

BANQUE DE FRANCE



**CENTRE AFRICAIN D'ETUDES SUPERIEURES EN GESTION**

**C.E.S.A.G – DAKAR**

**INSTITUT DE BANQUE ET FINANCE**



**MASTERE BANQUE ET FINANCE**

(DIPLOME ORGANISE PAR LA BANQUE DE FRANCE, LA BEAC, LA BCEAO, ET SOUTENU PAR LA BANQUE MONDIALE, L'UNION EUROPEENNE , L'ACBF...)

**LES PRINCIPES FONDAMENTAUX DE DEVELOPPEMENT  
DES MARCHES FINANCIERS : LA PERTINENCE DES PROCESSUS  
DES PAYS DE L'AFRIQUE NOIRE FRANCOPHONE**

**Mémoire de fin de formation présenté et soutenu en vue de l'obtention du diplôme  
de MBA en Banque et Finance  
(Option : Marchés financiers et Finance d'entreprise)**

Par :

**TIMAMO SIMO Eugène**

Bibliothèque du CESAG



107835

**Sous la direction de :**

**M. Jean-Claude EBE-EVINA**  
*Expert-Conseil, près les Cours d'Appel  
Enseignant-Associé,  
Institut des Relations Internationales  
du Cameroun (IRIC)*

et

**la supervision de :**

**M. Gilles MORISSON**  
*Banque de France  
Chef de Projet Mastère  
Banque et Finance*

**M0026MBF02**

**NEE ACADEMIQUE : 2001/2002**



CESAG

*LES PRINCIPES FONDAMENTAUX POUR UN DEVELOPPEMENT HARMONIEUX  
DES MARCHES FINANCIERS : LA PERTINENCE DES PROCESSUS DES PAYS  
D'AFRIQUE NOIRE FRANCOPHONE*

BIBLIOTHEQUE

*« Le nouveau siècle vient de vivre son premier acte majeur de barbarie. C'est terrible, mais il aura fallu le drame des Etats-Unis pour que le monde prenne conscience de son insouciance et de sa stupéfiante incapacité à prévoir ».*

**Michel CAMDESSUS**

J.A. / L'intelligent, n° 2126, p. 108.

DEDICACES

*A*

**Antoinette**, mon épouse

Et

*A*

**Sandrine, Jefferson et Viorika**, mes enfants

En reconnaissance de l'énorme sacrifice que vous avez consenti pour la réalisation de ce travail.

## AVANT – PROPOS

Le développement des marchés de valeurs mobilières est considéré de plus en plus comme un élément central de toute politique de développement pouvant servir comme levier pour mobiliser tant l'épargne nationale qu'internationale. En effet, des travaux de recherche récents ont permis de confirmer que des marchés de titres solides peuvent contribuer effectivement au développement. La soudaine frénésie observée pour la création de marchés financiers en Afrique noire francophone laisse croire que les autorités de la zone ont compris l'importance de ces institutions. Cependant, la gestion du processus même de développement des marchés de valeurs mobilières n'est pas facile pour les pays en voie de développement, en général, et pour les pays africains en particulier.

Pendant longtemps, le développement de marchés financiers locaux a été freiné par plusieurs facteurs :

D'une part, les conditions de création d'un marché financier n'étaient pas réunies en raison de la faiblesse du revenu national, du bas niveau de l'épargne, des économies essentiellement contrôlées par l'Etat au travers de participations nationales.

D'autre part, le système financier, surtout basé sur le recours à l'emprunt par l'intermédiaire des institutions nationales et internationales, ne fournissait même aucune raison à la création d'un marché financier. Avec le durcissement et le rétrécissement de ce financement va apparaître vers le milieu des années 1980 la nécessité de trouver une solution à la crise de la dette du début de la décennie 80. Ceci va conduire plusieurs pays à réduire fortement le recours aux prêts bancaires et à développer d'autres sources de financement.

Sous la pression des grandes institutions financières internationales, les gouvernements de ces pays ont mis en œuvre d'importants programmes de privatisation et des politiques de libéralisation des économies comportant notamment la création des marchés financiers. On va alors assister à une augmentation rapide des bourses en Afrique<sup>1</sup>. Cette augmentation indique que bien de pays ont compris que la création et le développement d'une bourse des valeurs mobilières doit faire partie de la stratégie de développement de leurs économies<sup>2</sup>, et même des économies régionales ou sous – régionales. Aujourd'hui, on compte 23 bourses en Afrique

<sup>1</sup> Le vrai mouvement de développement des bourses, celui qui a triplé leur nombre, se situe à la fin des années 1980, voir le dossier sur les bourses africaines in *Marchés Tropicaux* du 5 avril 2002.

<sup>2</sup> Même si certains dénie aux bourses de valeurs mobilières toute utilité en Afrique noire.

dont 15 créées depuis 1989<sup>3</sup>. Lorsqu'on regarde le tableau, on se rend compte que l'augmentation est davantage le fait des pays de l'Afrique anglophone<sup>4</sup> qui ont très vite compris la contribution que ces marchés pouvaient apporter à l'expansion des entreprises privées et, par suite, à la croissance de leurs économies. M. Jean-Paul GILLET, Directeur Général de la BRVM nommé en juillet 2000 le relève amèrement : « Les Anglo-saxons ont toujours parfaitement compris le rôle que peut jouer le marché financier dans la dynamisation de l'économie. C'est loin d'être le cas pour d'autres, qui ne sont en réalité que des « gérants » et non de véritables investisseurs <sup>5</sup>».

Même lorsqu'ils se sont mis à la création des bourses de valeurs mobilières, les pays d'Afrique noire francophone semblent avoir choisi l'option de bourses régionales<sup>6</sup>, même si le Cameroun a créé une bourse nationale, la Douala Stock Exchange (DSX)<sup>7</sup>. En effet, à l'instar de l'autre groupe de pays de la zone franc, l'Union Economique et Monétaire Ouest Africain (UEMOA) qui a créé en 1998 une bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM), la Communauté Economique et Monétaire d'Afrique Centrale devrait mettre en place la bourse des valeurs mobilières d'Afrique centrale (BVMAC) ; cette bourse aurait dû démarrer ses activités depuis le 31 décembre 2000<sup>8</sup>. Ce qui au sein de la CEMAC redonne toute son ampleur aux débats sur la création des bourses régionales ou nationales en Afrique. Au moment où les débats sont de plus en plus vifs, nous avons pensé qu'il n'était pas (ou plus) bon que la parole soit laissée uniquement aux politiques. Ceci, ajouté à l'a priori favorable à la contribution des bourses des valeurs mobilières au développement (au moins parce qu'il s'agit de l'un des principaux mécanismes reliant la finance à l'économie réelle) nous a incliné à étudier les conditions nécessaires à leur viabilité. En effet, même si l'on est enclin à admettre que les marchés financiers contribuent au développement, cela ne peut être vrai qu'à certaines conditions. C'est donc pour cette raison qu'il nous a semblé opportun d'entreprendre de sonder les processus retenus en Afrique noire francophone au regard des principes fondamentaux pour le développement harmonieux d'un marché financier.

---

<sup>3</sup> Voir à l'annexe V le tableau des bourses africaines, p. 94.

<sup>4</sup> C'est ainsi que sur les 13 bourses créées depuis 1989, 9 l'ont été par les pays anglophones ; voir annexe V.

<sup>5</sup> *Economia* n° 19, « Dernière chance pour la BRVM ? », p. 68.

<sup>6</sup> Contrairement aux pays anglophones où les bourses sont nationales.

<sup>7</sup> On sait néanmoins que cette bourse doit sa naissance essentiellement à la divergence entre les autorités de Libreville et celles de Yaoundé pour le choix du siège de la bourse régionale.

<sup>8</sup> Voir à l'annexe 6 le chronogramme inclus dans le rapport final du séminaire de restitution de l'étude de faisabilité.

Réalisé dans le cadre du MBA en Banque et Finance du Centre Africain d'Etudes Supérieures en Gestion (CESAG), ce mémoire a pour but de formaliser les capacités à la recherche et à la réflexion du stagiaire sur des sujets d'intérêt divers et ayant trait à la formation. Il ne s'agissait donc nullement pour nous de refaire toute la théorie de fonctionnement et de développement des mécanismes boursiers (le lecteur intéressé par cet aspect de la pensée pourra se reporter aux nombreux ouvrages qui y sont consacrés), mais seulement de voir si les différentes bourses de valeurs créées en Afrique noire francophone ont respecté les principes minima nécessaires. Par ailleurs, même dans cette optique, nous n'avons pas la prétention d'avoir fait le tour de la question. Le lecteur aura l'impression (ou même la certitude) quelquefois qu'il y a des omissions ou des développements inachevés, cela s'explique en majeure partie par les nombreuses difficultés auxquelles nous avons été confronté. Nous n'en relèverons que deux qui nous semblent celles qui ont été les plus handicapantes :

- les difficultés liées à l'information : elles n'étaient pas souvent disponibles ou alors pas actuelles (généralement, les informations récentes dataient de 1998 ou 1999) ; quelquefois, nous n'avons pas pu avoir accès à certaines tout simplement parce que leurs détenteurs étaient réticents à nous les livrer tant que l'autorisation ne venait pas de leur hiérarchie (par exemple, cela a été le cas à la Banque des Etats de l'Afrique Centrale pour des raisons circonstancielles) ;

- le profil des interlocuteurs : compte tenu de la nouveauté de la matière (notamment en Afrique centrale), il n'a pas toujours été facile d'obtenir les précisions et les éclairages nécessaires des rares responsables disponibles.

