque l'augmentation de capital ne peut alors excéder le montant de la dette initial.
- **incorporation de réserves** : c'est une augmentation de capital réalisée par la simple remontée du poste "réserves" vers le poste "capital social". Ainsi, la valorisation de la société n'est pas modifiée mais permet une amélioration de l'image financière de l'entreprise vis-à-vis de ses partenaires.

### 3.3.2 Financement par ressources externes

L'entreprise, si elle ne souhaite pas augmenter son capital, peut chercher à obtenir des capitaux en s'adressant à des institutions financières. A ce titre, elle peut avoir recours aux emprunts indivis, aux emprunts obligataires ou au crédit bail (leasing).

#### 3.3.2.1 Emprunts indivis

L'emprunt indivis est le terme qui caractérise l'emprunt bancaire. Le caractère indivis est du au fait de l'indivisibilité de la dette, on a donc un emprunteur et face à lui un seul prêteur, l'établissement financier. La théorie de l'emprunt indivis s'applique au cas des emprunts bancaires à moyen ou long terme.

Trois notions primordiales sont à prendre en compte, l'amortissement, l'intérêt et l'annuité. L'amortissement est le seul remboursement du capital, l'intérêt est la rémunération que reçoit le prêteur de l'emprunteur alors que l'annuité est la somme décaissée de façon périodique par l'emprunteur pour rembourser le prêteur (amortissement du capital + intérêts sur la période). Il existe trois formules de remboursement de l'emprunt indivis : le remboursement in fine, l'amortissement constant et l'annuité constante.

#### 3.3.2.2 Emprunts obligataires

Dans ce cas, l'entreprise décide d'aller se procurer des ressources financières sur le marché financier en émettant un emprunt obligataire à long terme divisé en un certain nombre de parts qui vont être souscrites par un nombre important de prêteurs. Ceux-ci se portent acquéreurs

des titres négociables émis par l'entreprise dans le cadre de son émission d'emprunt. Ils deviennent par là même détenteurs d'obligations qui sont assorties d'un coupon représentant le taux d'intérêt de l'emprunt émis par l'entreprise. A l'échéance de l'emprunt, les prêteurs se voient rembourser le capital égal à la valeur de l'obligation acquise. 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. 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.

### **3.3.2.3 Crédit bail ou leasing**

Le crédit bail est un contrat de location où la société de crédit-bail reste propriétaire du matériel jusqu'à la fin du contrat pour une valeur résiduelle.

Contrairement à l'emprunt, le crédit bail ne demande pas d'apport personnel. C'est un procédé rapide et simple. A l'aspect du financement de l'investissement vient s'ajouter l'aspect du financement de l'exploitation.

### **3.3.3 Financement hybride**

D'autres types de financement apparaissent à la fois comme une augmentation de capital et comme une dette, ce sont les financements hybrides. Il s'agit des comptes courants d'associés et des titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI).

#### **3.3.3.1 Comptes courants d'associés**

Un compte courant d'associé est un compte de l'entreprise alimenté sous forme de prêts par un associé. Il apparaît au passif du bilan de l'entreprise. Il s'agit en effet d'une ressource mais aussi d'une dette à l'égard de l'associé créancier. Ce prêt va le plus souvent produire des intérêts.

Le compte courant peut correspondre à des fonds déposés volontairement par l'associé pour améliorer la trésorerie de l'entreprise ou à des sommes dues par l'entreprise auxquelles l'associé renonce provisoirement. Les modalités de remboursement d'un compte courant d'associés sont régulièrement spécifiées dans les statuts ou dans une convention passée entre la société et l'associé. Un compte courant d'associé est rarement remboursé lorsqu'une entreprise se trouve en dépôt de bilan.

Ces comptes sont parfois utilisés pour les sommes laissées à la disposition de l'entreprise pour une durée indéterminée et dans ce cas, ils sont assimilés à des capitaux propres puisqu'ils ont vocation à rester dans l'entreprise.

### 3.3.3.2 Titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI)

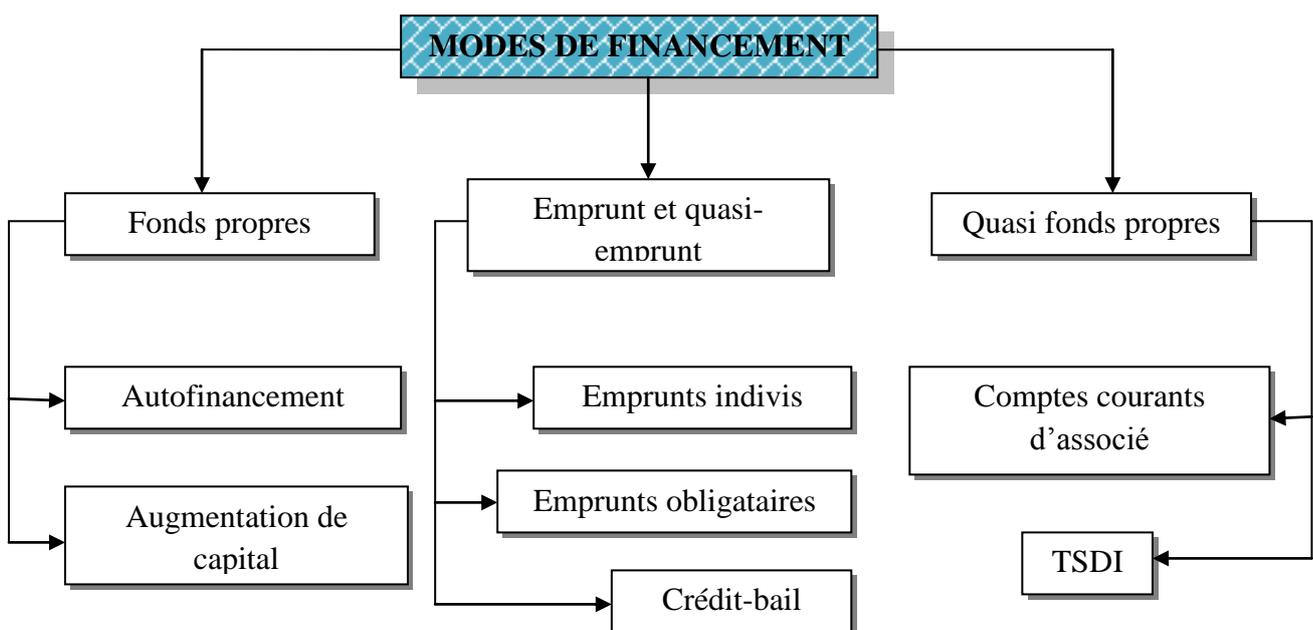
Les titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) sont des émissions subordonnées dont la durée est infinie, le remboursement se faisant au gré de l'émetteur.

Ce type de titre est similaire aux obligations perpétuelles (obligations à vie c'est à dire que l'émetteur n'est pas censé rembourser les créanciers mais la contrepartie est que la société émettrice verse un coupon plus élevé que les obligations classiques et durant toute la durée de vie de l'obligation perpétuelle).

En pratique, cependant, la société prévoit une clause de remboursement à certaines dates. Celles-ci sont appelées les "*date de call*". Il s'agit d'une étape clé dans la vie du titre car, dans la majorité des cas, cette date de call correspond à un changement de taux : passage d'un taux fixe à un taux variable.

Du fait du remboursement au gré de l'émetteur, ces titres sont donc considérés comme des quasi-capitaux propres.

Figure 2 : Différents modes de financement



Source : Par l'auteur

### 3.4 Titres financiers

Un titre financier se caractérise par une série de flux futurs de trésorerie qui sont plus ou moins risqués. On distingue les titres représentatifs de capitaux propres (les actions), les titres représentatifs de l'endettement (obligations, billets de trésorerie, certificats de dépôt, bons du Trésor etc.) et les titres optionnels ou conditionnels (options).<sup>3</sup>

L'ajustement entre l'offre et le demande de titres financiers sera égal à la valeur du titre, et sa détention nous confère un certain nombre de droits sera la catégorie. Ils sont négociables, interchangeables et fongibles.

## Section 4 : Objectifs et hypothèses de la recherche

### 4.1 Objectif général

L'objectif principal de cette étude est d'analyser les opportunités, les obstacles et les perspectives liés au financement des entreprises sénégalaises par Appel Public d'Epargne (APE).

### 4.2 Objectifs spécifiques

- Etablir un diagnostic exhaustif des différents outils de financement d'un échantillon d'entreprises sénégalaises en faisant ressortir notamment leurs avantages et limites ;
- Montrer que l'Appel Public d'Epargne (APE) constitue un instrument de financement alternatif pouvant résorber les besoins d'investissements des entreprises ;
- Déterminer les principaux leviers permettant aux entreprises de mobiliser efficacement des fonds nécessaires au financement de leurs besoins d'investissement à long terme.

## Section 5 : Hypothèses de recherche

L'hypothèse est une supposition à partir de laquelle on construit un raisonnement. Elle doit être confirmée ou infirmée au cours du travail de recherche. On en retiendra principalement trois (3) :

- **Hypothèse 1:** Les sources traditionnelles de financement ne répondent pas aux besoins d'investissement des entreprises sénégalaises ;
- **Hypothèse 2:** L'Appel public d'épargne (APE) constitue un outil de financement efficace et privilégié pour les besoins d'investissement des entreprises sénégalaises ;

<sup>3</sup> Pascal QUIRY, Yann LE FUR (Vernimmen 2012)

---

**Hypothèse 3** : Les entreprises sénégalaises sont confrontées à plusieurs obstacles qui limitent leur accès à l'Appel Public d'Epargne.

## **PARTIE II : CADRE METHODOLOGIQUE**

## **Chapitre 1 : Cadre et délimitation de l'étude**

### **Section 1 : Marché financier régional et ses différents acteurs**

Le marché financier régional (MFR) est un marché unique appartenant aux huit (08) pays de l'UEMOA<sup>4</sup>. L'organisation du marché tient donc compte de cette spécificité régionale, c'est-à-dire que toutes ses structures sont communes aux pays de l'UEMOA.

Les principaux objectifs de ce marché sont de :

- trouver des solutions aux problèmes de financement des économies des pays de l'UEMOA ;
- mettre en place un instrument de mobilisation de l'épargne ;
- susciter les privatisations des sociétés nationales ;
- développer un outil d'intégration régionale.

Pour rappel, le MFR a une organisation mixte qui comprend un pôle public constitué du Conseil Régional de l'Épargne Publique et du marché Financier (CREPMF) ; et un pôle privé qui est constitué d'une part, de structures centrales que sont la Bourse Régionale de Valeurs Mobilières (BRVM) et le Dépositaire Central/Banque de Règlement (DC/BR) et, d'autre part, des intervenants commerciaux.

Nous allons voir en détail les différents acteurs et leurs rôles respectifs.

#### **1.1 Pôle public du MFR : le CREPMF**

##### **1.1.1 Présentation du CREPMF**

Le CREPMF est un organe de l'UEMOA doté de la personnalité morale et constitué par une convention entre les États membres. C'est l'organe de régulation du MFR. Ces missions se résument en :

- l'organisation et la protection de l'appel public à l'épargne ;
- l'habilitation et le contrôle des structures de marché et des intervenants commerciaux ;
- la surveillance de la régularité des opérations de bourse ;
- la définition et la proposition d'orientation pour améliorer le fonctionnement du marché financier.

Les ressources assurant le financement des activités du Conseil Régional proviennent des commissions, redevances, frais ou toute autre recette qu'il perçoit au titre de ses activités, notamment lors de la délivrance de l'agrément des structures, des visas et des cartes

---

<sup>4</sup> Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo

professionnelles. Il peut également recevoir toute subvention, ou legs de toutes personnes morales ou physiques, des Etats, des Gouvernements et organismes étrangers, si toutefois ces ressources n'entament aucunement son autonomie et son indépendance.

### **1.1.2 Attributions du CREPMF**

#### **1.1.2.1 Appel public à l'épargne**

Par appel public à l'épargne, il faut entendre la vente de titres au public investisseur par un émetteur. Si l'émetteur est un Etat il émet des obligations. Si, par contre, l'émetteur est une société elle peut choisir soit d'émettre des actions ou des obligations. Suite à cette vente des titres qui a lieu sur le marché primaire, la société sera introduite en bourse, où ces titres seront cotés sur le marché secondaire.

Toute procédure d'appel public à l'épargne doit être autorisée par le Conseil Régional au moyen de l'octroi d'un visa.

Le Conseil Régional peut en outre formuler un veto sur l'émission et le placement par appel public à l'épargne de nouveaux produits financiers susceptibles d'être négociés en bourse, ainsi que sur la création de marchés financiers nouveaux.

#### **1.1.2.2 Pouvoirs d'habilitation**

Le Conseil Régional est seul compétent pour :

- habilitier les structures de gestion du marché, la Bourse Régionale et le Dépositaire Central/Banque de Règlement ;
- agréer les intervenants commerciaux, notamment les Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI), les Sociétés de Gestion de patrimoine (SGP), les Apporteurs d'Affaires (AA) ;
- délivrer des cartes professionnelles aux personnes physiques travaillant dans les structures agréées ;
- définir la liste des personnes assujetties à l'obtention de cartes professionnelles.

#### **1.1.2.3 Réglementation du fonctionnement du marché**

Le Conseil Régional réglemente le fonctionnement du marché, notamment par les dispositions suivantes:

- l'édition d'une réglementation spécifique au marché boursier régional, déterminant notamment les conditions d'accès au marché, en particulier les règles de publicité et d'information du public ;
- l'interprétation, par des instructions générales, de la portée de son Règlement Général ;
- l'instruction des plaintes de toute personne intéressée, relatives aux fautes, omissions ou manœuvres préjudiciables aux droits des épargnants et au fonctionnement régulier du marché ;
- la définition des règles pour l'application de mesures individuelles, de mesures disciplinaires devant sanctionner les comportements et actes qui entravent le bon fonctionnement du marché financier et qui sont contraires aux intérêts des épargnants ;
- la conciliation et l'arbitrage des différends pouvant survenir à l'occasion des relations professionnelles entre les intermédiaires financiers, ou entre ces derniers et les structures de gestion du marché

Le Conseil Régional dispose en outre d'un pouvoir de contrôle, d'un pouvoir de sanction, de voies de recours, et d'une organisation qui lui assure une certaine autonomie dans son fonctionnement.

## **1.2 Pôle privé du MFR**

### **1.2.1 Structures centrales du MFR : la BRVM et le DC/BR**

#### **1.2.1.1 Bourse Régionale de Valeurs Mobilières**

La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) est un établissement financier constituée sous la forme juridique d'une société anonyme. Son capital est de six cent quatre millions quatre vingt milles (604 080 000) francs FCA qui se répartit entre d'une part, les Etats de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine pour 13,50% et, d'autre part les Sociétés de Gestion et Intermédiation (SGI), les Chambres de Commerce et d'Industrie, les Institutions sous-régionales et d'autres personnes ou entreprises privées de l'UEMOA pour les 86.50%.