### **CHOIX DU SUJET :**

Cela dit, le choix de sujet a été dicté par un certain nombre de raisons :

- on assiste de plus en plus à la création des bourses de valeurs mobilières en Afrique en général, et en Afrique noire francophone, en particulier;

- si ces expériences sont théoriquement intéressantes, il convient de reconnaître qu'elles n'ont pas encore produit les résultats attendus, c'est-à-dire impulser ou soutenir le développement. Ce qui laisse apparaître que leurs difficultés ne se limitent pas seulement au moment de la création, mais concernent également leur développement. Pourtant, vu le faible taux d'investissement dans la zone, la nécessité du financement à long terme se fait sentir avec acuité.

## **LA PROBLEMATIQUE DU SUJET :**

Compte tenu des raisons énoncées ci-dessus (et de bien d'autres), il était intéressant, aussi bien sur le plan théorique que sur le plan pratique, de se poser quelques questions par rapport au marché financier en Afrique noire francophone :

La première question a trait à l'antériorité entre le développement économique et la création d'un marché financier ; en d'autres termes, est-ce le marché financier qui entraîne le développement économique ou l'inverse ?<sup>9</sup> En filigrane, il s'agit de savoir si les bourses sont nécessaires à l'Afrique francophone.

A supposer que la bourse soit utile à l'Afrique noire francophone, la seconde consisterait à se demander quel type de bourse faut-il, aussi bien en termes d'infrastructures que d'organisation.

Enfin, la troisième question nous invite à nous interroger sur le processus à suivre pour la création d'une bourse.

## **LES OBJECTIFS GENERAUX :**

L'étude visait un double objectif :

Premièrement, il s'agissait de trouver une explication aux difficultés des bourses de la zone : difficulté d'émerger et difficulté d'avoir un impact réel sur la vie économique ;

Ensuite, il s'agit de trouver comment faire pour que les bourses de la zone soient de véritables moteurs de développement.

## **LA DEMARCHE METHODOLOGIQUE EMPLOYEE :**

Pour mener l'étude, la phénoménologie nous a permis de bien cerner les bourses de valeurs et l'analyse comparative de rapprocher les expériences intra – zones entre elles et avec les expériences extérieures à la zone.

## **ANNONCE DU PLAN :**

Après avoir débattu de la problématique de la contribution des bourses de valeurs mobilières au développement, nous avons traité le sujet en distinguant les différentes phases

---

<sup>9</sup> On n'est pas loin de la question de l'antériorité entre l'œuf et la poule !



dans la vie d'une bourse, à savoir les préalables à la création, la création elle-même et le développement. La nature du sujet ne nous a pas permis de respecter rigoureusement le canevas proposé par le CESAG, néanmoins, à chaque fois, les principes théoriques ont d'abord été présentés et leur respect a été ensuite vérifié.

Ce travail n'a pu être fait que grâce au concours d'un certain nombre de personnes à qui nous tenons à témoigner notre gratitude. Nos remerciements s'adressent particulièrement à notre Directeur, M. **Jean – Claude EBE-EVINA**, Expert – Conseil près la Cour d'Appel, Enseignant – associé à l'Institut des Relations Internationales du Cameroun (IRIC) qui s'est montré disponible à tous les niveaux jusqu'à mettre sa bibliothèque, sa secrétaire et une salle de travail à notre disposition.

Une profonde gratitude ensuite à M. **Bernard CHERLONNEIX** qui a accepté spontanément de donner ses sages avis par rapport à ce travail.

Une gratitude également à l'endroit de mon frère **Alain KENMOGNE SIMO** dont le soutien moral, matériel et la présence physique à mes côtés à tout instant ont constitué un important viatique.

Nous avons aussi énormément apprécié la documentation fournie par Mme **Justine MADIESSE MIAFFO** et MM. **NKWENDA FEUTAT Simplot, MOUTHE Raoul** et **Jean René MBOMPIEZE** ; à tous et à chacun, profonde reconnaissance.

Au Directeur de l'Institut de Banque et Finance, M. **Séga BALDE** et à tous les enseignants de la promotion 2001/2002 du MBA en Banque et Finance du CESAG, vous resterez éternellement dans notre cœur.

Des remerciements tout particuliers à M. **Gilles MORISSON**, Chef de Projet du MBA Banque et Finance pour avoir suggéré le sujet et accepté de le superviser.

Enfin, une réelle reconnaissance à tous ceux qui de près ou de loin, d'une manière ou d'une autre, ont apporté leur contribution, notamment à madame **BOH Nestorine** qui s'est occupée de la saisie.

## LISTE DES PRINCIPALES ABREVIATIONS

AMACAM	:	Assurances Mutuelles Agricoles du Cameroun
ASEA	:	African Stock Exchanges Association (association des Bourses Africaines)
BCEAO	:	Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest
BEAC	:	Banque des Etats de l'Afrique Centrale
BM	:	Banque Mondiale
BOVESPA	:	Bourses des Valeurs de Sao Paulo
BRVM	:	Bourse Régionale des Valeurs Mobilières d'Afrique de l'Ouest
BVA	:	Bourse des valeurs d'Abidjan
BVMAC	:	Bourse des Valeurs Mobilières d'Afrique Centrale
CEMAC	:	Communauté Economique et Monétaire d'Afrique Centrale
CIMA	:	Conférence Interministérielle des Marchés d'Assurance (des pays de la zone franc)
CNPS	:	Caisse Nationale de Prévoyance Sociale du Cameroun
COBAC	:	Commission Bancaire de l'Afrique Centrale
COFACE	:	Compagnie Française d'Assurance du Commerce Extérieur
DSX	:	Douala Stock Exchange
Ed.	:	Editions
FCP	:	Fonds Commun de Placement
F&D	:	Finances et Développement
FMI	:	Fonds Monétaire International
IASC	:	International Accounting Standard Committee
IDE	:	Institut de Développement Economique
IOSCO	:	International Organization of Securities Commission
J.A.	:	Jeune Afrique
JSE	:	Johannesburg Stock Exchange
MTM	:	Marchés Tropicaux et Méditerranéens
NYSE	:	New – York Stock Exchange
OHADA	:	Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires
Op. cit.	:	Cité ci-dessus
OPCVM	:	Organisme de Placement Collectif des Valeurs Mobilières

PIB	:	Produit Intérieur Brut
PSI	:	Prestataire de Service d'Investissement
SADC	:	South African Development Community (communauté de développement de l'Afrique australe)
SICAV	:	Société d'Investissement à Capital Variable
UEMOA	:	Union Economique et Monétaire Ouest Africaine



DESAG - BIBLIOTHEQUE

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 :	Dépôts en banque en zones UEMOA et CEMAC.....	31
Tableau 2 :	Taux d'investissement en zones UEMOA et CEMAC.....	33
Tableau 3 :	Volume des négociations sur la BOVESPA.....	48
Tableau 4 :	Traitement fiscal des bénéficiaires des entreprises en zone BEAC.....	76
Tableau 5 :	Synthèse des activités de la bourse des valeurs d'Abidjan.....	77

RESAG - BIBLIOTHEQUE

## LISTE DES ANNEXES

Annexe 1 :	Projet de bourse régional en Afrique Centrale.....	81
Annexe2 :	Présentation du marché régional de l'UEMOA (BRVM).....	84
Annexe 3 :	Présentation du marché camerounais (DSX).....	88
Annexe 4 :	Capital minimum des établissements de crédit en zone BEAC.....	92
Annexe 5 :	Tableau des bourses africaines.....	94
Annexe 6 :	Chronogramme révisé du projet de bourse régionale des valeurs mobilières en Afrique Centrale.....	95
Annexe 7 :	PIB des pays de l'UEMOA et de la CEMAC (2000).....	96

## SOMMAIRE

<b>CHAPITRE INTRODUCTIF :LA PROBLEMATIQUE DE LA CONTRIBUTION DES BOURSES DE VALEURS MOBILIERES AU DEVELOPPEMENT.....</b>	<b>14</b>
SECTION I : LA DEFINITION DES MARCHES FINANCIERS.....	14
SECTION II : LA PROBLEMATIQUE DU DEVELOPPEMENT FINANCIER DANS LA CROISSANCE ECONOMIQUE.....	15
<b>CHAPITRE I : LA NON REUNION QUASI GENERALISEE DES PREALABLES A LA CREATION D'UNE BOURSE DES VALEURS MOBILIERES.....</b>	<b>26</b>
SECTION I : L'EXISTENCE THEORIQUE D'UN BESOIN DE BOURSE DE VALEURS MOBILIERES.....	26
SECTION II : L'INEXISTENCE D'UN ENVIRONNEMENT FAVORABLE.....	34
<b>CHAPITRE II : UNE MISE EN PLACE DES BOURSES ASSEZ DECEVANTE....</b>	<b>43</b>
SECTION I : UNE FAIBLE MAITRISE TECHNIQUE DES PAYS.....	43
SECTION II : LES ASPECTS NON TECHNIQUES : UNE ABSENCE DE LISIBILITE...	53
<b>CHAPITRE III : UN DEVELOPPEMENT DE LA BOURSE DIFFICILE A ASSURER.....</b>	<b>58</b>
SECTION I : DES MARCHES SUBSTANTIELLEMENT ILLIQUIDES .....	58
SECTION II : UNE TRANSPARENCE ET UNE CREDIBILITE ENCORE FRAGILES..	64

## **CHAPITRE INTRODUCTIF : LA PROBLEMATIQUE DE LA CONTRIBUTION DES BOURSES DE VALEURS MOBILIERES AU DEVELOPPEMENT**

Avant d'appréhender les contours du marché des valeurs mobilières, il convient naturellement d'en donner une définition et d'analyser la nature du lien entre le système financier et la croissance économique. Pour cela, nous allons commencer par définir le terme générique de marché financier qui recouvre un ensemble à plusieurs facettes. Comme tout marché il concerne une gamme de produits (les valeurs mobilières) qui se traitent sous la forme soit du neuf (marché primaire), soit d'occasion (marché secondaire), dans le temps (marchés au comptant, à terme) et dans l'espace (à New York, à Abidjan).

### **SECTION I : La définition des marchés financiers**

Le marché financier est tout d'abord un marché de valeurs mobilières. Celles-ci sont des titres négociables qui représentent soit des droits d'associé (actions), soit des droits de créancier (obligations) qui sont susceptibles de procurer des revenus à leurs détenteurs. Il recouvre ensuite les deux notions complémentaires de système de diffusion des émissions nouvelles (marché primaire) et d'institution apte à assurer l'échange de titres déjà émis (marché secondaire ou bourse de valeurs). Il convient de mieux présenter chaque segment en précisant ses fonctions.

#### **P.I. : Le marché primaire**

Le marché primaire a pour fonction de drainer des capitaux à long terme pour participer au financement de l'économie nationale. Il assure la collecte des ressources longues sous la forme d'émissions d'actions destinées à renforcer les fonds propres des sociétés, en utilisant le support d'emprunts obligataires qui visent à procurer des capitaux permanents aux secteurs privé, public ou para – public. Il présente une grande importance, mais pour être actif il a besoin de s'appuyer sur un marché secondaire efficace.

## **P.II. : Le marché secondaire**

Le marché secondaire ou bourse des valeurs assure l'échange des titres déjà émis, organise la liquidité de l'épargne investie en principe à long terme. Son importance provient du fait que, lorsqu'une personne souscrit à une augmentation de capital ou à un emprunt obligataire, il s'agit pour elle d'un placement de fonds dont elle n'a pas l'usage immédiat. Mais cette personne peut, quelques mois ou quelques années plus tard avoir besoin de liquidités. Cette personne veut donc avoir la certitude, au moment où elle souscrit des actions ou des obligations, qu'elle pourra, en cas de besoin, vendre facilement et rapidement ses titres.

Pour répondre à ce besoin, il a été créé un lieu de rencontre où convergent toutes les offres (ventes) et toutes les demandes (achats) qui se portent sur les valeurs mobilières. Ce lieu c'est la bourse des valeurs mobilières.

En raison de l'importance des capitaux en jeu, il faut que des règles soient imposées pour la conclusion des achats et des ventes qui protègent acheteurs et vendeurs.

Le développement des marchés financiers et la multiplication des bourses de valeurs mobilières de par le monde remet au goût du jour la problématique du développement financier et de la croissance économique.

### **SECTION II : La Problématique du développement financier dans la croissance économique**

Le développement du système financier entraîne-t-il une croissance économique plus rapide ? Ou est-ce la croissance économique qui favorise de manière endogène le développement des systèmes financiers ?

Dans le livre de Walter Bagehot, on trouve une des premières discussions relatives au développement du système financier, où l'auteur insiste sur son importance pour la croissance économique. Dans son étude, *Lombard Street : A description of the Money Market*, publiée la première fois en 1873, Bagehot explique que la caractéristique spécifique des marchés financiers anglais était la facilité relative avec laquelle ils pouvaient mobiliser l'épargne pour financer diverses opportunités d'investissements à long terme, non liquides. Cette facilité



d'accès des entreprises aux apports financiers extérieurs a été décisive pour la mise en place de nouvelles technologies en Angleterre.

Cette conception précoce que le développement financier peut jouer un rôle décisif dans la croissance économique n'a pas été acceptée par tous. Il y a eu, en fait, un débat considérable sur la relation de causalité : est-ce que la croissance économique conduit à des systèmes financiers beaucoup plus développés ou est-ce le développement financier qui entraîne une plus grande croissance économique ? Les partisans de la première opinion expliquent que les institutions et les marchés financiers apparaissent lorsqu'on en a besoin : lorsque l'économie se développe, la demande des milieux d'affaires pour des services financiers s'accroît, et le secteur financier se développe pour y répondre <sup>10</sup>

L'opinion opposée est que le développement financier n'est pas qu'un résultat, mais aussi une composante importante du développement économique. Les chercheurs qui soutiennent ce point de vue admettent que le secteur financier réponde à la demande accrue de services financiers survenant quand l'économie se développe. Mais ils insistent sur le fait qu'il peut également y avoir dans le niveau du développement financier des changements indépendants – par exemple, en réponse à des modifications dans les politiques gouvernementales – et que de tels changements peuvent stimuler la croissance économique. En particulier, ils soutiennent qu'un système financier, qui ne fonctionne pas bien, peut entraver le développement, mais qu'un système efficace peut amener le taux de croissance à un niveau plus élevé que celui qu'il aurait atteint autrement.

Les résultats de quelques analyses récentes venant à l'appui de cette deuxième opinion - le développement financier peut avoir un impact significatif sur le taux de croissance économique d'un pays - <sup>11</sup> seront discutés.

Ainsi, les pays pauvres ou ceux qui sont en transition vers l'économie de marché pourraient connaître des taux de croissance plus élevés en évitant des politiques qui entravent le développement du système financier. En outre, les économies fonctionnant avec de telles politiques peuvent stimuler le développement économique en les éliminant.

---

<sup>10</sup> Voir, par exemple, le livre de 1952 de Joan Robinson cité dans *Problèmes Economiques* n° 2666 du 24 mai 2000, p. 20.

<sup>11</sup> Voir article de Aubhik Khan reproduit par *Problèmes Economiques*, loc. cit., et Roos Levine (1997).

Une interprétation plus poussée de cette relation – en considérant que les décideurs politiques sont en réalité en mesure de doper les taux de croissance en consacrant des fonds à soutenir le développement du système financier – est plus discutable et les éléments constatés à ce jour ne sont pas en mesure de soutenir cette interprétation.

Pour comprendre comment le système financier peut influencer la croissance économique, il nous faut examiner plus en détail le rôle du système financier et ensuite faire l'analyse du lien de causalité.

### **P.I. : Le rôle du système financier**

Dans une économie, le système financier est susceptible de jouer plusieurs rôles parmi lesquels nous pouvons citer :

#### **1- La mobilisation de l'épargne**

Dans la mesure où un épargnant individuel risque de ne pas vouloir ou de ne pas pouvoir financer complètement un emprunteur, les marchés et les institutions financiers collectent l'épargne de divers ménages et rendent cet argent disponible pour des prêts. Cette activité réduit les coûts de transaction liés au financement externe, aussi bien pour les entreprises que pour les ménages. En s'adressant directement à une institution financière, les entreprises désireuses d'emprunter évitent les frais relatifs à la recherche d'épargnants. Parallèlement, les épargnants évitent les frais d'évaluation de chaque emprunteur potentiel en plaçant leur argent dans une institution financière.

#### **2- La répartition des capitaux provenant de l'épargne**

Dans la mesure où les institutions financières sont compétentes, elles peuvent déterminer quelles sont les opportunités d'investissement rentables, et évaluer la solvabilité des emprunteurs à un coût moindre que le petit investisseur moyen.

### 3- La réduction du risque

La répartition de l'épargne des investisseurs sur de nombreuses opportunités d'investissements différents diversifie le risque pour les ménages et diminue leur exposition à l'incertitude liée aux projets individuels. Cette diminution du risque encourage l'épargne.

### 4- La capacité de générer des liquidités

Certains investissements aux rendements potentiellement élevés concernent des projets qui demandent des capitaux engagés à long terme. Cependant, certains investisseurs peuvent avoir, de façon imprévue, besoin de leur épargne. Heureusement, lorsque le système financier collecte l'épargne de nombreux ménages, il alloue des fonds aussi bien à des projets de court terme que de long terme. De cette façon, les investisseurs obtiennent des rendements plus élevés sur leur épargne que si leurs investissements étaient limités à des projets de court terme, tout en gardant l'accès à leur épargne en cas de besoin. En outre, une telle combinaison des investissements assure que les projets à long terme rentables seront financés.<sup>12</sup>

### 5- La facilitation du commerce

Il le fait en développant le crédit et en garantissant les paiements. Par exemple, les espèces, les comptes à vue et les cartes de crédit, permettent tous aux particuliers d'échanger des biens et des services sans devoir recourir au troc. En outre, les lettres de crédit aident les entreprises à commander les biens intermédiaires pour leur production en cours, alors qu'elles subissent des retards dans les règlements de leurs ventes passées.

### 6- Le contrôle des entreprises et de leurs dirigeants

L'information qu'ont les entrepreneurs ou les dirigeants sur le déroulement et le résultat de leurs projets tend à être meilleure par rapport à l'information reçue par les créanciers et les actionnaires de l'extérieur. Les tentatives des initiés d'exploiter cet avantage tendraient à

---

<sup>12</sup> Dans une étude de 1969 demeurée célèbre, Sir John HICKS insiste sur l'importance du rôle joué par le système financier pendant la révolution industrielle en Angleterre. Poussant plus loin la théorie de Walter Bagehot selon laquelle le développement financier facilite l'utilisation de nouvelles technologies, HICKS défend le point de vue que le développement financier, en particulier le volume accru des liquidités, a permis d'adopter de nouvelles technologies, comme la machine à vapeur, qui nécessitaient un investissement à long terme, p. 144.

décourager l'épargne. Par exemple, les dirigeants pourraient minimiser les gains de leur entreprise dans les rapports adressés aux prêteurs et aux actionnaires dans le but d'augmenter leurs propres revenus. Pour contrecarrer cet avantage lié au privilège de l'information, les banques surveillent les emprunteurs et les marchés boursiers permettent aux actionnaires de sanctionner les mauvais dirigeants en les contraignant, par leurs votes, à quitter l'entreprise.

Ces fonctions font penser qu'un système financier qui fonctionne bien peut permettre d'améliorer le niveau de l'épargne et celui de l'investissement et, par là la croissance économique.

## **P.II : L'analyse du lien de causalité**

La première en date des études sur les rapports entre la finance et la croissance à travers le monde est celle de Raymond Goldsmith faite en 1969. Goldsmith a utilisé comme mesure du développement financier la valeur de l'actif des intermédiaires financiers par rapport au PIB.