#### **a. Missions**

Ces principales missions se résument en :

- l'habilitation, à son niveau, des intervenants boursiers pour l'exercice de leur activité de négociateurs et de compensateurs ;

- la gestion du marché qui consiste pour la Bourse à assurer certaines opérations comme la centralisation des ordres d'achat ou de vente ;
- la gestion de la cote ;
- la diffusion des informations du marché ;
- la promotion et la vulgarisation de la culture financière au sein de l'UEMOA ;
- la gestion des transactions non dénouées.

## **b. Organisation**

La BRVM, première bourse régionale au monde, commune aux huit (8) pays membres de l'Union, est organisée en un site central basé à Abidjan en Cote d'Ivoire. La Bourse Régionale est représentée dans chaque Etat membre de l'Union par une Antenne Nationale de Bourse (ANB).

Ces ANB ont pour mission d'abord d'assurer sur le plan national les relations publiques de la Bourse Régionale et du Dépositaire Central/Banque de Règlement avec les tiers. Ensuite, de diffuser les informations du marché et d'assister les SGI et les autres intervenants du marché. Enfin, elles assurent la promotion locale du MFR.

### **1.2.1.2 Dépositaire Central/Banque de Règlement (DC/BR)**

Tout comme la BRVM, le Dépositaire Central/Banque de Règlement (DC/BR) est un établissement financier et une société anonyme (mais distincte de la BRVM) avec un capital d'un milliard quatre cent quatre vingt un million cinq cent cinquante deux mille cinq cent (1 481 552 500) francs CFA dont 13,50% appartiennent aux Etats de l'UEMOA et le reste est réparti entre les Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI), les Chambres de Commerce et d'Industrie, les Institutions sous-régionales et d'autres personnes ou Sociétés Privées de l'UEMOA .

#### **a. Missions**

Le DC/BR exerce les fonctions suivantes :

- l'habilitation des postulants à la fonction de teneur de compte ;
- le règlement des négociations et la gestion du service financier des titres ;
- la tenue des comptes courants de valeurs mobilières ouverts par les SGI dans ses livres ;
- la conservation et la circulation scripturale des valeurs mobilières ;
- le paiement en numéraire, en qualité de banque de règlement, des soldes des transactions boursières.

## **b. Moyens techniques d'intervention du DC/BR**

Il importe de dire que pour répondre aujourd'hui aux normes standards internationales en matière d'efficacité concernant la gestion de ses opérations, le DC/BR s'est mis à la pointe de la technologie avec la mise en service d'outils informatiques très performants et du logiciel « Depository 2000 Pro ». Les systèmes informatiques de la BRVM et du DC/BR, liés entre eux par une interface électronique permettent ainsi un transfert rapide et ultra sécurisé des données après les séances de bourse sans intervention manuelle.

### **1.2.2 Intervenants commerciaux du MFR**

Les intervenants commerciaux du MFR sont un ensemble d'acteurs privés ayant l'agrément du CREPMF pour mener certaines activités sur le marché. Ce sont les sociétés de gestion et d'intermédiation (SGI), les sociétés de Gestion de Patrimoine (SGP), les sociétés de gestion d'Organismes de Placement Collectifs en Valeurs Mobilières (OPCVM), les conservateurs, les Apporteurs d'Affaires (AA) et les Conseils en Investissement Boursier (CIB).

#### **1.2.2.1 Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI)**

Principaux animateurs du MFR, les SGI sont des établissements financiers spécialisés constitués sous la forme d'une société anonyme. Le capital d'une SGI est de cent cinquante (150) millions de CFA au minimum et est fixé par l'instruction 4/97 du CREPMF qui leur donne aussi l'agrément. Et elles doivent aussi, chacune, souscrire et détenir en permanence 4% au moins du capital de la BRVM et du DC/BR.

##### **a. Missions et attributions d'une SGI**

Les SGI sont d'abord des courtiers en valeurs mobilières.

Elles bénéficient aussi du monopole de la négociation des valeurs mobilières cotées à la BRVM, en outre elles bénéficient du monopole de la tenue de compte et de la conservation des titres pour leur compte et celle de la clientèle.

Enfin et à titre accessoire, elles exercent des activités de conseil en placement ou en investissement, d'ingénierie financière, etc.

Les S.G.I déterminent librement leurs commissions, sous réserve d'une homologation de leur tarif par le Conseil Régional.

Il existe actuellement trois types de SGI :

- les SGI de réseau qui sont créées par des Institutions Financières telles que les Banques ;

- les SGI de place qui émanent d'un ensemble d'opérateurs d'un même Etat membre de l'Union ;
- les SGI indépendantes qui ont pour origine l'esprit d'entreprise de groupes de sociétés et /ou de personnes physiques.

### **b. Obligations des SGI**

Le CREPMF impose aux SGI quatre (4) obligations essentiellement conditionnant l'octroi de son agrément :

- obligation envers l'administration fiscale : les SGI doivent respecter les textes en vigueur en matière fiscale et doivent donc déclarer l'ouverture et la clôture de compte, les revenus crédités au compte de ses clients et reverser le montant des divers prélèvements aux impôts ;
- obligation envers les autres administrations : les SGI doivent répondre à toute requête judiciaire concernant ses titulaires de compte ;
- obligation envers le CREPMF : les SGI doivent répondre à toute requête émanant du Conseil Régional ;
- obligations d'ordre déontologique : les SGI doivent organiser leur activité avec diligence, loyauté, neutralité, et impartialité ; et pour ce faire, elles doivent édicter un code déontologique qui intègre tous ces éléments là.

L'intérêt du client est prioritaire.

#### **1.2.2.2 Sociétés de Gestion de Patrimoine**

Les SGP sont des personnes morales habilitées à exercer une activité de gestion des titres sous mandat par le biais des SGI. Elles ne doivent pas détenir des titres ou des fonds de leurs clients. Les établissements bancaires et les SGI sont admis à exercer l'activité de gestion de titres sous mandat.

Les SGP sont habilitées par le Conseil Régional et leur capital social minimum est de quarante millions (40.000.000) de FCFA et elles doivent détenir tout au long de leur existence un fonds de roulement d'au moins quarante millions (40.000.000) de FCFA.

### **1.2.2.3 Sociétés de gestion d'Organismes de Placement Collectifs en Valeurs Mobilières (OPCVM)**

Ce sont des organismes financiers qui collectent l'épargne des agents économiques en émettant des actions ou des parts. L'épargne ainsi collectée est utilisée pour constituer un portefeuille de valeurs mobilières.

Ils canalisent ainsi cette épargne vers le financement des entreprises, participants par ce biais au développement des économies nationales.

Deux catégories d'OPCVM ont été agréées sur le Marché Financier Régional :

- les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV) et,
- les Fonds Communs de Placement (FCP).

### **1.2.2.4 Apporteurs d'affaires (AA)**

Les apporteurs d'affaires sont des personnes physiques ou morales habilitées à exercer la profession d'apporteurs d'affaires, profession consistant à mettre en relation les clients avec les SGI ou les SGP pour les opérations suivantes :

- l'ouverture des comptes titres ;
- les conseils en placement ou la gestion sous mandat.

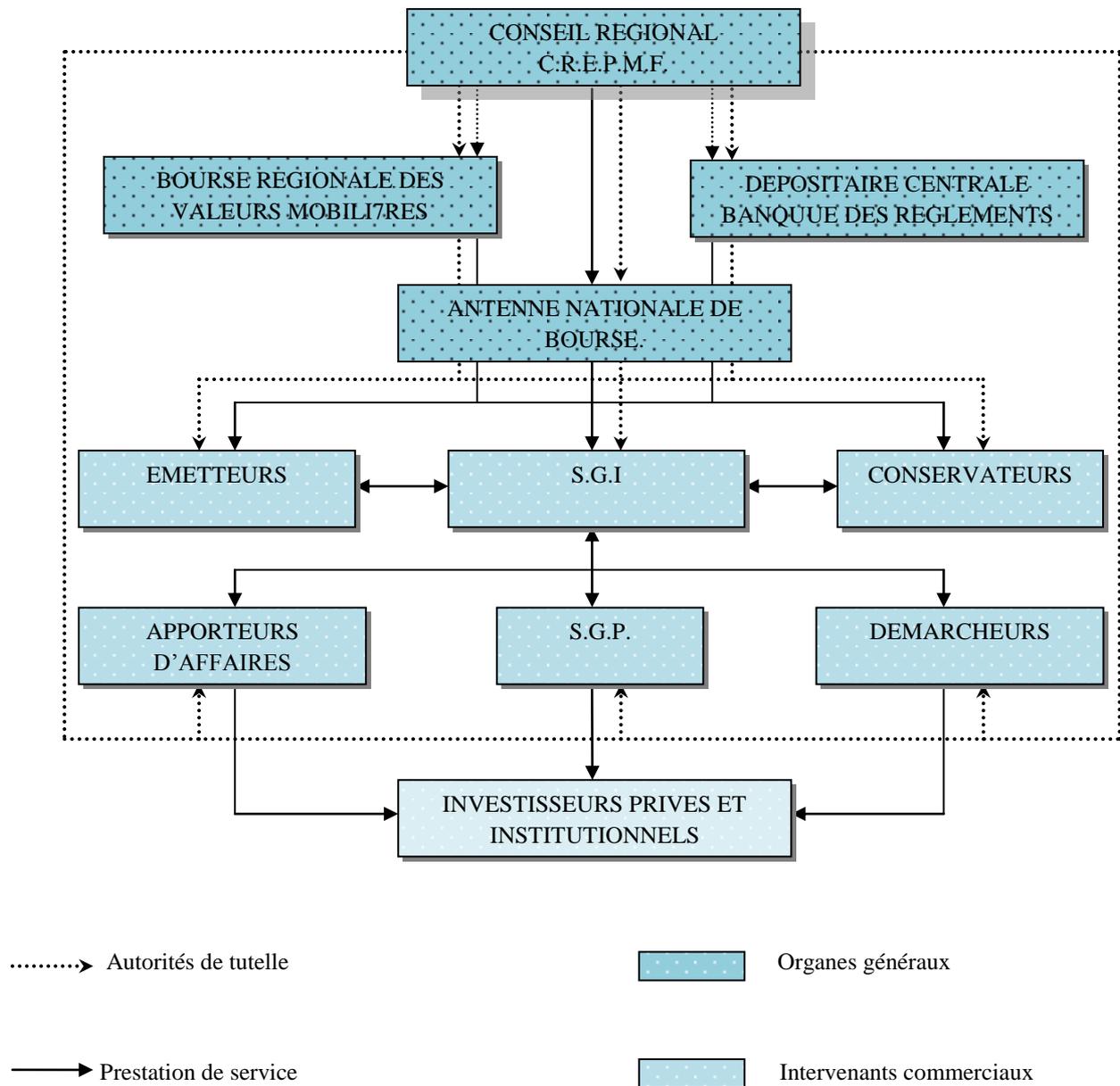
### **1.2.2.5 Conseils en investissements boursiers (CIB)**

Les CIB sont des personnes physiques justifiant d'une expérience suffisante dans le domaine boursier ou des personnes morales employant les services de mandataires justifiant de mêmes conditions d'expérience. Ils orientent seulement les clients, dans leur choix, sans se substituer à eux. Ils ne peuvent donc pas transmettre des ordres de bourse aux SGI pour le compte des clients qu'ils conseillent, ni recevoir de leurs clients des dépôts des fonds ou de titres.

### **1.2.2.6 Conservateurs**

Les banques de l'espace UEMOA ont la capacité légale d'exercer les activités de teneurs de compte et de compensateurs pour le compte de leurs clients. C'est dans le cadre de ces activités qu'elles restent soumises au contrôle du CREPMF.

Figure 3 : Schéma synoptique des acteurs du MFR



Source : Par l'auteur

**Tableau 1 : Evolution du nombre d'acteurs du MFR entre 2006 et 2010**

Types d'acteur		2006	2007	2008	2009	2010
Bourse Régionale des Valeurs Mobilières		1	1	1	1	1
Dépositaire Central / Banque de Règlement		1	1	1	1	1
Sociétés de Gestion et d'Intermédiation		20	20	21	21	22
Sociétés de Gestion de Patrimoine		1	2	1	2	1
Sociétés de Gestion d'OPCVM		4	6	8	8	8
OPCVM	SICAV	1	1	1	1	1
	FCP	9	10	15	16	18
Banques Teneurs de Comptes / Conservateurs		1	1	4	4	4
Apporteurs d'Affaires		6	3	4	4	6
Démarcheurs		1	0	0	0	0
<b>Total</b>		<b>45</b>	<b>45</b>	<b>56</b>	<b>58</b>	<b>62</b>

Source : Rapport CREMPF 2010

On remarque une légère évolution entre 2006 et 2010 au niveau des acteurs commerciaux du MFR. Toutefois les SGI restent plus représentatives.

## Section 2 : PRESENTATION DE LA BRVM

### 2.1 Organigramme

La BRVM est composé d'un président du Conseil d'Administration de la BRVM et du DC/DR et de 11 administrateurs. Notons aussi au passage que le bureau est structuré en une direction générale composée de :

- un directeur général,
- une secrétaire,
- un contrôleur interne,
- un responsable du développement du marché,
- et de différentes directions que sont : Opérations du marché, Technologies de l'information et Dépositaire central/Banque de règlements qui regroupent les services suivants de : l'Administration et du Patrimoine, de la Comptabilité et Finance et des Ressources humaines.

### 2.2 Instruments financiers négociés à la BRVM

Le Marché Financier est un marché de long terme. Par conséquent, les titres cotés à la BRVM sont les actions et les obligations et les droits qui leurs sont attachés.

### 2.2.1 Actions

Les actions sont des valeurs mobilières à revenu variable. Ce sont des titres négociables et elles sont émises à l'occasion de la constitution des sociétés ou d'un accroissement de capital. Elle est la contrepartie d'un apport de fonds propres aux entreprises. Elles constituent (des parts) du capital, et l'actionnaire, dans la mesure de son apport, a tous les droits du propriétaire de l'entreprise. Donc la détention de l'action confère au détenteur, l'actionnaire, un certain nombre de droits que sont :

- la participation à la gestion de l'entreprise c'est-à-dire la participation aux instances décisionnelles comme l'assemblée générale des actionnaires qui désigne le conseil d'administration, qui à son tour désigne le directeur général ;
- le partage de bénéfice éventuel ;
- le droit, en cas d'augmentation du capital, de souscription préférentielle ; ce droit est négociable ;
- le droit, en cas de dissolution, au partage de l'actif net.

Notons aussi que l'actionnaire n'a pas que des droits. Il assume les résultats négatifs de l'entreprise en cas de perte.

### 2.2.2 Obligations

Les obligations sont des valeurs mobilières à revenu fixe. Ce sont des titres constatant une dette d'une entreprise privée ou publique, de l'Etat ou des institutions financières. Elles donnent en principe droit à un revenu fixe et déterminé par le taux en vigueur au moment de l'emprunt. Elles sont négociables, représentatives d'une créance sur la société émettrice. La détention d'une obligation donne droit à son détenteur au paiement d'un intérêt dont le taux et le délai d'amortissement sont, en principe, fixes et indiqués au moment de l'émission.

### 2.2.3 Droits

Les droits apparaissent à l'occasion d'augmentation de capital, donc d'émission de nouvelles actions. En effet, lors de ces opérations, les anciens actionnaires subissent des effets de dilution, c'est-à-dire des réductions :

- de leur pouvoir (car le poids relatif de chaque action diminue) ;
- de la valeur de leur action (parce que les réserves précédemment constituées appartiennent aussi aux nouveaux actionnaires) ;

- de leur rémunération attendue, au moins à court terme (puisque les bénéficiaires seront, dorénavant accordés à un nombre plus élevé d'actions).

Pour palier ces inconvénients, les anciens actionnaires ont des droits pour l'acquisition de nouveaux titres proportionnellement au montant de leur détention. S'ils ne désirent pas participer à l'augmentation, ils reçoivent des dédommagements pécuniaires de la part des nouveaux arrivants. Ces droits sont des droits de souscription quand il s'agit d'augmentation de capital par apport en numéraire et des droits d'attributions lorsque l'augmentation est faite par des jeux d'écritures comptables.

### **2.3 Règles de fonctionnement du marché régional**

Il est important de savoir que les principes de fonctionnement retenus pour la mise en place du marché boursier, obéissent, à la fois, au souci de la conformité aux normes standards internationales et à celui de son adaptabilité au milieu socio-économique de l'Union. C'est sur la base de ces principes fondamentaux que les options citées ci-après ont été arrêtées.

#### **2.3.1 Admission**

L'admission s'effectue différemment en fonction du type de marché. Ainsi :

##### **❖ Sur le marché des actions**

Ce marché est composé d'un premier et d'un second compartiment. Pour être admise sur l'un ou l'autre des compartiments des actions, l'entreprise intéressée doit être constituée sous la forme d'une société anonyme (SA).

Est admissible au premier compartiment de la cote tout titre de capital remplissant les conditions suivantes :

- présenter une capitalisation boursière d'au moins 500 millions de francs CFA ;
- détenir une marge nette sur chiffre d'affaire de 3% pendant chacune des trois dernières années ;
- présenter 5 années de comptes certifiés ;
- diffuser dans le public au moins 20% de son capital dès la première admission en bourse ;
- s'engager à publier dans le Bulletin Officiel de la Cote (BOC), les estimations semestrielles de chiffre d'affaires et de tendance de résultats.

Est cependant admissible au second compartiment des actions, tout titre de capital remplissant les conditions suivantes :

- présenter une capitalisation boursière d'un minimum de 200 millions de francs CFA ;
- présenter deux années de comptes certifiés ;
- s'engager à diffuser dans le public au moins 20% de son capital dans un délai de deux ans à compter de l'admission en bourse, ou 15% en cas d'introduction par augmentation de capital ;
- s'engager à publier dans le Bulletin Officiel de la Cote, les estimations semestrielles de chiffre d'affaires et de prévision de résultats ;

#### ❖ **Sur le marché des obligations :**

Marché composé d'un unique compartiment dont les conditions d'admission sont les suivantes :

- le nombre minimal de titres émis doit être au moins de 25 000;
- la valeur nominale minimale de l'émission doit être d'au moins 500 millions de francs CFA.

Quant aux titres d'Etat, ceux-ci sont admis d'office.

### **2.3.2 Cotation**

La BRVM est un marché au comptant et dirigé par les ordres. Elle fonctionne avec un système de cotation quotidienne, depuis le 12 novembre 2001, c'est-à-dire cinq séances de cotation toutes les semaines, sauf les jours fériés en Côte d'Ivoire.

Pourtant, lors du démarrage de ses activités le 16 septembre 1998, il y avait trois (03) séances de cotation dans la semaine (Lundi, Mardi, Mercredi) avec un système de Cotation Electronique Centralisé (CEC). Les SGI devraient acheminer les ordres de bourse vers les ANB qui se trouvent dans leurs pays. Celles-ci se chargent à leur tour d'acheminer les ordres au site central de la BRVM où s'effectue la saisie.

Depuis le 24 Mars 1999, c'est la Cotation Electronique Décentralisé (CED) qui est pratiquée. Ici chaque SGI se rend à l'ANB de son pays pour effectuer les saisies et suivre l'évolution du marché dans toute la sous région. La méthode de détermination des cours des titres retenue est le fixing.

La cotation au fixing est un processus visant à déterminer le cours coté d'une valeur donnée. Elle se traduit par une confrontation de tous les ordres préalablement enregistrés, en vue de la détermination d'un cours unique pour chaque valeur.

La cotation se déroule en une seule séance par jour ouvré, de 08h 30 à 12h 30 avec un unique fixing à 10h 45 (GMT). Quand au dénouement des transactions il intervient trois (03) jours ouvrés après le jour de la cotation.

#### ❖ **Ordres admis à la BRVM**

La BRVM autorise deux (2) catégories d'ordres : l'ordre au mieux et l'ordre à cours limité.

L'ordre au mieux est aussi appelé ordre au prix du marché ; il est libellé sans aucune indication de prix ; en effet l'acheteur ne fixe aucun prix maximal et le vendeur aucun prix minimal à sa transaction.

En revanche, pour l'ordre à cours limité, un prix maximal est fixé à l'achat et un prix minimal est aussi fixé pour la vente.

La durée de validité des ordres à la BRVM peut être journalière, mensuelle (dernière séance de cotation, mois civil) ou à exécution, c'est-à-dire sans aucune limite de validité. La durée de présentation au marché étant limitée à trois (3) mois, sans aucun renseignement la validité de l'ordre est qualifiée de mensuelle.

#### **2.3.3 Compensation**

Le fonctionnement du principe de compensation se résume comme suit : un marché au comptant avec une solution finale obtenue par évolution des transactions sur 5 jours, permettant de ce fait aux opérateurs de connaître avec précision la date à laquelle ils devront faire face à leurs engagements. Cette résolution à j+5, retenue dès le début des activités de la BRVM, devra évoluer vers le respect des recommandations internationales qui suggèrent à cet effet un délai de j+ 3.

Les résolutions sont garanties, grâce à la création d'un fond de garantie constitué par les SGI, pour faire face à de susceptibles défaillances de contreparties dans le marché. Cette option fondamentale amoindrie le risque systémique c'est-à-dire qu'elle diminue le niveau de danger dans le traitement global des opérations en bourse.

Par ailleurs, les titres circulent spécialement sous la forme dématérialisée en étant conservés chez un dépositaire central unique.

Quant aux règlements ceux-ci sont effectués qu'au niveau des livres d'une banque de règlement unique.

### **2.3.4 Tarification**

L'adhésion au marché financier régional en tant qu'intermédiaire agréé, teneur de comptes titres et émetteur conduit à la perception de commissions. Le montant de celles-ci est fixé par les structures centrales du marché ; à savoir la BRVM et le DC/BR. Une partie, exactement 5%, est rétrocédée à l'autorité de tutelle pour participer à son financement, conformément au règlement général du CREPMF.

Les tarifs de la BRVM et du DC/BR sont publiés au bulletin officiel de la cote (BOC).

## **2.4 Commissions sur les valeurs inscrites à la cote ou valeurs cotées**

Il existe différentes commissions sur valeurs. Il est important de signaler que les commissions sur valeurs inscrites à la cote, sont payables à la BRVM et au DC/BR conformément aux conditions citées dans ce qui suivra.

On distingue à cet effet, des commissions liées à l'inscription à la cote des valeurs et à leur conservation par les intermédiaires et des commissions sur les transactions dénommées commissions de courtage pour la BRVM et commissions de règlement/livraison pour le DC/BR.

### **2.4.1 Commissions perçues par la BRVM**

Pour les commissions perçues par la BRVM, on distingue :

#### **2.4.1.1 Commission d'introduction**

Elle est payée par l'émetteur lors de son introduction en bourse et correspond à 0,05% de la capitalisation totale quand il s'agit d'actions et à 0,025% de cette même capitalisation quand il s'agit d'obligations.

#### **2.4.1.2 Commission d'émission additionnelle**

Elle est aussi payée par l'émetteur lors de l'émission de titres additionnels, elle représente en terme de capitalisation additionnelle 0,05% au titre des actions et 0,025% au titre des obligations.

#### **2.4.1.3 Commission de valorisation**

C'est une commission annuelle. Elle est collectée trimestriellement par la BRVM auprès des teneurs de comptes au titre du portefeuille de valeur qu'ils détiennent dans leurs livres à la date de facturation, pour le compte de leur clientèle. Elle est calculée sur la base du dernier cours du trimestre et représente 0,04% de la capitalisation conservée sauf droits.

#### **2.4.1.4 Commission de capitalisation**

Étant aussi d'ordre annuel, cette commission est perçue trimestriellement par la BRVM auprès des émetteurs dans le cadre des services rendus. Calculée sur la base du cours moyen du trimestre, elle correspond en terme de capitalisation totale, au titre d'actions à 0,05% et au titre d'obligations à 0,025%.

#### **2.4.1.5 Redevance de siège**

Cette charge est aussi annuelle et est collectée par la BRVM auprès des SGI en contrepartie de leur adhésion. Évaluée trimestriellement au prorata temporis à 500.000 francs CFA, seuls les conservateurs en sont dispensés parce qu'ils sont des teneurs de comptes uniquement affiliés au DC/BR.

#### **2.4.1.6 Commission de courtage**

Commission payée par les SGI à chaque séance de cotation auprès de la BRVM, elle représente 0,30% du montant de chaque transaction effectuée au cours de la séance de cotation.

### **2.4.2 Commissions perçues par le DC/BR**

En ce qui concerne les commissions perçues par le DC/BR on a :

#### **2.4.2.1 Commission d'affiliation**

Chaque année l'affilié qui peut être un conservateur, un émetteur ou une SGI doit verser une commission au DC/BR en contrepartie de son adhésion. Le montant de cette perception est calculé trimestriellement au prorata temporis et correspond à 2.000.000 francs CFA par an pour un conservateur ou une SGI, mais diffère par contre pour l'émetteur, en fonction du capital, entre 1.000.000 et 6.000.000 francs CFA.

### 2.4.2.2 la commission de règlement/livraison

Ce type de commission est payé à chaque séance de règlement/livraison au DC/BR par les conservateurs et les SGI. Elle correspond à 0,30% du montant de chaque transaction effectuée au cours de la séance de cotation et devant faire l'objet d'un règlement/livraison.

### 2.4.2.3 Commissions sur transactions

Elles sont classées en quatre catégories

#### a. Transactions ordinaires

**NB** : Dans les colonnes Valeurs on aura TVSD pour « Toutes Valeurs Sauf Droits ».

Comptes	Valeurs	Commissions de courtage sur la valeur des transactions	Commissions de règlement/livraison sur la valeur des transactions
Clients	TVSD	0,30 %	0,1 %
Non-clients	TVSD	0,30 %	0,1 %
OPCVM	TVSD	0,30 %	0,1 %
Contrat de liquidité	TVSD	0,30 %	0,1 %
Contrat de spécialiste	TVSD	Exempté de toutes commissions	Exempté de toutes commissions
Propres	TVSD	0,15 %	0,05 %
Compte conservateur	TVSD	0	0,1 %
Tous comptes	Droits	0,15 %	0,05 %

Source: BRVM

### b. Transactions achetées/vendues

Comptes	Valeurs	Commissions de courtage sur la valeur des transactions	Commissions de règlement/livraison sur la valeur des transactions
Clients	TVSD	0,30 %	0,1 %
Non-clients	TVSD	0,30 %	0,1 %
OPCVM	TVSD	0,30 %	0,1 %
Contrat de liquidité	TVSD	0,30 %	0,1 %
Contrat de spécialiste	TVSD	Exempté de toutes commissions	Exempté de toutes commissions
Propres	TVSD	0,15 %	0,05 %
Compte conservateur	TVSD	0	0,1 %
Tous comptes	Droits	0,15 %	0,05 %

Source: BRVM

### c. Transactions sur dossier

Montant de l'opération (F CFA)	Valeurs	Commissions de courtage	Commissions de règlement/livraison
Capitalisation <ou = 5 milliards	Toutes valeurs	0,1 %	0,1 %
5 milliards < capitalisation <ou = 15 milliards	Toutes valeurs	0,05 %	0,05 %
Capitalisation > 15 milliards	Toutes valeurs	0,025 %	0,025 %

Source: BRVM

### d. Transferts et nantissements

Le transfert ou le nantissement d'un titre ou d'un lot d'une même valeur est effectué sur demande d'un teneur de compte et se présente sous la forme d'un formulaire dûment signé par les deux parties concernées par l'opération.

Il s'ensuit à l'issue d'une telle opération des frais particulièrement dus par le teneur de compte, représentant le demandeur de l'opération et qui s'élèvent à 5.000 francs CFA par demande approuvée et exécutée.

Cependant les demandes de main levée de nantissement ou libération de titres sont quant à elles exemptées de frais.

## **2.5 Commissions sur valeurs non cotées**

Le DC/BR est responsable de la conservation des valeurs mobilières cotées et non cotées qui sont autorisées par le CREPMF.

S'agissant particulièrement des titres non cotés, les conditions de tarification sont réduites et concernent l'affiliation, la conservation ainsi que la garde. Quant aux transferts ceux-ci sont réglés par des montants forfaitaires.

On notera de plus que les commissions sur titres non cotés sont uniquement perçues par le DC/BR. Les produits concernés étant les actions, les obligations ainsi que les valeurs mobilières visées par le CREPMF.

On distingue les différentes commissions suivantes :

### **2.5.1 Commission d'affiliation**

C'est une commission versée chaque année par l'émetteur auprès du DC/BR en contrepartie de son adhésion. Elle est calculée au prorata temporis et correspond à 250.000 francs CFA par trimestre dû pour chaque valeur inscrite.

### **2.5.2 Commission de conservation :**

C'est aussi une commission annuelle et elle est collectée trimestriellement par le DC/BR auprès des émetteurs dans le cadre des services rendus. Calculée au prorata temporis, elle représente 0,01% du capital avec un plafond de 1million francs CFA par an quand il s'agit d'actions et 0,01% de l'emprunt en conservation avec un plafond de 1million francs CFA par an lorsqu'il s'agit d'obligations.

### **2.5.3 Commission de garde**

Cette commission est aussi annuelle. Elle est perçue trimestriellement par le DC/BR auprès des teneurs de comptes (conservateurs et SGI), au titre du portefeuille de valeurs qu'ils détiennent dans leurs livres à la date de facturation, pour le compte de leur clientèle.

S'agissant de son montant, celui-ci correspond à 0,02% du capital en conservation pour les tirs d'actions et au même pourcentage de l'emprunt en conservation pour les titres d'obligations.

### **2.5.4 Commission de transfert avec changement de propriétaire**

C'est une commission perçue pour les services rendus par le DC/BR aux teneurs de comptes pour assurer la bonne résolution de l'opération. Elle est de 50.000 francs CFA par affectation.

### **2.5.5 Commission de transfert ordinaire**

C'est une commission fixe de 5.000 francs CFA payables par dossier de transfert de compte à compte pour un même propriétaire des titres concernés. Elle est collectée auprès de son teneur de compte.

### **2.5.6 Commission de nantissement**

Les particularités justifiant cette commission sont identiques à celles mentionnées plus haut dans la catégorie transferts et nantissements.