En examinant les données de 35 pays sur 103 ans (1860 – 1963), il a trouvé qu'en général, le développement financier et le développement économique sont concomitants.

Toutefois, si la mesure du développement financier par Goldsmith peut être en corrélation avec l'ampleur des services financiers, il est moins probable qu'elle ait un rapport étroit avec la qualité de ces services. Malheureusement, la pauvreté des données sur la qualité des services financiers rend problématique son évaluation pour toute étude du développement financier. Par ailleurs, l'étude de Goldsmith ne tient pas compte des nombreux autres facteurs qui déterminent, au moins partiellement, le taux de croissance économique. La théorie économique montre que la propension d'un pays à épargner, les ressources en capital humain, les politiques budgétaire et monétaire, la stabilité politique et économique, le respect des lois, le taux de croissance de la population et le niveau initial du PIB, sont tous des déterminants possibles du taux de croissance d'une économie.

Le travail de Robert King et Ross Levine, en 1993 est, peut-être, l'étude la plus exhaustive sur la relation entre système financier et la croissance, dans la tradition de Goldsmith. Ce travail a résolu la plupart des problèmes de l'étude d'origine. Prenant en compte le manque de mesures valables du développement financier global, les auteurs ont examiné de

nombreuses autres possibilités. Ils ont utilisé quatre mesures. Deux calculent l'ampleur du secteur financier : le passif exigible du système financier en pourcentage du PIB et le montant du crédit accordé aux entreprises privées à la fois par les banques du secteur privé et par la Banque Centrale, en pourcentage du PIB.<sup>13</sup>

King et Levine ont également utilisé deux mesures de l'efficacité du système financier. La première est la proportion du crédit total effectivement fourni par les banques du secteur privé et non par la Banque Centrale. La deuxième est la part du crédit total alloué à des entreprises privées non financières. Il est implicite à l'utilisation de ces deux mesures que l'on pense qu'une économie dans laquelle les prêts se font davantage par les banques du secteur privé et dans laquelle on prête davantage aux entreprises privées, bénéficiera d'une allocation plus efficace du financement externe. Une banque du secteur privé, qui cherche à maximiser les profits, est plus susceptible de financer des projets d'investissements rentables qu'un prêteur gouvernemental qui peut être obligé d'avoir d'autres critères d'évaluation pour ses prêts.

King et Levine ont également utilisé trois mesures différentes de la croissance économique : le taux de croissance par habitant du PIB et celui du stock de capital et le taux de croissance de la productivité totale des facteurs<sup>14</sup>. Enfin, pour isoler les conséquences du développement financier, ils ont vérifié différents autres déterminants du développement économique. C'est-à-dire qu'ils ont évalué à quel point, d'après les mesures du développement financier étudiées ci-dessus, il était possible d'expliquer la part du taux de croissance global n'ayant pas encore été expliquée par d'autres facteurs. Les auteurs ont trouvé une corrélation positive et significative sur le plan statistique entre les mesures du développement financier et celles de la croissance économique ; en d'autres termes, les pays qui ont le plus haut niveau de développement financier ont tendance à avoir la croissance économique la plus forte, et vice-versa.

La question de la causalité reste pourtant posée. Est-ce que la finance entraîne la croissance ? En d'autres termes, est-ce qu'un niveau élevé de développement financier génère à

---

<sup>13</sup> Le passif exigible du système financier comprend les espèces conservées en dehors du système bancaire ainsi que les engagements à vue et engagements productifs d'intérêts des banques et des intermédiaires financiers non bancaires.

<sup>14</sup> La croissance de la productivité totale des facteurs est considérée comme la part de la croissance du PIB qui ne peut pas être expliquée par des variations du capital investi ou des heures travaillées, cf. Aubhik Khan, op. cit..

lui seul la croissance économique ? Ou bien, le développement financier ne survient-il qu'en tant que résultat du développement économique ? Si le développement financier provoque le développement économique, les politiques qui entravent la formation de ces marchés et des intermédiaires financiers risquent de réduire les taux de croissance à long terme.

King et Levine fournissent des preuves suggérant une relation de causalité entre la finance et la croissance. Leurs données indiquent que le niveau de développement financier initial, mesuré en 1960, permettait de prédire le taux moyen de croissance économique ultérieur dans les pays du monde sur les 29 années suivantes. En d'autres termes, les économies qui étaient plus développées sur le plan financier au début de cette période, ont connu, en moyenne, une croissance plus rapide. Cette découverte va dans le même sens que le point de vue des chercheurs qui estiment que le développement financier provoque la croissance économique. Mais cela ne constitue pas une preuve concluante de causalité, étant donné que le niveau initial de développement financier peut dépendre de la façon dont les acteurs économiques prévoient les changements futurs du taux de croissance économique.

### **P.III : La causalité réexaminée**

Malgré la découverte de King et Levine selon laquelle le développement financier permet de prévoir la croissance économique, le scepticisme demeure justifié. D'après les travaux de 1998 de Raghuram Rajan et de Luigi Zingales, deux sources d'erreurs possibles empêchent les chercheurs d'utiliser les résultats selon lesquels la finance permet de prévoir la croissance, pour arriver à la conclusion qu'elle détermine effectivement la croissance. La première source d'erreurs vient du rôle des prévisions ; la seconde de l'omission d'importants facteurs.

Les prévisions sur le futur développement économique peuvent provoquer le développement financier actuel. Si des entrepreneurs prévoient une augmentation de la croissance – qui impliquera une demande plus élevée de services financiers – il se peut qu'ils investissent aujourd'hui dans la création d'intermédiaires financiers supplémentaires, par anticipation de profits futurs. Dans ce scénario, la finance est entièrement déterminée par la croissance, mais elle la précède.

L'autre source d'erreurs est représentée par des facteurs non pris en compte. Une variable comme le taux d'épargne peut déterminer à la fois le développement financier actuel et la croissance économique future. En général, l'économie dans un pays où la population est jeune (à condition qu'elle ne soit pas trop jeune) aura tendance à avoir une épargne plus importante par rapport au PIB – et ainsi à fournir un plus grand volume de financement extérieur – que l'économie d'un pays à la population plus âgée. En répartissant cette offre plus élevée en épargne, le système financier prendra de l'extension. L'économie profitera ainsi d'un meilleur développement du système financier. En outre, si ces fonds sont ensuite investis dans des projets qui favorisent la croissance, l'économie connaîtra un taux de croissance ultérieur plus élevé. Dans ce cas de figure, la finance n'est pas du tout à l'origine de la croissance. Toutes deux découlent de la structure démographique ; Cependant, les données recueillies vont à nouveau indiquer que la finance précède la croissance.

Rajan et Zingales ont tenté de résoudre la question de la causalité et de mettre en évidence le mécanisme par lequel la finance peut influencer la croissance. Etant donné que le système financier contribue à réduire les coûts de l'information et de transaction liés au financement externe des investissements, les auteurs soutiennent que si la finance est à l'origine de la croissance, le développement financier devrait avoir des conséquences disproportionnées sur les secteurs qui dépendent – pour leurs investissements – davantage du financement externe que des bénéfices non distribués. En général, dans ce type de secteurs, les investissements mettent plus longtemps à générer des liquidités. C'est ainsi que le développement financier devrait avoir un impact plus fort sur l'industrie des médicaments et des produits pharmaceutiques, des matières plastiques et des ordinateurs (qui ont besoin d'un montant élevé de financement externe pour la recherche et le développement) que sur l'industrie du tabac, qui n'en a guère besoin.<sup>15</sup>

Précisément, les industries qui ont un plus grand besoin de financement externe devraient croître relativement plus vite dans le cadre d'une économie plus développée sur le plan financier, que dans le cadre d'une économie moins évoluée sur ce plan.

Pour tester leur hypothèse, les auteurs ont dû recourir à deux types de mesures. Premièrement, il leur a fallu déterminer le besoin des secteurs économiques en financement

---

<sup>15</sup> Rajan et Zingales (1998), p. 560.

externe. C'est ce qu'ils ont fait en utilisant des données relatives aux entreprises des Etats-Unis, en considérant que le marché financier des Etats-Unis est suffisamment développé pour apporter à chaque industrie le niveau de financement externe souhaité. Deuxièmement, pour exécuter leur test, Rajan et Zingales ont dû mesurer le développement financier. Utilisant des mesures différentes de celles de King et Levine, ils ont mesuré l'ampleur du développement financier du pays considéré par la taille de son marché boursier additionné du montant du crédit fourni par le secteur bancaire, par rapport au PIB du pays. Ils ont également mesuré l'efficacité du secteur financier à l'aide d'une échelle de la qualité des normes comptables du pays. De meilleures normes comptables aident à surmonter les problèmes d'information liés à l'apport de financement externe et conduisent à un système financier plus efficace. Rajan et Zingales ont utilisé une approche statistique qui a amélioré le problème de l'omission de variables explicatives et ont tenu compte de la taille de chaque secteur économique. Ils ont trouvé qu'effectivement, les secteurs les plus dépendants du financement externe avaient tendance à croître plus rapidement dans les pays plus développés sur le plan financier que dans ceux qui l'étaient moins. Une autre découverte intéressante a été que, dans chaque secteur, le développement financier était plus important pour des entreprises jeunes. Etant donné que de telles entreprises étaient davantage susceptibles d'avoir besoin de financement externe, les auteurs y ont vu une confirmation supplémentaire de leur thèse.

En résumé, le travail de Rajan et Zingales a apporté la preuve suivante : en réduisant les coûts induits par le financement externe des entreprises, la finance peut favoriser la croissance économique. En outre, dans la mesure où ils ont étudié des secteurs donnés dans un grand nombre de pays, ils ont pu éliminer les conséquences des facteurs spécifiques aux pays et aux secteurs, susceptibles d'influencer le développement économique, mais impossibles à observer par les chercheurs.