## **2.6 Indices de la BRVM**

Les indices sont des indicateurs représentatifs des activités du Marché Financier. Ils ont pour rôle essentiel de donner une représentation la plus fidèle possible de toute l'activité boursière, de tous les mouvements des titres cotés sur le marché. A la BRVM, il existe deux indices essentiels que sont le BRVM10 et le BRVM composite auxquels il faudra ajouter les indices sectoriels.

### **2.6.1 BRVM10**

Il est constitué des dix sociétés les plus actives du MFR. Le critère de choix des sociétés est rigoureux et conforme aux normes internationales Ainsi les sociétés du BRVM 10 obéissent aux critères suivants:

- Le montant quotidien moyen des transactions sur la valeur au cours des trois mois précédents la revue trimestrielle, ne doit pas être inférieur à la médiane des montants quotidiens moyens des transactions de l'ensemble des titres ;
- La fréquence des transactions : celle-ci devrait être toujours supérieure à 50%, c'est-à-dire que le titre devrait transiger au moins une fois sur deux, durant la période d'étude de trois mois.

A ces critères il faut ajouter d'autres plus généraux qui consistent d'abord en ce que l'émetteur doit être constitué dans un des pays de l'UEMOA et y résider pour fins fiscales. Aussi seules les actions ordinaires sont éligibles, par conséquent les fonds d'investissement sont exclus de l'indice.

Le BRVM 10 est publié et est révisé quatre fois dans l'année (le premier lundi des mois de janvier, d'avril, de juillet et d'octobre).

- Méthode de calcul de l'indice:

$$I_t = (C_t / B_t) \times 100 = [(\sum_{i=1}^y P_{i,t} \times N_{i,t})] / B_{t-1} (C_t / C_t) \times 100$$

Avec :

- $I_t$  : Indice au temps  $t$  ;
- $C_t$  : Capitalisation des composantes au temps  $t$  ;
- $C_t'$  : Capitalisation ajustée pour tenir compte des augmentations et modifications aux composantes ;
- $B_t$  : Base de l'indice au temps  $t$  ;
- $P_{i,t}$  : Cours de la valeur  $i$  au temps  $t$  ;
- $N_{i,t}$  : Nombre d'actions de la valeur  $i$  en circulation au temps  $t$ .

### 2.6.2 BRVM composite

C'est un indice général et il englobe toutes les sociétés cotées à la BRVM. Il est aussi publié comme le BRVM 10.

### 2.6.3 Indices sectoriels

Les indices sectoriels représentent les entreprises en fonction des différents secteurs d'activités. Ces secteurs sont au nombre de sept (07). Ce sont : l'agriculture, la finance, l'industrie, le transport, la distribution, les services publics et les autres services.

## Chapitre2 : Méthodes d'investigation et difficultés de la recherche

### Section1 : Méthodes d'investigation

Plusieurs outils d'investigations ont été utilisés en vue de la réalisation de ce mémoire. Ils comprennent pour l'essentiel la collecte de données, la recherche documentaire et l'élaboration de guides d'entretiens.

#### 1.1 Collecte des données

La collecte d'informations a été établie sur la base des données chiffrées ressortant notamment des rapports périodiques de la BRVM, de la CGF Bourse, de l'ANSD et de la Sonatel.

## **1.2 Collecte documentaire**

Dans le cadre de ce mémoire, nous avons entrepris une recherche documentaire basée sur des rapports, travaux et études portant les conditions d'introduction des entreprises africaines en Bourse en général et en particulier sur les opérations d'appel public à l'épargne des entreprises sénégalaises.

## **1.3 Élaboration de guides d'entretien**

Pour vérifier de façon empirique les hypothèses, nous avons établi des guides d'entretien destinés à un échantillon d'entreprises ayant déjà bénéficié d'un appel public à l'épargne. L'objectif étant d'avoir une meilleure connaissance notamment du contexte et des conditions. L'exploitation de ces guides d'entretien permet aussi de conforter nos recherches et analyses empiriques.

## **Section 2 : Difficultés et limites de la recherche**

Durant notre étude, nous avons fait face à plusieurs difficultés à savoir :

- le manque de documentation précise sur l'appel public à l'épargne dans l'UEMOA et notamment au Sénégal ;
- la difficulté de trouver des documents traitant de manière groupée tous les concepts contenus dans le thème de recherche ;
- identifier des sites qui donnent des informations sur le sujet parce que la majorité des sites s'intéressent au cas des pays développés ;
- obtenir des rendez-vous d'entretien avec des responsables des entreprises ;
- la réticence de certains interlocuteurs à répondre aux questionnaires ;
- l'inaccessibilité à certains documents des services concernés du fait de leur caractère confidentiel.

## **PARTIE III : CADRE ANALYTIQUE**

## **Chapitre 1 : Analyse comparative des différentes sources de financement des entreprises sénégalaises : avantages et limites**

Le développement d'une entreprise passe par des activités d'innovations et de diversification nécessitant des ressources financières. Ainsi, l'accès au financement constitue un facteur déterminant dans le développement de ces activités économiques créatrices de valeur ajoutée et génératrices de revenus. La situation économique actuelle, les exigences du système bancaire classique font que l'accès aux crédits est de plus en plus difficile, voire impossible aux opérateurs du secteur des petites et moyennes entreprises (PME) qui, quoiqu'on veuille occupe une bonne partie de notre paysage économique.

Donc, partant du fait que les PME constituent aujourd'hui la base du tissu économique du Sénégal mais également un levier du secteur privé n'est plus à démontrer. De l'importance numérique de celles-ci (80 à 90% des entreprises au Sénégal) et le fait qu'elles concentrent environ 30% des emplois, 25% du chiffre d'affaires et 20% de la valeur ajoutée nationale. En considérant aussi leur potentiel de contribution à l'intégration économique sous régionale et leur capacité à constituer un réseau de sous-traitance et de partenariat avec les grandes entreprises. Notre étude y sera plus axée, aussi vu un accès difficile aux grandes entreprises.

### **Section 1 : Stratification des Petites et Moyennes Entreprises (PME) <sup>5</sup>**

On entend par PME toute personne physique ou morale, productrice de biens ou de services marchands, dont les critères distinctifs sont précisés comme suit :

#### **1.1 Petites Entreprises (PE)**

Les petites entreprises (PE) regroupent les micro-entreprises et les très petites entreprises répondant aux critères et seuils suivants :

- Effectif compris entre un (01) et vingt (20) employés ;
- Tenue d'une comptabilité allégée ou de trésorerie certifiée par une structure de Gestion Agréée (CGA) selon le système comptable en vigueur au Sénégal et,
- Chiffre d'affaires hors taxes annuel n'atteignant pas les limites suivantes définies dans le cadre de l'impôt « synthétique » : 50 millions de F CFA pour les PE qui effectuent des opérations de livraisons de biens ; 25 millions de F CFA pour les PE qui effectuent des opérations de prestations de services ; 50 millions de F CFA pour les PE qui effectuent des opérations mixtes telles que définies par les textes relatifs audit impôt.

<sup>5</sup> Articles 2, 3, 4 et 5 de la Charte des Petites et Moyennes Entreprises du Sénégal

## 1.2 Moyennes Entreprises (ME)

Les moyennes entreprises (ME) répondent aux critères et seuils suivants :

- Effectif inférieur à deux cent cinquante (250) employés ;
- Tenue d'une comptabilité selon le système normal en vigueur au Sénégal et certifiée par un membre inscrit à l'Ordre National des Experts Comptables et Comptables Agréés (ONECCA);
- Chiffre d'affaires hors taxes annuel compris entre les limites fixées aux PE et 15 milliards de F CFA ;
- Investissement net inférieur ou égal à 1 milliard de F CFA.

## 1.3 Grandes Entreprises (GE)

Les grandes entreprises (GE) répondent aux critères et seuils suivants :

- Effectif supérieur à deux cent cinquante (250) employés ;
- Tenue d'une comptabilité selon le système normal en vigueur au Sénégal et certifiée par un membre inscrit à l'Ordre National des Experts Comptables et Comptables Agréés (ONECCA);
- Chiffre d'affaires hors taxes annuel supérieur à 15 milliards de francs CFA ;
- Investissement net supérieur à 1 milliard de FCFA.

## Section2 : Formes et sources de financement des entreprises sénégalaises

La structuration des Pme, très déterminante pour l'accès au financement, est fonction du stade de développement de l'activité de l'entreprise, de sa forme juridique et du secteur dans lequel elle évolue, ainsi donc nous avons d'une part les Pme semi structurées ou émergentes et d'autre part les PME structurées.

Les besoins de financement des entreprises peuvent s'exprimer par rapport :

- **A son implantation** : investissement et fonds de roulement à son départ ; souvent le capital disponible est insuffisant pour faire face aux investissements nécessaires pour le démarrage de l'activité d'où le besoin de recourir à d'autres sources sur la base de l'élaboration d'un plan d'affaires. Ce dernier doit démontrer l'intérêt et la rentabilité de l'affaire. Le besoin varie en fonction des fonds propres des promoteurs et de la nature de l'activité, mais il peut atteindre quelques dizaines de millions de francs CFA. Il se compose de besoin de financement des investissements et des fonds de roulement ;

- **Au développement de son activité** : la croissance de l'entreprise entraîne la nécessité de se doter de quelques moyens de plus en plus performants d'où un besoin de financer de nouvelles acquisitions permettant, soit de renouveler les équipements, soit d'acquérir des équipements additionnels ;
- **Au fond de roulement ordinaire** : souvent les entrées de trésorerie ne correspondent pas avec le cycle des décaissements pour le fonctionnement normal de l'entreprise et conduit à des besoins ponctuels de trésorerie ;
- **Aux marchés spécifiques** : la réalisation des commandes implique que l'entreprise doit disposer de ressources financières au préalable. Il arrive que les clients apportent des avances, mais aussi dans la plupart des cas, l'entreprise doit trouver des ressources permettant de produire et d'effectuer les livraisons avant d'obtenir le règlement.
- **A d'autres services financiers** tels que les cautions sur les marchés.

Les entreprises peuvent se financer donc en interne comme en externe. Lors de la création de l'entreprise, le concours des banques reste encore négligeable, l'essentiel du financement des investissements provient de l'épargne personnelle mais aussi des parents et amis. A ce niveau les dirigeants des entreprises préfèrent recourir aux ressources dont ils disposent personnellement pour financer leurs activités.

Cependant les concours bancaires notent une tendance baissière au profit des opérations sur titres de créances sans risques. A part ces sources de financement, les Structures Financières Décentralisées (SFD) se sont imposées au Sénégal et constituent, aujourd'hui, un circuit de financement alternatif pour une frange non négligeable de la population entreprenante n'ayant pas accès aux crédits classiques. Enfin viennent les établissements financiers, faiblement représentés et qui n'interviennent que rarement.

Partant de cela, les Pme moins structurées s'adressent aux institutions de micro finance qui organisent leur clientèle par rapport au volume de crédit sollicité et ces institutions même concentrent leurs offres sur les Pme semi structurées et les Pme dites informelles qui représentent environ 55% du secteur. A l'inverse, le niveau d'engagement des banques dépendant du volume de chiffres d'affaires confiés, elles se positionnent sur le segment des Pme structurées qui représentent environ 20% de la population globale des Pme.

En dehors des institutions financières, certaines entreprises bénéficient d'aides et de subventions de partenaires techniques et financiers. Les autres instruments du marché financier (crédit bail, capital investissement, marché boursier) sont peu connus, même s'ils suscitent beaucoup d'intérêt chez les entreprises émergentes et structurées.

Toutefois, même si les banques restent les premières sources de financement au Sénégal, la Brvm, offre de nouvelles opportunités d'attraction de capitaux étrangers qui permettent aux investisseurs privés de diversifier leurs sources de financement.

### **Section 3 : Avantages et limites des sources de financements**

L'autofinancement occupe une place très importante lors de la création des PME. Le financement interne permet de ne pas s'endetter auprès de personnes étrangères ou de certaines institutions financières. Cependant, comme toute entreprise, dans le cadre de sa politique de financement, le promoteur peut avoir intérêt, de par la faiblesse de ses disponibilités, à recourir à des emprunts pour augmenter la rentabilité de ses capitaux propres. Pour les banques la diversité des produits constitue le principal avantage.

Nous distinguons deux grands groupes de crédit : les crédits de trésorerie et les crédits par signature.

**Les crédits de trésorerie :** c'est l'ensemble des crédits qui font l'objet d'un décaissement au niveau des banques. Les crédits par caisse sont des crédits de durée relativement courte (deux ans maximum). Ils sont destinés à financer l'activité courante de l'entreprise, c'est-à-dire des besoins résultant du décalage entre les recettes et les dépenses. Ces crédits sont sollicités par les PME car elles ont souvent des besoins de trésorerie. On peut en citer plusieurs : le découvert, la facilité de caisse, l'escompte de papier commercial, les crédits de campagne, le crédit bail et le crédit spot pour les grandes entreprises.

On a les crédits à terme qui eux assurent le financement des investissements et sont des prêts amortissables selon la durée de vie indiquée par le contrat. Ils sont étalés dans le court, moyen et long terme : avance sur le marché, crédit bail etc.

#### **.Les crédits par signature**

L'engagement par signature est celui délivré par une banque pour le compte de ses clients au profit de l'Etat, des collectivités publiques, des établissements publics à caractère industriel et commercial, etc. Les engagements par signature pris par les banques profitent aux deux parties, car ils leur offrent les avantages escomptés. Ils ont pour effet de garantir les obligations à la charge de la clientèle.

Malgré la diversité des produits, les banques ont une certaine exigence par rapport à l'octroi des crédits. Sur le plan réglementaire, des normes prudentielles plus strictes sont imposées aux banques par la BCEAO sans faire de distinction entre les banques commerciales et les banques de développement et suivant la nature des activités qu'elles financent. Et dans ces conditions, les banques ne financent que les activités qu'elles jugent rentables et négligent ainsi de plus en plus les PME.

La majorité des banques requièrent la présentation des documents que sont: les états financiers (2 derniers exercices ou 3 derniers exercices pour la quasi-totalité), l'étude de faisabilité, le business plan ou dossier de projet, le plan de trésorerie et le compte de résultat. D'autres documents sont également demandés, notamment le plan d'exécution, les factures pro forma, les documents juridiques (statuts, registre de commerce, etc.), les contrats de marchés, etc.

Et pour la couverture des risques, les banques ont recours à des garanties, qui le plus souvent dépasse le montant du crédit, telles que : des sûretés réelles (gage, nantissement de fonds de commerce, matériels professionnels, warrants, hypothèque (promesse d'hypothèque, hypothèque de 1er rang, etc.), des sûretés personnelles (caution simple, caution solidaire, lettre de confort) ou une garantie financière (apport).

La solvabilité à terme d'une entreprise liée au niveau de ses capitaux propres constituent aussi, au regard des institutions de financement, un critère d'appréciation du niveau de l'engagement des dirigeants.

L'un des obstacles liés à l'accès au financement réside aussi dans le niveau de rentabilité des activités des PME. La décision de solliciter un prêt est avant tout déterminée par la rentabilité de l'affaire et le coût du crédit. Pour les institutions financières, la décision d'octroyer un crédit dépend avant tout de la viabilité du projet à financer. L'exigence de la garantie, souvent citée comme la raison principale d'un rejet de demande de crédit, ne serait pas le déterminant principal, mais répond à la nécessité de se prémunir contre le risque d'insolvabilité lorsque la viabilité du projet n'est pas démontrée.

Les SFD, à l'image des banques, proposent des produits diversifiés mais restent confrontées aux mêmes contraintes que les banques face aux PME que sont : le système d'information, la structure financière et les garanties.

Le principal élément donc est le manque de transparence dans la gestion. En effet, les PME ont généralement un système d'information de gestion défaillant qui ne permet pas aux structures de financement d'obtenir une information financière exhaustive et fiable (absence

de procédures claires et d'états financiers). Cette absence de transparence et d'informations fiables est source de risques pour les prêteurs.

Cependant en marge du système bancaire classique, elles tolèrent l'insuffisance de fonds propres et le manque de transparence dans la gestion mais exigent des garanties physiques dont la plupart des PME ne disposent pas.

Les établissements bancaires quant à eux se consacrent, en général, uniquement au crédit ou aux activités comme le capital-risque qui consiste à financer des entreprises innovantes en cours de création ou de développement par une prise de participation au capital. Ces établissements financiers se caractérisent par leur faible poids par rapport aux banques, cependant, ils sont incontournables au Sénégal pour de nombreux opérateurs économiques auxquels les banques classiques refusent tout financement et leurs services pourraient constituer une des réponses les plus complètes et les mieux adaptées aux problèmes des Pme, se caractérisant par :

- des déficits chroniques de fonds propres ;
- des faiblesses dans leur management ;
- un manque d'actifs pour sécuriser les crédits bancaires ;
- une absence quasi-totale d'innovation technologique.

En supplément, les établissements financiers demandent des relevés bancaires.

Nous avons aussi comme source de financement le marché financier, mais notre pays ne profite pas assez des financements du marché des valeurs. En effet, le Sénégal est classé 80ème dans le financement par le marché des actions et une seule entreprise, la Sonatel, est cotée à la Brvm<sup>6</sup>. En raison des lourdes conditions pour être admis aux compartiments de la Brvm, l'accès pour la plupart des Pme est rendu difficile à cause notamment de leur faible niveau de capitalisation. Une analyse plus approfondie des avantages et limites sera faite au chapitre suivant.

---

<sup>6</sup> Rapport sur la compétitivité mondiale (Rem) 2010-2011

**Tableau2 : Récapitulatif des avantages et limites des sources de financement**

Sources de financement	Avantages	Limites
Autofinancement	<ul style="list-style-type: none"> <li>- autonomie et indépendance de l'entreprise ;</li> <li>- l'entreprise conserve sa capacité d'emprunt ;</li> <li>- Moyen de financement gratuit ;</li> <li>- Avantage fiscal ;</li> <li>- Renouvellement annuel ;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- diminution des bénéfices distribués ;</li> <li>- Il est souvent insuffisant pour financer les grands investissements ;</li> <li>- peut priver l'entreprise d'autres utilisations judicieuses de ses gains de productivité ;</li> <li>- son apparence gratuite peut entraîner des investissements dont la rentabilité est nulle ;</li> </ul>
Banques	<ul style="list-style-type: none"> <li>- diversité des produits et services ;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- trop d'exigences ;</li> <li>- garanties ;</li> <li>- sous capitalisation des Pme ;</li> <li>- coût de financement élevé ;</li> <li>- manque d'informations financières entraînant un risque élevé</li> </ul>
SFD	<ul style="list-style-type: none"> <li>- accès commode ;</li> <li>- diversité des produits ;</li> <li>- proximité avec la population ;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- coût de financement trop élevé ;</li> <li>- les fonds levés peuvent ne pas être à hauteur de nos besoins ;</li> </ul>
Institutions financières	<ul style="list-style-type: none"> <li>- se substituent aux banques et SFD ;</li> <li>- pas d'apport initial ;</li> <li>- l'entreprise dispose du matériel exactement de son choix ;</li> <li>- la capacité d'emprunt de l'entreprise reste intacte ;</li> <li>- peu de formalité ;</li> <li>- possibilité d'acquérir le bien à la fin du contrat pour une valeur assez faible.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- faible représentation ;</li> <li>- coût de l'opération peut être très élevé.</li> </ul>

Source : Par l'auteur

## Chapitre 2 : L'APE : source alternative de financement pour les entreprises sénégalaises ? : une analyse empirique sur la base d'un échantillon d'entreprises

### Section 1 : Profils de l'échantillon des entreprises enquêtées

Concernant la préparation de l'enquête, une exploitation d'une base de données des entreprises au Sénégal a permis de dresser un échantillon d'entreprises (petites, moyennes et grandes) appartenant à différents secteurs d'activités : commerce, industrie, services, bâtiments et travaux publics (BTP) et banques. Peu d'entreprises ont collaboré et avec quelques réserves (une dizaine), néanmoins nous avons pu avoir au moins deux (02) pour chaque secteur.

La forme juridique la plus représentée est la société à responsabilité limitée (SARL), suivie de la société anonyme (SA). Aucun établissement ne s'est présenté sous les autres formes. L'enquête a surtout concerné les petites et moyennes entreprises (PME), 67% de l'échantillon ont moins de 50 employés. L'enquête s'est faite au courant du mois d'Octobre.

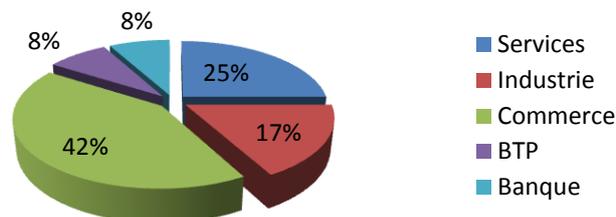
Partant de ces données la répartition s'est faite comme suit :

#### 1.1 Répartition des entreprises selon le secteur d'activité

Les entreprises ont été réparties dans cinq (05) grands secteurs et après répartition on a eu :

- 42% dans le secteur du commerce ;
- 25% dans le domaine des services ;
- 17% dans l'industrie ;
- 8% dans les BTP ;
- 8% dans le secteur bancaire.

**Figure 4 : Répartition des entreprises enquêtées selon le secteur d'activité**



Source : Par l'auteur

#### 1.2 Répartition des entreprises selon la forme juridique

Seul deux formes ont été notées : 42% sont des sociétés anonymes (SA) et 58% des Sociétés à responsabilité limitée (SARL).

### 1.3 Répartition selon l'effectif

L'analyse de la répartition des effectifs montre que les entreprises employant moins de cinquante (50) personnes représentent 67%, celles employant entre cinquante (50) et cent (100) personnes pour 25% et le dernier groupe, celles qui emploient plus de cent (100) personnes correspondant à 8% de l'échantillon.

### 1.4 Répartition des entreprises selon l'ancienneté

Selon l'ancienneté, les entreprises ont été classées comme suit :

- 25% pour les moins de dix (10) ans ;
- 42% pour celles qui se situent entre dix (10) et vingt (20) ans ;
- 33% pour celles qui ont une ancienneté de plus de vingt (20) ans.

## Section 2 : Opportunités de l'APE

### 2.1 Opportunités selon les entreprises interrogées

De toutes les entreprises enquêtées aucune n'a une fois fait une opération en bourse mais certaines ont évoquées des avantages qu'ils peuvent en tirer en termes de financements, surtout que la plupart de ces entreprises sont en plein développement et ont besoin d'être accompagné dans leur expansion.

### 2.2 Opportunités dans un contexte général

L'appel public à l'épargne n'étant pas une opération anodine, un préalable est à faire avant toute décision : un examen minutieux des motivations et des objectifs. On peut citer différentes raisons expliquent motiver cette opération :

- L'accès à une source innovante de financement ;
- La mobilisation de plus de capital que ce que peut offrir les placements privés en vue d'améliorer ou d'agrandir des immobilisations existantes, de financer des acquisitions ou de rembourser des dettes ;
- L'ouverture à des investisseurs providentiels ;
- Le financement d'activités de recherche et de développement.

L'appel public à l'épargne et l'inscription présentent ainsi de nombreux avantages de par le financement, de par la valorisation de l'entreprise et de par sa notoriété.

#### 2.2.1 Opportunités liés au financement

Des financements spécifiques au marché financier sont réalisables par appel public à l'épargne, dans le long terme et à moindre coût. La transformation en société ouverte permet des apports en capitaux. Ces apports assainissent le bilan et consolident la structure des capitaux propres en améliorant le rapport dettes sur fonds propres et augmente la capacité d'emprunt. En plus de l'augmentation de la capacité d'emprunt, l'appel public à l'épargne et l'introduction à la cote facilitent le financement ultérieur par l'émission d'actions ordinaires

supplémentaires, d'actions privilégiées ou d'obligations (convertibles ou non en action ordinaires). L'inscription à la côte facilite aussi les fusions et les acquisitions en permettant de réunir des fonds par la vente d'actions additionnelles et par l'émission directe d'actions.

### **2.2.2 Valorisation de l'entreprise**

La valeur de l'entreprise étant égale à la valeur de son actif économique, composé des capitaux propres valorisés à leur valeur de marché, c'est à dire de sa capitalisation boursière si la société est cotée, évolue tous les jours soit à la hausse ou à la baisse. Pour une société non cotée, c'est l'ensemble de ses apports en numéraire. La valeur de l'entreprise est donc toujours affectée par l'absence ou non de la liquidité de ses titres, l'actionnaire peut liquider son titre à tout moment. En assurant cette liquidité l'inscription à la cote augmente la valeur de l'entreprise.

### **2.2.3 Notoriété de l'entreprise**

L'entreprise qui finance ses activités sur le marché financier acquiert une grande visibilité. Cela est dû d'une part au fait que les opérations sur le marché financier sont l'occasion de grandes campagnes médiatiques, et d'autre part à l'existence d'une presse spécialisée abondante. Ce qui lui permet d'améliorer son image auprès de ses partenaires (clients, fournisseurs et toute la société). Elle gagne ainsi de la notoriété.

En plus de ces opportunités, notons une certaine flexibilité pour les actionnaires fondateurs à diversifier leur portefeuille d'investissement, sans pour autant perdre le contrôle de l'entreprise, et à faciliter leur planification financière. Les titres cotés peuvent aussi être donnés en nantissement pour garantir des emprunts bancaires.

## **2.3 Exemple d'entreprise cotée et réussie : la Sonatel**

### **2.3.1 Présentation de l'action Sonatel**

En moins de dix (10) ans, la valeur de l'action de la société de télécommunication sénégalaise SONATEL cotée à la BRVM, a été multipliée par huit (8). Introduite le 02 Octobre 1998 au cours de 22.000 FCFA, sa valeur a atteint 175.000 FCFA le 14 Décembre 2011 (75% par an en moyenne).

La société de téléphonie est l'une des rares sociétés africaines à être multi licence (téléphonie fixe, mobile, internet et télévision), cet avantage lui permet de maintenir sa politique d'investissement massive aussi bien au Sénégal que dans la sous région. Son chiffre

d'affaires, son résultat et le volume des dividendes distribués sont en forte croissance régulière.

L'action Sonatel négociée aujourd'hui à 115.000 FCFA\* (cotation du vendredi 24 Août 2012) a en effet une valeur nette comptable de 45.500 FCFA, l'introduction a donc généré pour chaque action une plu value de 69.500 FCA, soit une valeur globale supplémentaire de l'entreprise (10.000.000 d'actions) de 695 milliards de FCFA. Ce qui montre qu'une société cotée est source d'enrichissement pour les investisseurs et les épargnants.

Le capital de la Sonatel est structuré comme suit avant et après l'introduction en bourse :

**Tableau 3 : Structure du capital Sonatel avant introduction en bourse**

Actionnaires	Nombre d'actions	Montant en milliards de FCFA	Taux
Etat du Sénégal	5.767.000	28,835	57,67%
France Télécom	4.233.000	21,165	42,33%
Total	10.000.000	50,000	100%

**Tableau 4 : Structure du capital Sonatel après introduction en bourse**

Actionnaires	Nombre d'actions	Montant en milliards de FCFA	Taux
Etat du Sénégal	3.767.000	18,835	37,67%
France Télécom	4.233.000	21,165	42,33%
Privés	2.000.000	10,000	20,00%
Total	10.000.000	50,000	100%

Pour une meilleure appréciation de l'évolution de l'entreprise, nous allons analyser la performance de l'entreprise avant et après son entrée en bourse. Cette analyse va se faire par la méthode des ratios qui prendra en compte les trois (3) années précédant l'introduction et les trois (3) années suivantes, et à partir de ses bilans fonctionnels<sup>7</sup>.

### **2.3.2 Analyse de la performance financière de Sonatel par la méthode des ratios**

Le ratio est un rapport entre deux (02) postes du bilan ou du compte de résultat. L'objectif de calcul d'un ratio est d'aider à la compréhension des comptes annuels. Il va convenir donc de ne rapprocher que des postes significatifs entre eux. Un ratio est rarement significatif en lui-même, par contre, son évolution dans le temps au sein d'une même entreprise est riche d'enseignements. Par arbitrage nous avons retenu :

- le Ratio d'Autonomie Financière (RAF) qui est égale à :

<sup>7</sup> Cf. annexes

$$RAF = \frac{\text{Capitaux Propres (CP)}}{\text{Dettes à Long Moyen Terme (DLMT)}}$$

Ce ratio mesure l'importance et le degré de dépendance de l'entreprise vis-à-vis de ses créanciers à long terme. Il mesure sa solvabilité à long terme, son indépendance financière. Ce ratio doit être supérieur ou égale à 1, plus il est faible, plus l'entreprise prend des risques.

- Le Ratio de Liquidité Général (RLG) qui est égal à l'actif cyclique / le passif cyclique :

$$RLG = \frac{\text{Valeurs d'exploitation (VE)} + \text{Val. Réalisables (VR)} + \text{Val. Disponibles (VD)}}{\text{Dettes à Court Terme (DCT)}}$$

$$RLG = \frac{\text{Actifs à Court Terme (ACT)}}{\text{Passif à Court Terme (PCT)}}$$

Ce ratio supérieur à 1 signifie qu'il existe un fonds de roulement dans l'entreprise, d'où l'existence d'une marge de sécurité. Il mesure la solvabilité à court terme de l'entreprise, sa capacité à faire face à ses dettes à court terme par l'écoulement de ses stocks, par ses disponibilités ou par le recouvrement de ses créances.

Ces deux (02) premiers ratios sont des ratios de structure, ils nous permettent de mesurer l'importance de la liquidité dans l'entreprise.