Cependant, cette approche entraîne des difficultés. Lorsqu'une économie se développe, sa structure économique évolue. En se servant des Etats-Unis pour évaluer sur le plan mondial, les besoins des secteurs en financement externe, les auteurs ont supposé que les procédés de production au sein des secteurs étaient pratiquement sans rapport avec le niveau de développement économique. Si cette supposition importante s'avérait non fondée, on pourrait douter de l'exactitude de leur mesure des besoins d'un secteur en financement externe.



Néanmoins, le travail accompli sur la même question par Demirgüç-Kunt et Vojislav Maksimovic apporte des preuves supplémentaires de l'importance du financement externe.

En utilisant des données au niveau des entreprises dans différentes économies, Demirgüç-Kunt et Maksimovic ont évalué les taux maximum de croissance sous contrainte de ces entreprises (les taux maximum de croissance qu'elles peuvent atteindre sans accéder au financement externe pour investir). Demirgüç-Kunt et Maksimovic ont trouvé qu'une proportion plus importante d'entreprises arrivaient à dépasser leur taux de croissance sous contrainte au sein d'une économie plus développée sur le plan financier. En particulier, les économies où le système juridique est relativement efficace, les marchés boursiers actifs, et les secteurs bancaires importants, permettaient à davantage d'entreprises d'accéder au financement externe.

Les études des différents chercheurs montrent qu'il existe une corrélation positive entre le développement financier et la croissance économique d'un pays (ce qui peut expliquer l'engouement avec lequel les bourses de valeurs mobilières se sont développées depuis une quinzaine d'années aussi bien en Europe, en Amérique, en Asie qu'en Afrique). En Afrique particulièrement, 15 (quinze) bourses se sont développées depuis 1989.

De la même manière que Demirgüç-Kunt et Vojislav Maksimovic conçoivent au niveau des entreprises des taux de croissance maxima sous contrainte, nous pensons que dans un pays présentant pendant quelques années des taux de croissance positifs, réguliers et soutenus (toutes choses égales par ailleurs), les investisseurs tant nationaux qu'internationaux seront attirés par ce marché qui va continuer à croître jusqu'à un taux plafond.

Pour aller au-delà et renforcer la croissance, les décideurs devront restructurer, améliorer le système financier pour l'adapter aux nouvelles potentialités économiques du pays. C'est le cas des « dragons d'Asie » et des « tigres d'Amérique Latine » où les marchés ne se sont véritablement développés qu'après environ une décennie de croissance soutenue.

L'Ile Maurice constitue également un exemple pertinent comme nous le verrons plus loin<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup> Voir infra, p.27.

A l'inverse, en Afrique de l'Ouest, une bourse régionale a été créée (BRVM) avec des pays dont les taux de croissance pour certains étaient faibles ou pas encore soutenus ; cette bourse tarde d'ailleurs à se démarquer de la bourse nationale ivoirienne (Bourse des Valeurs Mobilières d'Abidjan) sur les cendres de laquelle elle est née.

S'il est de plus en plus admis que les places boursières jouent un rôle (crucial ou marginal selon les auteurs) dans le processus économique d'un pays et contribuent au développement et à la croissance générale<sup>17</sup>, leur impact ne peut être maximal que si elles sont créées au moment opportun. En effet, cette opération ne doit pas être un simple phénomène de mode ou être réalisée dans un but inavoué de décrocher quelques subsides d'organismes étrangers ou internationaux pleins d'"experts" qui, comme le disait une personnalité africaine, « ouvrent grands les yeux et ne voient rien ».

Le développement d'un marché de valeurs mobilières apparaît donc comme étant un processus permanent, complexe qui doit s'inscrire dans le cadre d'une stratégie globale de développement et où comme le disait Paul K. Melly de la commission des marchés au KENYA, « il est impossible de prendre des raccourcis »<sup>18</sup>.

Le principe du moment adéquat n'est donc pas la seule condition du développement d'un marché. Celui-ci nécessite que des conditions préalables soient réunies (chapitre I), que certains principes soient observés à la phase de création proprement dite (chapitre II) et d'autres pour le développement de la bourse (chapitre III).

---

<sup>17</sup> Ouvrage de l'IDE de la Banque Mondiale, op. cit., p. 2.

<sup>18</sup> Paul K. MELLY, de la commission des marchés au KENYA, in ouvrage IDE de la B.M., op. cit., p. 164.

## **CHAPITRE I : LA NON REUNION QUASI GENERALISEE DES PREALABLES A LA CREATION D'UNE BOURSE DE VALEURS MOBILIERES**

Pour assurer la crédibilité d'une bourse de valeurs mobilières et, en conséquence, lui donner des chances d'être pérenne, sa mise en place doit obéir à des conditions largement admises aujourd'hui. Les unes ont trait à l'effectivité du besoin et les autres à l'existence d'un environnement favorable. Si on peut dire que l'Afrique noire francophone a théoriquement besoin d'une bourse (section I), il reste que l'existence d'un environnement favorable peut être discuté (section II).

### **SECTION I : L'existence théorique d'un besoin de bourse de valeurs mobilières**

La création d'une bourse de valeurs mobilières ne doit pas être le produit d'une mode, elle doit répondre à un besoin précis. Pour cela, elle ne doit pas procéder uniquement d'une volonté politique ou de pressions extérieures. En Afrique noire francophone, le besoin de bourse a été largement affirmé par les différents acteurs (publics ou privés) de la vie économique. Cependant, l'affirmation à elle seule ne suffit pas pour fonder une bourse ; c'est pourquoi après avoir rappelé cette affirmation (P. I) nous nous attacherons à démontrer sa réalité (P. II).

#### **P. I : L'affirmation d'un besoin de bourse de valeurs mobilières en Afrique noire francophone**

Ici, il s'agit de savoir comment le besoin de bourse de valeurs mobilières a été détecté. Cela a été l'œuvre non seulement des autorités publiques (A) mais aussi des personnes privées (B).

##### **A/ L'affirmation par les autorités publiques**

La création du marché financier régional de l'UEMOA répond à un besoin longtemps présenté et inscrit dans le traité du 14 novembre 1973 constituant l'Union Monétaire Ouest Africain, afin de contribuer à la diversification du secteur financier, mobiliser des ressources longues nécessaires au financement de la production et de l'investissement et favoriser l'intégration régionale. A l'issue des conseils de décembre 1993, les autorités de l'UEMOA ont

décidé de la création du marché financier et confié à la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest, le mandat de conduire et de réaliser le projet. Le 03 juillet 1996, elles ont adopté la Convention portant création du Conseil Régional de l'Epargne publique et des Marchés financiers, avant de procéder à la constitution de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM). Celle-ci a démarré ses activités le 16 septembre 1998, en reprenant celle des lignes d'actions et d'obligations précédemment cotées par la Bourse de Valeurs d'Abidjan (BVA) entre 1976 et 1998 et répondant à ses propres normes.

En Afrique Centrale, la promotion du marché a été quelque peu différente. Le projet d'un marché financier en Afrique Centrale est né du constat établi en novembre 1994, par le conseil d'Administration de la BEAC, de l'absence d'un instrument approprié de financement des investissements longs à l'heure d'un désengagement des Etats de l'activité économique et financière. En outre, le contexte d'expansion économique soutenue amorcé depuis le changement de parité du franc CFA et l'accélération du processus de privatisation des entreprises publiques ont souligné le besoin d'un marché visant à faciliter les échanges de titres et la mobilisation des capitaux nécessaires à la modernisation et au développement du secteur privé.

Supervisé par la Banque Centrale, le projet de création de la Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale (BVMAC) a fait l'objet d'une étude de faisabilité qui a conclu à la viabilité d'une bourse régionale privée, qui selon le calendrier initial aurait pu démarrer ses activités pendant le dernier trimestre 2000<sup>19</sup>.

Quant à la Bourse de Douala, l'idée de sa création est partie tout d'abord de la ferme volonté politique d'insuffler un regain de dynamisme à l'économie en pleine croissance continue depuis 1996/97 (taux de croissance autour de 5 %).

Le besoin s'est notamment intensifié lorsque les banques ont vu leur cote de confiance s'amenuiser par une décennie de banqueroute et de restructuration qui a conduit au développement excessif de l'informel. La bourse de Douala est apparue comme un instrument de lutte contre l'informel pouvant drainer l'épargne des particuliers vers les circuits formels de l'économie.

---

<sup>19</sup> Voir chronogramme en annexe VI.

Au Cameroun, 40 % des capitaux circulent dans le secteur informel où se déroulent du reste 60 % des activités économiques. L'on relève même que deux tiers (2/3) des investissements dont bénéficie l'agriculture (25 % du PIB) sont effectués à partir de l'épargne non bancaire. Dans le même temps, les besoins en capitaux de l'économie formelle vont croissants et les financements pas toujours disponibles.

« Les banques restructurées, échaudées par la crise entretenue notamment par une clientèle très souvent déloyale hésitent à faire à nouveau confiance à leurs clients et baignent dans une surliquidité à la limite insolente ».

Dans ce contexte, la bourse de Douala peut demain, réconcilier tous ces acteurs solidaires de la reprise économique en s'affirmant comme un espace de transaction où règne la confiance.

La mise en place de la bourse de Douala représentera donc un grand défi pour ces banques qui rechignent à octroyer des prêts à long terme, nécessaires aux investissements lourds capables de propulser le développement économique durable du pays. Mais les banques commerciales ont-elles pour vocation de financer les investissements à long terme ? La question est suffisamment controversée et la réponse négative ne fait guère de doute pour de nombreux auteurs (Alain Le NOIR).

Comme nous venons de le dire, ce genre de financement leur a coûté des faillites spectaculaires par le passé. D'où le besoin d'inciter à la création des banques d'investissement dont les missions sont inscrites beaucoup plus dans le long terme.