Nous avons aussi les ratios de rentabilité dont nous allons retenir :

- Le Ratio de Rentabilité des Capitaux Propres (RRCP) mesurant le rendement des fonds souscrits par les actionnaires. Il permet d'évaluer la capacité de l'entreprise à générer un rendement adéquat pour les actionnaires.

$$RRCP = \frac{\text{Résultat Net (RN)}}{\text{Capitaux Propres (CP)*}}$$

\*avant répartition du bénéfice

## Application

**Tableau 5 : Performance financière de Sonatel avant introduction en bourse**

Ratios	Formules	Résultats			Normes
		N-3 (1996)	N-2 (1997)	N-1 (1998)	
RAF	CP/DLMT	18,457	11,637	13,193	≥1
RLG	ACT/PCT	3,019	3,185	2,741	>1
RRCP	RN/CP	0,054	0,116	0,124	

Source : Données collectées par l'auteur

**Tableau 6: Performance financière de l'entreprise après introduction en bourse**

Ratios	Formules	Résultats			Normes
		N (1999)	N+1 (2000)	N+2 (2001)	
RAF	CP/DLMT	15,501	9,209	7,874	$\geq 1$
RLG	ACT/PCT	2,02	1,757	1,881	$> 1$
RRCP	RN/CP	0,114	0,101	0,107	

Source : Données collectées par l'auteur

### Interprétation

En N-3, l'entreprise a une grande autonomie financière, ses ressources propres dépassent de plus de 18 fois ses emprunts à long terme. Cependant on note une tendance baissière jusqu'en N-1, néanmoins son autonomie financière reste encore solide. En N, l'année de son introduction en bourse, son autonomie s'est redressé (15 fois plus de ressources propres que des dettes à long moyen terme), ce qui s'explique par l'augmentation de ses capitaux propres. Pour les deux (02) années qui ont suivi, on remarque une nette baisse de la tendance dû à l'augmentation des emprunts. Cette période correspond à la période d'expansion du réseau par des investissements remarquables, et de distributions attractives de dividendes.

Pour les trois (03) années précédant son introduction, son ratio de liquidité générale reste très élevé, ce qui veut dire que l'entreprise peut largement faire face à ses dettes à court terme par le recouvrement de ses créances ou ses disponibilités. La tendance baissière, pour les trois (03) années qui suivent, au niveau du ratio est du au fait de la politique de distribution des dividendes, mais aussi de l'environnement concurrentiel qui accroît ses besoins de fonctionnement. Notons qu'avec l'entrée de Sentel (filiale de Millicon Cellular International) en octobre 2000, la Sonatel a cessé de détenir le monopole de la téléphonie mobile au Sénégal. Néanmoins, cela n'entrave en rien sa solvabilité à court terme.

Le ratio de rentabilité des capitaux propres est en croissance continu jusqu'en N-1 où il atteint le seuil de 12,4%, la rémunération des actionnaires a donc augmenté. Pour les trois (03) années qui suivent, le ratio n'a pas considérablement baissé de niveau malgré la situation concurrentielle. Les actionnaires reçoivent un retour sur investissement d'environ 11%. Le placement des actionnaires est donc rentable.

### **Section 3 : Contraintes liées à l'APE**

Face à ces avantages se présentent beaucoup de contraintes.

#### **3.1 Contraintes selon les entreprises enquêtées**

La quasi-totalité des entreprises enquêtées ont évoqué les difficultés d'accès. Celles qui souhaitent émettre des actions en bourse sont soumises à des obligations d'information financière relativement lourdes (présentation des états financiers certifiés des cinq (05) ou deux (02) derniers exercices clos), une importante capitalisation boursière et trop de commissions.

D'autres soulignent le manque d'information par rapport aux produits de la bourse, et la non maîtrise du marché financier.

#### **3.2 Contraintes générales**

##### **3.2.1 Risques pour le propriétaire**

Pour l'introduction à la bourse, le premier risque que courent les propriétaires est celui de perdre le contrôle de leur entreprise. Puisque l'entreprise sollicite en principe le concours d'investisseurs extérieurs lorsqu'elle décide de financer ses investissements en cotant ses titres sur le marché des actions. Elle choisit ainsi d'ouvrir son capital à d'autres personnes, il y a donc le risque que ces nouveaux associés prennent un jour le contrôle de l'entreprise.

Aussi en cas d'opérations réussies, le partage cette réussite avec les nouveaux actionnaires.

##### **3.2.2 Inconvénients pour l'entreprise**

Les obligations d'information rattachées aux procédures initiales, les obligations d'information financière périodique et d'autres continues entraînent la perte de confidentialité de l'entreprise, elle court le risque de voir ses informations, plus ou moins, stratégiques divulguées.

Il y'a les risques associés aux fluctuations du marché boursier, qui entraînent des évaluations à la baisse de la société par les créanciers, les fournisseurs et d'autres intervenants, et qui peuvent nuire à la société.

Aussi lorsqu'une entreprise est inscrite à la cote, elle peut être victime d'Offre Publique Achat (OPA) qui sont des opérations qui consistent, pour une entreprise, à faire une annonce publique en bourse qu'elle achète les titres d'une autre entreprise à un prix donnée. Il existe des OPA hostiles et des OPA amicales. Son objectif est de prendre le contrôle d'une entreprise pour des raisons généralement stratégiques.

En plus des obligations d'information et de contrôle diligent de la part des autorités de réglementation et du public, il faut noter le manque de souplesse de la direction qui a obligation de consulter le conseil d'administration et, dans certains cas, les actionnaires avant de prendre des décisions, la vulnérabilité aux prises de contrôle et le temps monopolisé par le processus menant à l'appel public à l'épargne plutôt que consacré aux affaires quotidiennes de l'entreprise.

### 3.2.3 Contraintes liées aux coûts

L'introduction en bourse s'accompagne de frais initiaux importants, y compris les honoraires des experts comptables, des conseillers juridiques et la rémunération des intermédiaires. En outre, on a les commissions à verser durant toute la durée de l'opération et les coûts récurrents notamment au niveau des frais réglementaires de vérification, de communication et d'impression.

#### Application

Une simulation va nous permettre de voir l'importance des coûts des différentes prestations sur le MFR. Soit une société qui souhaite émettre des obligations à la valeur nominale de 500 000 000 FCFA (valeur nominale minimale admise). En ne tenant pas compte des autres coûts relatifs aux honoraires d'experts comptables, de juristes etc., nous aurons ainsi pour les différents frais et commissions :

Au niveau du CREMPF :

- Visa pour APE : moins de 1 milliard FCFA = 1 ‰ ;
- visa pour tout document à caractère publicitaire émis dans le cadre d'un APE = 10.000 FCFA par document<sup>8</sup>.

Au niveau de la BRVM :

- Commission d'introduction : 0,025% de la capitalisation boursière totale ;
- Commission de capitalisation : 0,025% de la capitalisation boursière totale.

Au niveau du DC/BR :

- Commission d'affiliation : 1.000.000 FCFA si la capitalisation est inférieure à 1 milliard de FCFA.
- 

---

<sup>8</sup> Cinq (5) documents en moyenne sont émis par APE

Au niveau des SGI<sup>9</sup> :

- Commission de dossier = 2,5 % du capital levé ;
- Commission de placement = 2,5 % du capital levé ;
- Commission de courtage = 1 % ;
- Facturation sur ordre de bourse = 0,1 %.

**Tableau 7 : Application des tarifs pour une émission obligatoire**

Commissions ou frais		
CREMPF		
Visa	$500.000.000 * 0,1\%$	500.000
Frais de note d'information	$10.000 * 5$	50.000
Total CREMPF		550.000
BRVM		
Commission d'introduction	$500.000.000 * 0,025\%$	125.000
Commission de capitalisation	$500.000.000 * 0,025\%$	125.000
Total BRVM		250.000
DC/BR		
Commission d'affiliation		1.000.000
Total DC/BR		1.000.000
SGI		
Commission de dossier	$500.000.000 * 2,5\%$	12.500.000
Commission de placement	$500.000.000 * 2,5\%$	12.500.000
Commission de courtage	$500.000.000 * 1\%$	5.000.000
Facturation/ordre de bourse	$500.000.000 * 0,1\%$	500.000
Total SGI		30.500.000
<b>TOTAL</b>		<b>32.300.000</b>

Source : Par l'auteur

Les coûts reviennent à environ 32.300.000 FCFA, l'on remarque que c'est au niveau des SGI que les frais sont beaucoup plus importants. Cela s'explique par le fait qu'ils reversent à leur tour des commissions au niveau des autorités de tutelle.

<sup>9</sup> Cas de CGF Bourse : cf. annexe

### Chapitre 3 : Discussion des résultats et vérification des hypothèses de recherche

D'après nos enquêtes, le financement par fonds propres est le mode de financement le plus usité par les entreprises, cependant ce financement par fonds propres ne répond toujours pas à leurs attentes à cause de la faiblesse des disponibilités. Pour cette raison, elles se tournent vers les banques qui offrent plus de capitaux mais sans compter les taux élevés (taux de base bancaire et taux d'usure entre 8% et 18%) et des garanties dépassant même le montant de l'emprunt. L'autre alternative devient alors les structures de micro finance qui sont plus accessibles et demandent moins de garanties mais par contre avec des taux encore plus élevés que ceux des banques (limite du coût du crédit à 27%) en contrepartie du risque. Encore que le montant de l'emprunt peut ne pas répondre au capital souhaité pour de grands investissements et le remboursement de se faire dans le court ou moyen terme.

Partant de ce fait, on peut dire que ces modes de financements ne résolvent pas le problème de financement à long terme des entreprises.

**Notre première hypothèse est ainsi confirmée à savoir : les sources traditionnelles de financement ne répondent pas aux besoins d'investissement des entreprises sénégalaises.**

Les entreprises sénégalaises ont un réel besoin d'accélérer leur développement, de faire évoluer leur structure par rapport au positionnement concurrentiel, de former leurs agents dans le but d'augmenter leurs capacités managériales, elles ont un fort potentiel de croissance dans leur domaine d'activité en plein essor. Tout ceci nécessitant de gros investissements et qui durent dans le temps, le coût de ces financements peut ne pas être supportable par l'entreprise, la question qui se pose est alors : où trouver un financement à des taux attractifs et remboursables sur le long terme ? Le marché financier se présente dès lors comme le plus approprié.

**L'appel public à l'épargne constitue donc un outil de financement efficace et privilégié pour les besoins d'investissement des entreprises sénégalaises. Notre deuxième hypothèse est donc confirmée.**

A l'issue de nos enquêtes, si certaines entreprises ont relevé le niveau de complexité du marché financier, le manque d'informations et la méconnaissance des produits du marché, d'autres, mieux informés, ont parlé surtout des difficultés d'accès, pour des entreprises dont la plupart sont des SARL et le capital social est inférieur à 50.000.000 FCFA.

Partant de ce constat, nous pouvons affirmer que ces entreprises ont de réelles contraintes face au marché.

**Ceci confirme l'hypothèse 3, où nous avons supposé que les entreprises sénégalaises sont confrontées à plusieurs obstacles qui limitent leur accès à l'APE.**

## **Chapitre 4 : Recommandations et perspectives**

### **Section 1 : Perspectives**

Le bilan 2011 de la bourse avait noté une baisse de 13% des indices par rapport à l'année précédente. Cette baisse était surtout due à la crise en Côte d'Ivoire, pays siège de la bourse, et dans certains pays de la sous région. La réquisition des structures du marché a entraîné une désorganisation du fonctionnement du marché financier régional dans son ensemble, et, par voie de fait, son arrêt momentané et sa délocalisation, en dehors du pays siège. En fin 2011, les indices affichaient 138,88 points pour le BRVM composite, soit une régression de 12,70%, et 158,49 pour le BRVM 10, soit une régression de 13,37%. Le montant des transactions s'est inscrit également dans la même tendance baissière, passant de 112 milliards de Francs Cfa représentant -27,67%, par rapport à l'année précédente.

En vue de l'amélioration du marché et pour mieux répondre aux attentes des investisseurs et autres acteurs du marché, plusieurs perspectives ont été soulignées.

#### **1.1 Perspectives pour le CREPMF**

Dans le cadre de la mise en œuvre des actions visant à promouvoir le marché financier, l'autorité du marché, le CREPMF, a organisé des journées du marché financier de l'UEMOA, où à l'issue l'on a pu noter des perspectives allant dans le sens de :

- L'introduction de la notation sur le marché financier régional : ce qui assouplirait les conditions d'accès tout en réduisant le risque systémique du marché ;
- L'amélioration de la diffusion de l'information financière tout en tenant compte des spécificités du marché ;
- L'exploration des voies et moyens pour l'approfondissement du marché, la diversification du noyau des investisseurs, l'accroissement de la liquidité de la BRVM, le développement de l'assurance-vie et les produits de retraite pour doper l'épargne régionale en vue d'accroître les investissements ;
- Prendre toutes les dispositions pour accroître le nombre de sociétés cotées car il existe un vivier de sociétés notamment les banques et les compagnies d'assurance qui peuvent être démarchées ;
- Mettre en place un marché hypothécaire et de la titrisation au sein de l'Union qui va contribuer à l'approfondissement du marché financier régional ;

- Et aussi la mise en place d'un troisième compartiment à la BRVM comme nouvel instrument d'incitation à la cote.

## 1.2 Perspectives pour la BRVM

La BRVM vient de lancer une offensive consistant à avoir une antichambre à la cote. Il s'agit de définir une période d'adaptation de deux ans pour les entreprises qui, avec l'appui d'un « listing sponsor » d'une société de gestion et d'intermédiation (SGI), se préparent adéquatement à entrer en bourse. C'est ce qu'on appelle le pré listing compartiment (PLC). Le PLC est une plateforme de préparation à l'introduction en cote et le délai maximum de deux (2) ans peut être mis à profit par les entreprises pour structurer et conforter leur capital. Selon Jean Paul Gillet, ex directeur de la BRVM, l'initiative devrait bientôt démarrer, avec d'abord une entreprise ivoirienne : la SIMAT, qui fait du transport maritime et qui sera la première à intégrer le PLC. C'est une petite structure qui va ainsi passer par ce compartiment. Beaucoup d'autres entreprises de la sous-région suivront ce processus progressif et bien adapté aux besoins des entreprises ouest-africaines.

Selon lui toujours, les Etats avaient pris des engagements à l'origine pour faire venir une entreprise par année dans le cadre des politiques de privatisation. Malgré que ces engagements n'aient pas été tenus pour un tas de raisons, il espère qu'avec l'amélioration du climat socio-économique qui devrait se poursuivre, il y'aura des valeurs privatisées inscrites à la cote. « Il y'a beaucoup d'entreprises en ligne de mire, et il faut davantage miser sur la diffusion de l'information financière dans les pays africains », dit il.

Et aussi un projet est en cours pour la mise en œuvre du compartiment réservé aux Pme. L'objectif de ce nouveau marché étant de répondre à une problématique qui est le financement des Pme de la sous région. Pour être éligible à ce nouveau marché, la Pme doit, entre autres conditions, être une société anonyme, avoir une à deux années de comptes certifiés et mettre en vente sur ce compartiment 50 millions de ses titres.

Les caractéristiques du nouveau marché pour les Pme de la BRVM sont similaires au marché libre d'Euronext, c'est-à-dire le marché organisé par la BRVM (plateforme de cotation) mais non réglementé. Il n'y aura pas de création de titres lors de la cotation, ni d'appel public à l'épargne pour cette cotation encore moins de visa de l'autorité de régulation. La PME est néanmoins astreinte à faire une communication financière régulière.

## **Section 2 : Recommandations**

En vue d'inciter les entreprises à se tourner vers l'APE et d'aider à l'évolution du MFR, nous avons dégagé quelques recommandations d'ordre général et d'ordre spécifique.