L'affirmation se retrouve même au sein des instances internationales ; c'est ainsi qu'un cadre du F.M.I. affirmait de manière à peine voilée la nécessité d'une bourse dans la zone en disant : « La restructuration des secteurs financiers a certes progressé sensiblement dans de nombreux pays d'Afrique subsaharienne... Dans la période à venir, des mesures urgentes s'imposeront donc pour atteindre les objectifs suivants : garantir l'indépendance des banques centrales... ; approfondir et élargir les marchés de capitaux ;... De même, des institutions

financières spécialisées et des instruments de mobilisation de l'épargne à long terme devront être créés »<sup>20</sup>.

## **B/ L'affirmation par le privé**

Des entrepreneurs, des chercheurs et des enseignants d'université ont souvent réclamé la création d'un marché financier organisé capable de mobiliser efficacement les ressources financières nationales et celles provenant de l'étranger.

Dans un article intitulé «Rôle du secteur privé local dans l'intégration économique en Afrique Centrale», l'économiste Gabriel NAHIMANA écrit : «privées de capitaux, abandonnées par les organismes financiers de développement, négligées par les plans de développement et, jusqu'à une période récente, ignorées de la plupart des programmes d'aide financière étrangers, les entreprises du secteur privé doivent compter essentiellement sur leur épargne pour se développer et se moderniser. Or dans les pays où les marchés boursiers sont inconnus et les systèmes d'intermédiation financière inefficients, le secteur privé a des difficultés pour se procurer des ressources pour financer son développement ».

En 1995 Etienne NTSAMA, ancien banquier, devenu consultant mène une étude pour la création d'une Bourse de Valeurs Mobilières à Douala : «elle pourrait s'inspirer des exemples de bourses nationales africaines existantes pour apparaître comme une place forte et crédible ».

Nous même avons montré en 1985, dans le cadre de notre mémoire de fin d'études en maîtrise<sup>21</sup>, à travers l'exemple de la Caisse Nationale de Prévoyance Sociale du Cameroun (CNPS) et les Assurances Mutuelles du Cameroun (AMACAM), la nécessité de créer un marché boursier pour permettre à de telles entreprises en excédent de liquidité de jouer le rôle d'investisseurs institutionnels. En effet, de par leur nature de collectrices d'épargne longue, elles peuvent faire des investissements à moyen et long terme.

---

<sup>20</sup> Evangelos A. Calamitsis, « Ajustement et croissance en Afrique subsaharienne : les chantiers inachevés », in Finances et Développement, Mars 99, p. 8.

<sup>21</sup> TIMAMO SIMO E., "La politique d'investissement des intermédiaires financiers non bancaires dans l'économie camerounaise : cas de la Caisse Nationale de Prévoyance Sociale (CNPS) et des Assurances Mutuelles du Cameroun (AMACAM)", Mémoire de Maîtrise, Université de Yaoundé, 1986.

Savoir comment le besoin a été détecté permet de développer une stratégie appropriée pour la mise en place du marché. Le succès de cette œuvre dépendra de la façon dont les secteurs privé et public auront collaboré.

Même si l'affirmation du besoin est unanime, la création d'une bourse de valeurs mobilières ne se justifierait que si ce besoin est réel.

## **P.II : La réalité du besoin de bourse en Afrique noire francophone**

La raison principale de l'affirmation d'un besoin de bourse en Afrique noire francophone peut se résumer en la volonté de mobiliser des ressources longues nécessaires au financement des investissements. En effet, lorsqu'on examine cette zone, on se rend compte non seulement qu'il y a une faible mobilisation de l'épargne par le secteur financier (A) mais aussi que l'épargne mobilisée est insuffisamment affectée aux investissements à long terme (B).

### **A/ La faible mobilisation de l'épargne**

L'évolution du niveau du revenu national montre qu'il y a une réelle capacité de financement : pour la zone CEMAC par exemple, le PIB était estimé à 11.282,5 milliards de FCFA en 1997 (taux de croissance 5,3 %) et de 11.384,2 milliards en 1998 soit un taux de croissance de (4,1 %). L'investissement en bourse représente une partie de l'épargne que les opérateurs choisissent de placer dans des titres. Compte tenu du faible taux de rémunération de l'épargne et des possibilités limitées en matière d'investissement dans la zone CEMAC, une partie de l'épargne nationale aussi bien qu'une partie de l'épargne actuellement rapatriée devrait être canalisée vers la bourse.

Le volume des ressources potentiellement mobilisables pour satisfaire les besoins de financement à long terme des entreprises n'est pas négligeable, dans les zones UEMOA et CEMAC comme le témoigne l'évolution des dépôts en banque dans les deux sous-régions, retracée dans le tableau 1.

**Tableau 1 : Dépôts en banques (en milliards de FCFA)**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>UEMOA-Total des dépôts</b>	<b>1881,2</b>	<b>2147,9</b>	<b>2341,5</b>	<b>2437,2</b>	<b>2472,5</b>	<b>2627,2</b>	<b>2787,7</b>
Dépôts à terme	864,3	995,5	1103,2	1158,7	1093,2	1166,2	1261,2
Part relative (%)	45,9	46,3	47,1	47,5	44,2	44,4	45,2
<b>CEMAC-Total des dépôts</b>	<b>934,3</b>	<b>934,7</b>	<b>939,5</b>	<b>1040,3</b>	<b>1041,0</b>	<b>1143,5</b>	<b>1451,5</b>
Dépôts à terme	495,4	509,4	462,2	492,4	483,4	533,0	631,2
Part relative (%)	53,0	54,5	49,2	47,3	46,4	46,6	43,5

Outre ces ressources dont la faible transformation explique la situation de surliquidité des banques, il existe une épargne informelle relativement importante, de même que des ressources potentiellement mobilisables, telles que l'épargne des ressortissants des deux zones résidant à l'étranger.

De même, 40 % de l'épargne au Cameroun circule hors du circuit officiel.

#### **B/ La faible allocation de l'épargne mobilisée aux investissements à long terme**

Les perspectives d'évolution des niveaux de capitalisation et surtout des transactions quotidiennes « actions » pose en filigrane le problème de la naissance d'une culture boursière.

L'absence de culture boursière et de connaissances des marchés financiers et de leur fonctionnement est un frein important au développement de ces activités. La mise en œuvre d'une vaste campagne de sensibilisation et de formation est donc très indispensable.

La pédagogie auprès des petits épargnants est essentielle, auxquels il faut « rappeler qu'ils sont face à un marché jeune. Il n'y a pas de place à la BRVM pour la spéculation. Les fonds doivent au moins être placés sur du moyen terme (3 ans) pour atteindre un niveau de rentabilité explique M. Tidiane, responsable de l'antenne nationale de la bourse en Côte d'Ivoire<sup>22</sup>.

<sup>22</sup> Voir Marchés Tropicaux, op. cit., p.735.



Le volume de transactions et la question de liquidité peuvent être résolus si l'Etat devrait promouvoir la gestion collective de l'épargne, en favorisant l'essor des OPCVM (Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières). C'est une manière moins risquée pour les investisseurs individuels « néophytes » d'aller en bourse sans être grugés. D'après le professeur Christian de BOISSIEU : « le grand problème des marchés émergents est qu'en général ils sont peu liquides. Quand vous y allez, vous avez souvent du mal à en sortir. Dans ces marchés, l'illiquidité est un problème permanent. Il existe donc une fonction de contre partie à développer. Je pense que les investisseurs institutionnels peuvent jouer un rôle pour renforcer la liquidité des marchés dans les pays africains ».

Dans un contexte de baisse continue des flux de ressources extérieures, le faible niveau des investissements financiers par le système bancaire a contribué à faire stagner le taux d'investissement autour de 17 % du PIB dans l'UEMOA et de 24 % dans la CEMAC. Ces taux quoique légèrement supérieurs au taux moyen de l'Afrique subsaharienne, demeurent inférieurs au taux plancher de 30 % jugé nécessaire par la Banque mondiale pour favoriser un véritable décollage économique. En dépit des efforts consentis dans l'amélioration de la gestion budgétaire et la bonne gouvernance, la zone franc a toujours du mal à attirer suffisamment les capitaux étrangers. C'est ainsi qu'à la fin de décembre 2000, l'encours total de ses créances bancaires internationales s'inscrivait à 6,9 milliards de dollars, soit 11,5 % de l'ensemble des concours accordés au continent africain. Avec ses 110 millions d'habitants, la zone franc se retrouve quasiment au niveau du Maroc (6,7 milliards) qui ne compte pourtant que 28 millions et draine seulement un peu plus du tiers du volume alloué à l'Afrique du Sud (18,3 milliards) qui compte trois fois moins d'habitants <sup>23</sup>.

La faiblesse du taux d'investissement dans la zone qui est objet de l'étude ne fait donc pas de doute. Cette faiblesse (tableau 2) qui reflète en partie les limites de financement à court terme, souligne la nécessité de promouvoir de nouvelles sources de mobilisation de l'épargne aux fins d'un financement sain et équilibré de la croissance et du développement.

---

<sup>23</sup> Voir J.A. / L'intelligent n° 2126 du 9 au 15 octobre 2001, p. 109.

**Tableau 2 : Taux d'investissement (en pourcentage)**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>UEMOA</b>	<b>16,4</b>	<b>17,7</b>	<b>16,6</b>	<b>17,7</b>	<b>19,3</b>	<b>17,7</b>	<b>17,1</b>
Investissement public	4,4	4,8	5,3	5,7	6,5	6,4	6,4
Investissement privé	12,0	12,9	11,3	12,0	12,8	11,3	10,7
<b>CEMAC</b>	<b>21,5</b>	<b>21,5</b>	<b>19,0</b>	<b>23,6</b>	<b>26,3</b>	<b>25,0</b>	<b>23,9</b>
Investissement public	4,3	3,7	3,9	5,6	6,2	4,1	4,5
Investissement privé	17,2	17,8	15,1	18,0	20,1	20,9	19,4

Pour conclure, disons qu'un accent tout particulier sera mis sur la formation du personnel lié aux activités boursières, l'organisation des campagnes de sensibilisation des émetteurs et des investisseurs (professionnels de la finance, courtiers, gestionnaires de fonds, etc.) pour faire valoir les avantages, les risques et les exigences liées aux activités boursières.