### **2.1 Recommandations générales**

Nos recommandations d'ordre général vont à l'endroit des entreprises. La plupart de nos entrepreneurs évoluent de façon informelle. Ils conçoivent l'entreprise comme le fruit d'énorme effort, qui doit être géré de manière familiale, et qu'il faudrait garder jalousement. Ils n'intègrent donc pas la notion de risque dans leurs comportements puisqu'ils n'envisagent guère de perdre un jour le contrôle de leur entreprise.

Partant de cela, la gestion des nos entreprises se trouve dans l'incapacité de garantir une gestion transparente en produisant régulièrement des documents comptables fiables comme l'exige le marché. Dès lors, il s'avère nécessaire de former des équipes managériales aptes à répondre à la rigueur exigée au niveau du MFR.

Nous nous adressons aussi aux Etats qui devraient accompagner le marché dans ses efforts en harmonisant la politique fiscale en matière de valeurs mobilières, puisque dans la zone UEMOA, le taux pour l'Impôt sur le Revenu des Valeurs mobilières (IRVM) est laissé à la libre application des pays membres.

### **2.2 Recommandations spécifiques**

Ces recommandations sont surtout adressées aux autorités du marché. Depuis sa création en 1998, une trentaine d'entreprises seulement est cotée à la BRVM. Après quatorze (14) années d'existence, on parvient toujours à compter sur le bout des doigts le nombre de sociétés introduites en bourse : trente huit (38) actuellement.

#### **2.2.1 Développement de nouveaux produits, réductions des coûts et assouplissement des conditions d'accès**

Le nombre limité de produits offerts à la bourse ne lui permet pas une certaine ouverture par rapport aux investisseurs d'autres marchés. Au niveau mondial, il existe de nombreux produits négociables en bourse et leur nombre ne dépend que de l'imagination des financiers. Aussi faudrait il que la majorité des épargnants, petits ou grands, puisse accéder aux transactions boursières. Quand la valeur d'un titre dépasse un certain seuil, on exclut d'office les petits épargnants. Les Bourses anglophones d'Afrique admettent aujourd'hui à la cote des sociétés dont la valeur nominale est de 1 dollar, soit 20 fois moins que celle des sociétés

cotées à la BRVM, où le minimum est fixé à 10 000 F CFA. Ce qui explique aujourd'hui pourquoi le nombre d'épargnants qui investissent en valeurs mobilières est beaucoup plus important aux Bourses d'Accra ou de Lagos qu'à la BRVM.

### **2.2.2 Promotion de la culture boursière**

La plupart des acteurs économiques connaissent très peu ou ne connaissent pas les opportunités que peut offrir le marché boursier et les mécanismes de ce marché. La culture boursière est presque inexistante. Plusieurs voies et moyens peuvent être utilisés en vue de vulgariser la culture boursière à savoir :

- L'organisation de forums d'échanges sur la bourse et ses produits ;
- L'utilisation de canaux d'information tels que la presse écrite, la radio, la télévision et autres pour faire passer de manière récurrente l'information financière ;

Des journées portes ouvertes au niveau des antennes de bourses entre autres.

## CONCLUSION

Bien qu'ayant des intérêts personnels différents, les actionnaires, les dirigeants et les employés d'une entreprise ont un intérêt commun qui est sa survie. Les personnes qui la composent travaillent toutes pour la réalisation d'un but commun car c'est de cette dernière qu'ils tirent l'essentiel de leurs ressources et de leur position sociale. Pour qu'un quelconque projet fonctionne dans une entreprise, il faudrait des moyens humains et financiers, entre autres, pour l'accompagner. La décision de financement est donc une décision très importante pour l'aboutissement d'un projet.

Les financements « désintermédiés », par opposition à l'intermédiation bancaire, sont aujourd'hui plus privilégiés, ils diversifient et accroissent les ressources, et augmentent la disponibilité des fonds propres pour les entreprises. Les sociétés africaines l'ont aujourd'hui bien compris.

Notre marché financier régional, bien qu'avançant à petit pas, offre beaucoup d'opportunités aux entreprises dans le but de leur développement. Notre étude, partie de ce constat, nous a permis de traiter notre thème à savoir le financement des entreprises sénégalaises par la BRVM, les opportunités, les contraintes et les obstacles d'accès.

A l'issue de nos recherches, nous sommes arrivés à comprendre pourquoi nos entreprises ne s'impliquent pas dans les activités de la bourse. Alors que la plupart, en pleine expansion, pourraient bénéficier des avantages qu'offrent le marché.

Il y résulte aussi que les entreprises devraient se prémunir d'une bonne équipe de managers pour pouvoir comprendre tous les aspects relatifs au marché, car nous sommes à l'ère où l'économie mondiale est sous-tendue par le système des marchés de capitaux à long terme.

## **ANNEXES**

## INSTRUCTION N° 1/97 RELATIVE A L'APPEL PUBLIC A L'EPARGNE AU SEIN DE L'UMOA

Vu la Convention du 3 juillet 1996 portant création du Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers, ci-après Conseil Régional,

Vu les articles 18, 19 et 20 de l'annexe à ladite Convention.

Vu la décision n° 001/97 du Conseil des Ministres de l'Union Monétaire Ouest Africaine portant adoption du Règlement Général relatif à l'Organisation au Fonctionnement et au Contrôle du marché financier régional de l'UMOA, ci-après Règlement Général,

Vu les articles 113 à 137 dudit Règlement Général,

Vu la décision du Conseil Régional en sa session du 29 novembre 1997,

Le Conseil Régional arrête :

### Article 1

Sont réputés faire appel public à l'épargne, les Etats, les Sociétés ou toute autre entité :

- a. dont les titres sont disséminés au travers d'un cercle de cent personnes au moins, n'ayant aucun lien juridique entre elles,
- b. qui, pour offrir au public de l'UMOA des produits de placement, ont recours à des procédés quelconques de sollicitation du public, au titre desquels figurent notamment la publicité et le démarchage,
- c. dont les titres sont inscrits à la cote de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières

### Articles 2

Aucun appel public à l'épargne ne peut être réalisé sans l'autorisation préalable du Conseil Régional donnée par l'octroi d'un visa. Le visa octroyé doit faire l'objet d'une large diffusion sur le territoire de l'UMOA.

### Article 3

Les Etats, les collectivités locales, les services nationaux en charge des opérations de privatisation, les sociétés et les autres entités qui entendent procéder à un appel public à l'épargne sont tenus de s'adresser au Conseil Régional pour les diligences à accomplir en vue de la réalisation de leurs opérations.

### Article 4

Toute entité qui entend réaliser un appel public à l'épargne est tenue de désigner une Société de Gestion et d'Intermédiation (SGI) qui sera chargée de l'exécution de l'opération.

### Article 5

Toute entité qui entend faire appel public à l'épargne doit établir un document destiné à l'information du public appelé " Note d'information " qui doit être soumis au visa du Conseil Régional préalablement à sa diffusion dans le public.

### Article 6

La note d'information doit contenir les mentions obligatoires suivantes :

1. la dénomination de la société ou sa raison sociale ;
2. l'adresse du siège social
3. les activités de la société ;
4. les noms des dirigeants ; le montant et la répartition du capital social ainsi que l'identité et l'activité des actionnaires détenant plus de 10 % du capital
5. les comptes et les bilans simplifiés pouvant aller jusqu'à trois années d'exercice pour les sociétés déjà existantes ; ces comptes et bilans doivent être certifiés par un commissaire aux comptes agréé par le Conseil Régional. S'agissant des émissions obligatoires, la note d'information devra contenir les comptes et bilans certifiés d'au moins deux exercices ou, à défaut, une garantie jugée suffisante par le Conseil Régional.
6. Le montant de l'opération, le nombre de titres ;

7. La nature des titres émis (actions, obligations, obligations convertibles en actions,
8. La forme des titres (au porteur ou nominatifs)
9. La valeur nominale et le prix d'émission du titre ;
10. Les noms et adresses des fondateurs dans le cas d'une émission d'actions s'il s'agit d'une société en cours de constitution :
11. les comptes d'exploitation prévisionnels des cinq exercices suivant celui au titre duquel le dépôt du dossier a été effectué ;
12. l'indication de l'existence, le cas échéant, de parts de fondateurs d'actions privilégiés, d'obligations convertibles ;
13. les modalités de l'émission des titres ;
14. la durée indicative de placement ;
15. les modalités de convocation aux assemblées générales ;
16. les informations complémentaire suivantes, s'il s'agit d'une émission d'obligations :
  - la dénomination de l'emprunt,
  - le taux d'intérêt nominal et la durée,
  - les modalités et l'échéancier du remboursement,
  - la date de jouissance,
  - les clauses de rachat,
  - les garanties offertes

#### Article 7

Toute entité qui entend procéder à un appel public à l'épargne doit présenter une demande d'autorisation au Conseil Régional et lui communiquer à cet effet, un dossier comprenant notamment :

- a. les documents et renseignements concernant l'émetteur :
  - les statuts et actes constitutifs de la société, la résolution de l'assemblée générale ou la décision de l'instance ayant autorisé l'appel public à l'épargne ;
  - les noms et adresses des fondateurs dans le cas d'une émission d'actions s'il s'agit d'une société en cours de constitution :
- b. les comptes et bilans, le cas échéant, les comptes consolidés pouvant aller jusqu'à trois années d'exercice pour les sociétés déjà existantes ces comptes et bilans doivent être certifiés par un commissaire aux comptes agréé par le Conseil Régional.  
S'agissant des émissions obligataires, les comptes et bilans certifiés d'au moins deux exercices ou, à défaut, une garantie jugée suffisante par le Conseil Régional ;
  - les comptes d'exploitation prévisionnels des cinq exercices suivants celui au titre duquel le dépôt du dossier a été effectué ;
  - les avantages stipulés au profit des fondateurs, des administrateurs et de toute autre personne.
- c. les renseignements concernent l'opération :
  - le montant et le nombre des titres émis,
  - la valeur nominale et le prix d'émission du titre,
  - la forme des titres (au porteur ou nominatifs),
  - les modalités d'émission des titres,
  - la durée indicative de placement,<
  - la garantie de placement ou de bonne fin de l'opération,
  - les informations complémentaires suivantes, s'il s'agit d'une émission d'obligations :
    - la dénomination de l'emprunt,
    - le taux d'intérêt nominal et la durée,
    - les modalités et l'échéancier de remboursement,
    - la date de jouissance

- les clauses de rachat
- les garanties offertes

Le Conseil Régional peut demander toutes informations complémentaires dans le cadre de l'examen du dossier. Il peut faire procéder aux frais de la société requérante à un audit comptable par des experts indépendants.

#### Article 8

Le Conseil Régional indique au besoin, les énonciations à modifier et (ou) les informations complémentaires à insérer dans la note d'information.

#### Article 9

La note d'information visée par le Conseil Régional doit être largement diffusée sur le territoire de l'UMOA dès octroi du visa. Elle doit être tenue à la disposition du public aux sièges du Conseil Régional, de l'émetteur et de la SGI chargée de l'opération.

#### Article 10

Les copies de dépliants, d'encarts ou d'annonces publicitaires destinées directement au public ou à la presse écrite ainsi que le cas échéant, les textes d'annonces radiodiffusées ou télévisées devront avoir été préalablement soumis pour visa au Conseil Régional avant leur parution ou leur diffusion.

#### Article 11

Lorsqu'une note d'information ainsi que les documents qui l'accompagnent sont diffusés plus de trois mois après la date d'apposition du visa du Conseil Régional, l'information juridique et financière contenue dans l'ensemble de ces documents devra être actualisée et soumise au Conseil Régional pour approbation.

#### Article 12

La SGI chargée de l'exécution de l'appel public à l'épargne est tenue d'informer le Conseil Régional, pour le compte de l'émetteur du déroulement des opérations de souscription selon une périodicité qui sera précisée lors de l'octroi du visa.

#### Article 13

Le Conseil Régional peut, à tout moment après la délivrance de son visa et pendant le déroulement des souscriptions, interrompre celle-ci pour des motifs graves susceptibles de porter atteinte aux intérêts des épargnants tels que la révélation d'informations incomplètes ou erronées. Ces motifs sont portés à la connaissance de l'émetteur et du public.

#### Article 14

Toute entité ayant réalisé un appel public à l'épargne est tenue de procéder à la publication d'informations périodiques. Une instruction du Conseil Régional fixe les délais et les informations périodiques à publier.

#### Article 15

Toute entité non résidente qui entend procéder à un appel public à l'épargne dans l'UMOA est tenue de s'adresser au Conseil Régional pour l'obtention d'une autorisation préalable. En ce qui concerne l'obtention du visa, elle devra être munie de l'accord de l'autorité en charge du contrôle des changes de chacun des pays de l'UMOA en application des dispositions de l'article 176 du Règlement Général du Conseil Régional. Conformément aux dispositions de l'article 174, 2<sup>ème</sup> alinéa, les entités non résidentes sont les personnes physiques ayant leur principal centre d'intérêt hors de l'Union et les personnes morales de droit local ou étranger pour leur établissement situé hors de l'Union.

#### Article 16

Par application des dispositions de l'article 136 du Règlement Général du Conseil Régional, la formalité du visa préalable auprès du Conseil Régional n'est pas exigée pour les emprunts émis ou garantis par un Etat ou un groupe d'Etats de l'Union. Néanmoins, les Etats ou les collectivités locales établissent une note d'information qui est transmise au Conseil Régional. Cette note doit contenir les informations suivantes :

- h. le nom de l'Etat, du groupe des Etats, de la collectivité locale ou du groupe des collectivités locales, responsable de l'émission ;
- i. la description des titres offerts et de leurs conditions ;
- j. la valeur nominale et le prix d'émission de l'obligation
- k. la destination des fonds collectés ;
- l. les modalités de placement des titres ;
- m. les modalités de rémunération de l'emprunt ;
- n. les modalités de remboursement de l'emprunt.

Toutefois, en vertu des dispositions de l'article 137 du Règlement Général du Conseil Régional, certaines de ces informations peuvent ne pas figurer dans la note lorsqu'elles sont susceptibles de mettre en péril la défense nationale, la politique étrangère, l'ordre public ou les intérêts fondamentaux d'un des Etats membres de l'UMOA.

#### [Article 17](#)

L'octroi d'un visa est soumis au versement d'une somme dont le montant est fixé par instruction du Conseil Régional.

**République du Sénégal**  
**Ministère de l'Économie et des Finances**  
**COÛTS DES OPÉRATIONS SUR LE MARCHÉ**

Ils se résument aux tarifs des intervenants et aux visas du CREPMF

**1. Tarifs des SGI**

Les tarifs sont libres et peuvent donc varier d'une SGI à l'autre. Chaque SGI est cependant tenu de faire homologuer par le Conseil Régional le barème de l'ensemble de ses commissions et frais et de le remettre au client. La SGI exigera entre autres, une commission de valorisation annuelle, basée sur la valeur des titres inscrits au compte du client, ainsi qu'un droit de courtage sur chaque transaction, basé sur la valeur des titres acquis ou cédés.

**Composition des tarifs**

- commission de dossier = 2,5 % du capital levé
- commission de placement = 2,5 % du capital levé

**Autres frais** : exemple de CGF Bourse du Sénégal.

- commission opération sur les personnes physiques :
  - courtage = 1 %
  - facturation sur ordre de bourse = 0,1 %
- commission opération sur les institutions :
  - courtage = inférieur à 1 %
  - facturation sur ordre de bourse = inférieure à 0,1 % avec possibilité d'exonération
  - tenue de compte = 10 000 CFA/AN

**2. Tarifs du CREMPF**

- visa pour appel public à l'épargne :
    - moins de 1 milliard CFA = 1 pour mille (1 ‰)
    - de 1 à 10 milliards CFA = 3 pour mille (3 ‰)
    - de 10 à 20 milliards CFA = 2,5 pour mille (2,5 ‰)
    - au delà de 20 milliards CFA = 2 pour mille (2 ‰)
  - visa pour tout document à caractère publicitaire émis dans le cadre d'un appel public à l'épargne = 10.000 CFA par document.
  - agrément des structures et octroi de cartes professionnelles
- a. agrément des structures :
- Bourse Régionale des Valeurs Mobilières = 20.000.000 CFA
  - Dépositaire Central/Banque = 15.000.000
  - SGI = 2 000 00
  - Banques = 2.000.000
  - sociétés de gestion de Patrimoine = 1.000.000 CFA
  - apporteurs d'affaires, démarcheurs, conseil en Investissements bancaires
    - personnes morales = 400.000 CFA
    - personnes physiques = 200.000 CFA
- b. cartes professionnelles
- par carte et par an = 250 000 CFA

**Tableau 8 : Bilan fonctionnel de la Sonatel avant introduction en bourse**

<b>ACTIF</b>	<b>N-3 (1996)</b>	<b>N-2 (1997)</b>	<b>N-1 (1998)</b>
Immobilisation incorporelle	4.875,913	1.309	1.710
Immobilisation corporelle	163.636,471	184.284	223.669
Immobilisation financières	4120,592	14.075	14.439
<b>ACTIF IMMOB. (EMPLOIS STABLES) (A)</b>	<b>172.632,976</b>	<b>199667,8</b>	<b>239.818</b>
Actif circulant HAO (a)	-	-	1059
Avance et acompte versés/immob. (VR)	3.128,150	1.886	9.339
Stock (VE)	2.371,903	3.700	3.012
Clients et compte rattachés (VR) (1)	28.658,62	24.760	36.568
Autres créances (VR) (2)	39.096,286	37.255	31.955
Total créances (1) + (2)	67.694,907	68.015	68.523
Actif circulant d'exploitation (b)	73,194	67.600	80.874
<b>ACTIF CIRCULANT (a) + (b) = (B)</b>	<b>73.194,960</b>	<b>67.600</b>	<b>81.933</b>
<b>TRESORERIE ACTIVE (VD) (C)</b>	<b>36.210,724</b>	<b>48.735</b>	<b>32.679</b>
Actif court terme (B) + (C)	109.405,684	116.335	114.612
<b>TOTAL ACTIF (A) + (B) + (C)</b>	<b>282.038,660</b>	<b>316.002</b>	<b>354.430</b>
<b>PASSIF</b>	<b>N-3 (1996)</b>	<b>N-2 (1997)</b>	<b>N-1 (1998)</b>
Capital social et associé	50.000	50.000	50.000
Prime d'émission et de fusion	0	0	0
Ecart de réévaluation	-	-	-
Réserve	5.961,395	22.780	37.975
Report à nouveau	0	0	0
Résultat net	-	-	-
Prime d'émission de fusion	-	-	-
Résultat net	12.605,344	29.981	36.246
Subvention d'investissement	779,866	847	761
Amortissement et provision	163.827,483	156.181	166.983
Risque provisionnée	0	0	1.059
Actif fictif (frais d'établissement)	0	2.428	2.427
Autre, Capitaux propre	0	38.839	33.126
Capitaux propres (c)	233.174,088	257.361	290.597
Dettes à long moyen terme (DLMT) (d)	12.633,434	22.115	22.026
<b>RESSOURCES STABLES (c) + (d) = D</b>	<b>245.807,522</b>	<b>279.476</b>	<b>312.623</b>
Passif circulant HAO (e)	-	2.929	7.158
Avance et acompte, reçus	411	0	0
Fournisseur et compte associé	10.079,393	4.908	6.189
Dettes fiscales et sociales	13.020,333	15.638	20.052
Autre dette	11.787,483	9.473	4.367
Passif circulant d'exploitation (f)	34.887,620	30.019	30.604
<b>PASSIF CIRCULANT (e) + (f) = (E)</b>	<b>34.887,620</b>	<b>32.948</b>	<b>37.936</b>
Découvert bancaire	1.343,518	3.578	3.871
<b>TRESORERIE PASSIVE (F)</b>	<b>1.343,518</b>	<b>3.578</b>	<b>3.871</b>
Passif court terme (E) + (F)	36.231,138	36.526	41.807
<b>TOTAL PASSIF (D) + (E) + (F)</b>	<b>282.038,660</b>	<b>316.002</b>	<b>354.430</b>

Source : Sonatel

**Tableau 9 : Bilan fonctionnel de la Sonatel après introduction en bourse**

<b>ACTIF</b>	<b>N (1999)</b>	<b>N +1 (2000)</b>	<b>N+2 (2001)</b>
Immobilisation incorporelle	2013	2437	6297
Immobilisation corporelle	254.850	307.290	336.079
Immobilisation financières	22.260	22.743	21.778
<b>ACTIF IMMOB. (EMPLOIS STABLES) (A)</b>	<b>279.123</b>	<b>332.470</b>	<b>364.154</b>
Actif circulant HAO (a)	137	466	34
Avance et acompte, versé/immob. (VR)	18.014	5.225	6.346
Stock (VE)	3.317	2.965	6.224
Client et compte rattaché (VR) (1)	45.708	55.156	67.190
Autre, créance (VR) (2)	28.810	45.233	55.284
Total créance (1) + (2)	74.518	100.389	122.474
Actif circulant d'exploitation (b)	95.849	108.579	135.644
<b>ACTIF CIRCULANT (a) + (b) = (B)</b>	<b>95.986</b>	<b>109.045</b>	<b>135.205</b>
<b>TRESORERIE ACTIVE (VD) (C)</b>	<b>25.633</b>	<b>14.242</b>	<b>29.763</b>
Actif court ferme (B) + (C)	122.619	123.287	164.968
<b>TOTAL ACTIF (A) + (B) + (C)</b>	<b>401.742</b>	<b>455.757</b>	<b>529.122</b>
<b>PASSIF</b>			
Capital social et associé	50.000	50.000	50.000
Prime d'émission et de fusion	0	0	0
Ecart de réévaluation	-	-	-
Réserve	56.850	71.936	85.582
Report à nouveau	0	0	0
Résultat net	-	-	-
Prime d'émission de fusion	-	-	-
Résultat net	36.700	35.260	42.297
Subvention d'investissement	667	574	507
Amortissement et provision	178.340	191.285	214.430
Risque provisionnée	137	466	34
Actif fictif (frais d'établissement)	2.308	1.691	1.155
Autre, Capitaux propre	26.241	21.509	16.165
Capitaux propre (c)	320.286	347.830	391.895
Dettes à long moyen terme (DLMT) (d)	20.668	37.769	49.740
<b>RESSOURCES STABLES (c) + (d) = D</b>	<b>341.054</b>	<b>385.599</b>	<b>441.435</b>
Passif circulant HAO (e)	12.655	12.118	12.265
Avance et acompte, reçus	0	0	0
Fournisseur et compte associé	10.513	9.835	20.231
Dettes fiscale et sociale	26.248	27.081	30.723
Autre dette	7.733	15.492	19.723
Passif circulant d'exploitation (f)	44.494	52.408	70.677
<b>PASSIF CIRCULANT (e) + (f) = (E)</b>	<b>58.091</b>	<b>65.082</b>	<b>84.314</b>
Découvert bancaire	2.597	5.076	3.373
<b>TRESORERIE PASSIVE (F)</b>	<b>2.597</b>	<b>5.076</b>	<b>3.373</b>
Passif court terme (E) + (F)	60.688	70.158	97.697
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>401.742</b>	<b>455.757</b>	<b>529.122</b>

Source : Sonatel

## BIBLIOGRAPHIE

### ➤ **Ouvrages et revues**

Monder BELLALLAH (2003) : « *Finance moderne d'entreprise*, Economica 2<sup>ème</sup> édition. »

Zvi BODIE & Robert MERTON (2007) : « *Finance*, Nouveaux Horizons 2<sup>ème</sup> édition. »

Aswath DAMODARAN (2007) : « *Finance d'entreprise*, Nouveaux Horizons 2<sup>ème</sup> édition. »

Jacqueline DELAHAYE & Florence DELAHAYE (2011) : « *Finance d'entreprise*, Dunod 3<sup>ème</sup> édition. »

Richard BREALAY, Stewart MYERS & Franklin ALLEN (2011): « *Principes de gestion financière*, Pearson Education 8<sup>ème</sup> édition. »

Pascal QUIRY & Yann LE FUR (2012) : « *Finance d'entreprise*, Dalloz. »

Jeune Afrique l'Intelligent (2012) : « *Spécial finance*, Hors série. »

### ➤ **Mémoires**

Adjoua MOHAMED (2003) : « L'impact de l'introduction en bourse sur la performance des entreprises cotées à la BRVM : cas de la Sonatel et de la Sivoa. »

Dieynaba DIAO (2012) : « Le financement des banques par APE : cas du groupe Ecobank. »

### ➤ **Support de cours**

Cours Finance Internationale (2012), Dr Aliou DIOP

Cours Analyse financière (2011), Mr Thierno Souleymane BARRY, Professeur au groupe Sup De Co

### ➤ **Internet**

[www.trader-finance.fr](http://www.trader-finance.fr)

[www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)

[www.cgfbourse.com](http://www.cgfbourse.com)

[www.brvm.org](http://www.brvm.org)

[www.ansd.sn](http://www.ansd.sn)

## TABLE DES MATIERES

**DEDICACES**

**REMERCIEMENTS**

**SIGLES ET ABREVIATIONS**

**LISTE DES FIGURES ET TABLEAUX**

<b>INTRODUCTION .....</b>	<b>1</b>
<b>PARTIE I : CADRE THEORIQUE ET CONCEPTUEL .....</b>	<b>3</b>
Section 1 : Problématique et pertinence du sujet .....	4
1.1 Problématique .....	4
1.2 Pertinence du sujet.....	6
Section 2 : Revue critique de la littérature .....	7
2.1 Entreprise et financement .....	7
2.2 Evaluation et maximisation des titres d'une société.....	8
2.3 Investisseurs et marchés financiers.....	11
2.4 Evolution des marchés financiers en Afrique et en particulier dans l'UEMOA .....	12
Section 3 : Définition des concepts .....	13
3.1 Marchés des capitaux.....	13
3.2 Appel public à l'épargne.....	17
3.3 Modes de financement.....	18
3.4 Titres financiers .....	23
Section 4 : Objectifs de la recherche .....	23
4.1 Objectif général .....	23
4.2 Objectifs spécifiques.....	24
Section 5 : Hypothèses de la recherche .....	24
<b>PARTIE II : CADRE METHODOLOGIQUE .....</b>	<b>25</b>
Chapitre 1 : Cadre et délimitation de l'étude .....	26
Section 1 : Marché Financier Régional et ses différents acteurs.....	25
1.1 Pôle public du MFR : le CREPMF .....	26
1.1.1 Présentation du CREPMF .....	26
1.1.2 Attributions du CREPMF .....	27
1.2 Pôle privé du MFR .....	28

1.2.1 Structures centrales du MFR : la BRVM et le DC/BR .....	28
1.2.2 Intervenants commerciaux du MFR .....	30
Section 2 : Présentation de la BRVM .....	34
2.1 Organigramme .....	34
2.2 Instruments financiers négociés à la BRVM .....	34
2.2.1 Actions.....	35
2.2.2 Obligations .....	35
2.2.3 Droits .....	35
2.3 Règles de fonctionnement du marché boursier.....	36
2.3.1 Admission.....	36
2.3.2 Cotation .....	37
2.3.3 Compensation .....	38
2.3.4 Tarification .....	39
2.4 Commissions sur les valeurs inscrites à la cote ou valeurs cotées .....	39
2.4.1 Commissions perçues par la BRVM .....	39
2.4.2 Commissions perçues par le DC/BR .....	40
2.5 Commissions sur valeurs non cotées .....	43
2.6 Indices de la BRVM .....	44
2.6.1 BRVM 10 .....	44
2.6.2 BRVM Composite .....	45
2.6.3 Indices sectoriels .....	45
Chapitre 2 : méthodes d'investigation et difficultés de la recherche .....	45
Section 1 : Méthodes d'investigation .....	45
1.1 Collecte de données .....	45
1.2 Collecte documentaire .....	46
1.3 Elaboration de guide d'entretien.....	46
Section 2 : Difficultés et limites de la recherche .....	46
<b>PARTIE III : CADRE ANALYTIQUE .....</b>	<b>47</b>
Chapitre 1 : Analyse comparative des différentes sources de financement des entreprises sénégalaises : avantages et limites.....	48
Section 1 : Stratification des Pme .....	48
Section 2 : Formes et sources de financement des entreprises sénégalaises .....	49
Section 3 : Avantages et limites des sources de financement .....	51

Chapitre 2 : L'APE : source alternative de financement pour les entreprises sénégalaises.....	55
Section 1 : Profils de l'échantillon des entreprises enquêtées.....	55
1.1 Répartition selon le secteur d'activité.....	55
1.2 Répartition selon la forme juridique.....	55
1.3 Répartition selon l'effectif.....	56
1.4 Répartition selon l'ancienneté.....	56
Section 2 : Opportunités de l'APE.....	56
2.1 Opportunités selon les entreprises interrogées.....	56
2.2 Opportunités dans un contexte général.....	56
2.2.1 Opportunités liées au financement.....	56
2.2.2 Valorisation de l'entreprise.....	57
2.2.3 Notoriété de l'entreprise.....	57
2.3 Exemple d'entreprise cotée et réussie : la Sonatel.....	57
2.3.1 Présentation de l'action Sonatel.....	57
2.3.2 Analyse de la performance financière de sonatel.....	58
Section 3 : Contraintes liées l'APE.....	61
3.1 Contraintes selon les entreprises enquêtées.....	61
3.2 Contraintes générales.....	61
3.2.1 Risques pour le propriétaire.....	61
3.2.2 Inconvénients pour l'entreprise.....	61
3.2.3 Contraintes liées aux coûts.....	62
Chapitre 3 : Discussion et vérification des hypothèses de la recherche.....	64
Chapitre 4 : Recommandations et perspectives.....	65
Section 1 : Perspectives.....	65
1.1 Perspectives pour le CREMPF.....	65
1.2 Perspectives pour la BRVM.....	66
Section 2 : Recommandations.....	67
2.1 Recommandations générales.....	67
2.2 Recommandations spécifiques.....	67
2.2.1 Développement de nouveaux produits, réduction des coûts et assouplissement des conditions d'accès.....	67

---

2.2.2 Promotion de la culture boursière.....	68
<b>CONCLUSION.....</b>	<b>69</b>
<b>ANNEXES</b>	
<b>BIBLIOGRAPHIE</b>	
<b>TABLE DES MATIERES</b>	