Au niveau de l'UEMOA, cette campagne n'avait pas été suffisamment menée et aujourd'hui, on tente de se rattraper avec le lancement depuis le 12 novembre 2001 d'un bulletin d'information sur Canal France International (CFI TV) et une extension aux chaînes nationales. Mais une campagne de proximité serait encore plus efficace surtout chez des gens qui ont le sentiment que la bourse est une affaire de bourgeoisie. Cette démarche est primordiale avant de commencer à engager d'énormes sommes d'argent dans des dépenses qui pourraient paraître somptuaires (construction d'impressionnants buildings, achat de matériels hyper sophistiqués, acquisition de grosses voitures) si le volume des offres et demandes de valeurs à la cote n'est pas assuré.

Cette remarque essentielle vaut également pour la bourse de Douala où la communication, la sensibilisation étaient quasi inexistantes.

Par contre à l'île Maurice, même après la création de la bourse, on a continué pendant les premières années à mettre l'accent sur la sensibilisation et la vulgarisation (au sens noble du terme). C'est ainsi que dans le dossier consacré aux bourses africaines par Marchés Tropicaux<sup>24</sup>, M. Sunil Benimadhu, directeur général de cette bourse déclare : « Depuis la

<sup>24</sup> Op. cit., p.731.

création de la bourse en 1989 nous avons connu plusieurs phases. La phase initiale de 1989 à 1991 a surtout permis de vulgariser les activités boursières. Le véritable démarrage s'est fait entre 1992 et 1995... »

Par ailleurs, l'évaluation des émetteurs potentiels devra être suivi du recensement des émetteurs effectifs avant le lancement de la bourse. Le travail sera d'autant plus facile que le secteur privé qui regroupe les acteurs principaux du marché aura participé activement à tous les stades du processus de création. Il serait donc judicieux de recueillir leur accord sur la stratégie à suivre compte tenu du fait qu'ils sont les premiers utilisateurs des marchés de capitaux. Conscients de l'importance de l'investissement privé et de sa faiblesse en Afrique francophone, les ministres des finances de la zone franc, réunis à Paris le 25 septembre 2001, ont décidé de le placer au cœur de leurs objectifs de développement et annoncé une nouvelle initiative en ce sens : la création d'un dispositif associant l'ensemble des pays de la zone franc et contribuant au renforcement de l'investissement privé et des marchés financiers régionaux.<sup>25</sup> Il faudrait aller au-delà des discours pour prendre des mesures concrètes afin que l'environnement économique soit favorable.

## **SECTION II : L'inexistence d'un environnement favorable**

Pour que la bourse soit viable, il faudrait que l'environnement dans lequel elle est créée soit propice. Lorsqu'on examine l'environnement de l'Afrique noire francophone, on se rend compte que l'environnement socio – économique est à renforcer (P.I), que l'environnement juridico – fiscal, quoique réformé, nécessite encore des réformes (P.II) et l'environnement technique est tout simplement déplorable (P.III).

### **P. I : Un environnement socio - économique à renforcer**

La création d'un marché financier suppose qu'il existe au préalable un environnement macro-économique et financier susceptible d'attirer des émetteurs et d'assurer la canalisation de l'épargne. Sa réussite repose donc en grande partie sur les diverses politiques macro-économiques poursuivies.

---

<sup>25</sup> Voir J.A. / L'intelligent, op. cit p. 109.

Des taux d'intérêt fixés librement par le marché sont d'un grand secours lorsqu'il s'agit de trouver une adéquation de l'offre et de la demande d'instruments négociables sur les marchés financiers et boursiers, ils permettent donc de faire coïncider l'épargne et l'investissement.

Un niveau élevé d'inflation, mis à part les risques économiques qu'il peut entraîner, a aussi pour effet de démotiver les investisseurs potentiels. Si ce taux d'inflation est élevé, il y a érosion de l'épargne et donc peu d'investissement. Un taux d'inflation modéré facilite aussi le maintien de taux de change stables<sup>26</sup>.

Un combat contre les déficits budgétaires est nécessaire, car les déficits élevés obligent le gouvernement à s'endetter massivement auprès des banques, ce qui réduit les capitaux disponibles ou provoque un gonflement de la masse monétaire qui, à son tour, va provoquer l'inflation.

La création d'un marché financier ne peut se faire en mettant simplement en place de belles infrastructures et en concevant un bâtiment impressionnant et un système de compensation et de règlement – livraison de pointe. Il faut que les fondements de l'économie soient solides et il faut continuer les efforts pour les renforcer et les adapter à la nouvelle donne.

La libéralisation progressive et régulière du système économique, l'encouragement des programmes communs d'investissement doivent permettre un décollage rapide du marché tout en garantissant une participation plus étoffée du public.

Dans le cas du Cameroun où la bourse nationale a été créée dans sa capitale économique Douala, centre d'intérêt économique de plusieurs pays de la sous – région CEMAC (raison pour laquelle les experts ont proposé le Cameroun comme siège de la bourse régionale, même si d'autres raisons ont amené finalement les autorités de la zone à porter leur choix sur Libreville<sup>27</sup>), on constate que l'Etat a fait de gros efforts dans la libération du système financier et bancaire, d'où le transfert au privé et l'émergence de plusieurs établissements financiers et bancaires purement nationaux.

---

<sup>26</sup> Heureusement que le niveau d'inflation est peu élevé dans les deux zones depuis quelques années.

<sup>27</sup> Voir infra, le choix du siège, chapitre II, section II, P.II.

Des taux d'intérêt fixés librement par le marché sont d'un grand secours lorsqu'il s'agit de trouver une adéquation de l'offre et de la demande d'instruments négociables sur les marchés financiers et boursiers, ils permettent donc de faire coïncider l'épargne et l'investissement.

Un niveau élevé d'inflation, mis à part les risques économiques qu'il peut entraîner, a aussi pour effet de démotiver les investisseurs potentiels. Si ce taux d'inflation est élevé, il y a érosion de l'épargne et donc peu d'investissement. Un taux d'inflation modéré facilite aussi le maintien de taux de change stables<sup>26</sup>.

Un combat contre les déficits budgétaires est nécessaire, car les déficits élevés obligent le gouvernement à s'endetter massivement auprès des banques, ce qui réduit les capitaux disponibles ou provoque un gonflement de la masse monétaire qui, à son tour, va provoquer l'inflation.

La création d'un marché financier ne peut se faire en mettant simplement en place de belles infrastructures et en concevant un bâtiment impressionnant et un système de compensation et de règlement – livraison de pointe. Il faut que les fondements de l'économie soient solides et il faut continuer les efforts pour les renforcer et les adapter à la nouvelle donne.

La libéralisation progressive et régulière du système économique, l'encouragement des programmes communs d'investissement doivent permettre un décollage rapide du marché tout en garantissant une participation plus étoffée du public.

Dans le cas du Cameroun où la bourse nationale a été créée dans sa capitale économique Douala, centre d'intérêt économique de plusieurs pays de la sous – région CEMAC (raison pour laquelle les experts ont proposé le Cameroun comme siège de la bourse régionale, même si d'autres raisons ont amené finalement les autorités de la zone à porter leur choix sur Libreville<sup>27</sup>), on constate que l'Etat a fait de gros efforts dans la libération du système financier et bancaire, d'où le transfert au privé et l'émergence de plusieurs établissements financiers et bancaires purement nationaux.

---

<sup>26</sup> Heureusement que le niveau d'inflation est peu élevé dans les deux zones depuis quelques années.

<sup>27</sup> Voir infra, le choix du siège, chapitre II, section II, P.II.

L'opération de privatisation des entreprises publiques en cours représente un pôle d'intérêt pour les investisseurs étrangers et un facteur d'animation de la bourse dans sa phase de développement<sup>28</sup>.

De plus, le regain de confiance des opérateurs économiques vis-à-vis d'un Etat qui a retrouvé sa capacité à honorer ses engagements et une stabilité politique sont autant d'éléments qui justifient l'assise d'un solide marché financier.

En ce qui concerne toute la sous – région CEMAC, on peut dire que le Gabon bénéficie depuis longtemps de banques et de compagnies d'assurance relativement saines, mais avec un tissu industriel peu dense et moins diversifié. Les autres pays de la sous – région ont achevé aussi la restructuration de leur secteur financier. Un marché monétaire régional a même été créé, ce qui pourrait à terme favoriser l'intégration sous régionale.

Dans le cas de l'Ile Maurice, les années qui ont suivi l'indépendance en 1968 ont mis l'accent sur le développement de l'économie du pays qui s'est tournée vers le tourisme, le secteur de la transformation tout en renforçant son industrie sucrière : le volume des importations et exportations de marchandises a rapidement augmenté de 8,7% et 5,4% par an respectivement, le ratio d'ouverture<sup>29</sup> a augmenté d'environ 70 à 100% (tandis que celui de l'Afrique a stagné à environ 45%), le PIB réel a augmenté entre 1973 et 1999 de 5,9% par an en moyenne (contre 2,4% en Afrique subsaharienne), le revenu moyen a plus que triplé en 40 ans (tandis que celui de l'Africain moyen n'a progressé que de 32% dans le même temps). Pourtant, l'économiste nobélisé, **James MEADE**, affirmait au début des années 1960 que l'île avait tout pour échouer : dépendance économique à l'égard d'une culture unique (le sucre), vulnérabilité aux chocs des termes de l'échange, croissance démographique rapide et risque de conflits ethniques<sup>30</sup>. Le décollage économique au début des années 1980 a créé un environnement propice au développement d'un secteur financier solide. C'est dans ce contexte qu'a été fondée en juillet 1989 la Stock Exchange of Mauritius Ltd. (SEML), société privée à responsabilité limitée dont l'objet était d'instaurer une bourse moderne.

---

<sup>28</sup> Même si certains soutiennent que la privatisation doit se faire hors marché, c'est le cas de M. Bernard CHERLONNEIX de la Banque de France, voir infra dans le chapitre III sur le développement des marchés financiers.

<sup>29</sup> Mesure le rapport entre les échanges de marchandises et le PIB.

<sup>30</sup> Voir Finances et Développement, décembre 2001.

Par ailleurs, la situation socio – politique ne devrait pas être de nature à inspirer la crainte des investisseurs. Or, on sait que, à tort ou à raison (et plutôt à raison qu'à tort), les pays africains (notamment ceux d'Afrique noire francophone) ont généralement été présentés comme une zone de turbulences sociales et politiques. Même des pays à situation stable comme la Côte d'Ivoire ont rejoint les pays dont l'instabilité est devenue quasi chronique. A cause de nombreuses irrégularités lors des grandes échéances, surtout électorales, ces pays vivent constamment dans une situation de presque guerre en permanence. Lorsqu'on regarde les notes de risque pays attribuées aux pays africains par la COFACE en 2002<sup>31</sup>, on observe à quel point l'environnement des affaires reste peu favorable aux investisseurs. Ces derniers sont pourtant la clé de réussite des bourses africaines<sup>32</sup>.

Pendant longtemps, ces pays étaient caractérisés par l'autoritarisme. Or, celui-ci a été présenté comme un facteur de mauvaise politique économique et de faible croissance pour deux principales raisons : il suscite l'accaparement privé des ressources collectives (par une taxation excessive alimentant des transferts au profit d'une minorité) et entraîne une augmentation des coûts de transaction pour le secteur privé (notamment par la corruption). A cela, il faudrait ajouter que l'autoritarisme est généralement un facteur d'instabilité politique. Au cours des vingt dernières années, l'instabilité politique aurait été supérieure en Afrique à ce qu'elle a été dans les autres pays en développement. Jean-Louis ARCAND, Patrick GUILLAUMONT et Sylviane GUILLAUMONT JEANNENEY affirmaient il y a deux ans qu' « indépendamment des régimes politiques, le risque de troubles politiques et de conflits fait aujourd'hui peser une menace majeure sur la soutenabilité des réformes et de la croissance en Afrique »<sup>33</sup>. Dans ces conditions, il est difficile d'y créer et développer un marché financier viable.

## **P. II : Un système fiscal – juridique nécessitant encore des réformes**

L'amélioration de l'environnement juridique doit être une préoccupation de premier plan pour les autorités publiques. En effet, l'existence d'un système juridique adéquat régissant le comportement des intervenants du marché et la transparence des sociétés cotées est primordiale pour susciter (et maintenir) la confiance sur le marché et permettre à celui-ci de

<sup>31</sup> Voir M.T. M. du 15 février 2002.

<sup>32</sup> En Afrique du Sud, par exemple, la part des volumes générés par les investisseurs étrangers sur le Johannesburg Stock Exchange (JSE) s'élève à 44 % (ce qui peut expliquer la première place occupée en Afrique).

<sup>33</sup> CERDI, Etudes et Documents, E 2000, 11, juillet 2000.

fonctionner avec régularité, efficacité et impartialité. En l'absence d'un tel cadre, l'investisseur ferait face à des législations inopportunes caractérisées par l'inadaptation des codes commerciaux et d'investissement, l'insuffisance de protection et de garantie des investissements ; ce qui serait de nature à le décourager.

Même si la création d'une bourse entraîne des activités nouvelles pouvant susciter de l'engouement, elle crée aussi une certaine appréhension. Il faut donc définir un cadre législatif et réglementaire capable d'assurer le développement et le bon fonctionnement de ce marché. A cet effet, tous les pays d'Afrique noire francophone ont pris des textes législatifs et réglementaires aussi bien sur le plan national que régional pour améliorer le cadre des investissements. C'est ainsi que le nouveau droit des affaires qu'est l'OHADA<sup>34</sup> contient des articles sur l'appel public à l'épargne. Il est à noter que bon nombre de dispositions contenues dans les articles 81 à 95 de l'Acte Uniforme du traité de l'OHADA relatif au droit des sociétés commerciales et du Groupement d'intérêt Economique ne visent que les sociétés commerciales ; mais compte tenu de la défiance que le public pourrait avoir vis-à-vis d'un Etat (que cette défiance soit fondée ou non), les Etats pourront difficilement s'exonérer de la nécessaire transparence et des conditions minimales d'information qui entourent le placement de titres dans le public, à plus forte raison si ce placement se fait sur une bourse.

Compte tenu du fait que les investisseurs sont très sensibles à la lisibilité du paysage économique et sont prêts à abandonner certaines places potentiellement rentables si des perspectives de troubles sociaux ou de risques de changements défavorables se profilent à l'horizon, il serait intéressant de fixer : le contenu du document d'information qu'un Etat se devrait d'établir au cas où il souhaiterait solliciter le public pour le placement de titres de créance sur une bourse de valeurs ; les conditions de vérification du document par l'organisme de contrôle de ladite bourse de valeurs.

L'accès des Etats au marché des titres de créances doit donc être conditionné par le rétablissement de la crédibilité des trésors nationaux, grâce à un assainissement profond des finances publiques.

---

<sup>34</sup> L'Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires.



Dans le cas du Cameroun, l'Etat a fait beaucoup d'efforts et a réussi à redorer une partie de son image devant un public de plus en plus exigeant et méfiant. En 1998, Isaac NJIEMOUN, ancien Directeur Général de la Caisse Autonome d'Amortissement disait « si les gens pensent que la situation s'améliore et que les perspectives de remboursement sont prometteuses, les titres s'échangeront même avec des plus-values. L'Etat en tout cas, a mis en place des Fonds de Garantie pour chaque catégorie de dette, afin d'assurer à long terme, le paiement des titres »<sup>35</sup>.

Si le cadre législatif a été nettement amélioré (grâce notamment aux textes régionaux et sous – régionaux), de sérieux efforts restent à faire sur le plan judiciaire. En effet, de l'avis de la plupart des investisseurs, dans la zone CEMAC, seul le Gabon présente un système judiciaire crédible.

De la même manière que le cadre juridique, on pourrait penser également au domaine fiscal où un effort pourrait être fait en faveur de la bourse. Certes, il y a sur la question une véritable controverse. Pour certains, il n'est pas nécessaire de créer des privilèges fiscaux pour les investissements financiers car, ce serait perdre de vue le problème d'ensemble du financement de l'économie et favoriser sans raison un emploi de l'épargne des ménages et des entreprises plutôt qu'un autre. Les partisans de cette thèse se demandent en effet « pourquoi privilégier l'achat de titres financiers par rapport à celui des produits bancaires de placement (Compte de dépôts, livret d'épargne, etc. ?) Pourquoi privilégier l'investissement en bourse par rapport au placement de l'épargne dans les entreprises familiales ? Pourquoi essayer à nouveau de diriger l'économie à partir du centre alors qu'en principe, il s'agit de s'orienter vers la décentralisation complète des décisions économiques pour favoriser la diversité des projets et limiter l'impact des inévitables erreurs individuelles.

A contrario, beaucoup d'observateurs pensent que la fiscalité est un élément central parmi les conditions nécessaires à l'essor des marchés financiers.

Ceux-ci favorisant le placement de l'épargne longue et cette dernière étant importante pour le financement des grands projets nécessaires au développement du pays, l'Etat devrait utiliser des incitations fiscales pour faciliter l'offre et la demande des titres.

---

<sup>35</sup> Finances Infos, mai 1998, p.14.

Cela a été fait dans un certain nombre de pays :

L'Ile Maurice où le gouvernement a utilisé de façon extensive les incitations fiscales pour promouvoir l'offre et la demande des titres. Toutes les transactions boursières étaient exonérées de droits d'enregistrement. Une entreprise cotée bénéficiait d'une déduction de 30 % sur les impôts qu'elle devait au trésor. Une société d'investissement agréée payait l'impôt à un taux préférentiel de 15 % et ne payait que 10,5 % si elle était cotée.

Du côté de la demande, les dividendes perçus par les particuliers sur des actions cotées sont totalement exonérés d'impôts<sup>36</sup>.

Au Maroc, le gouvernement avait décidé d'accorder des déductions fiscales aux entreprises décidant d'entrer en bourse (25 % en cas de vente de parts, 50 % lorsque l'introduction est effectuée sous forme d'augmentation de capital).

En France également, la loi MONORY<sup>37</sup> a utilisé le levier de la fiscalité pour orienter l'épargne.

Les avantages fiscaux sont certes un élément important lors de la création de la bourse pour inciter les sociétés à s'ouvrir au public mais plus tard ce sont des cours reflétant leur valeur intrinsèque et le besoin de lever des fonds pour financer leurs projets qui les motiveront. C'est pour cela que nous préconisons que les incitations fiscales soient essentiellement temporaires.

### **P. III : Un environnement technique globalement déplorable**

Dans la perspective de la mise en place de la bourse des valeurs mobilières, un accent particulier doit être mis sur le développement des infrastructures de base (route, technologies de télécommunications, etc.), sur les constructions et équipements capables de fasciner les futurs investisseurs et de susciter leur confiance au pays. Dans le même temps, les outils les plus appropriés pour le bon fonctionnement d'une bourse sont indispensables.

---

<sup>36</sup> Voir ouvrage de l'Institut de Développement Economique (IDE) de la Banque Mondiale « Développement des marchés des valeurs mobilières, Guide pour les décideurs », p. 142.

<sup>37</sup> De 1978

Dans la plupart des pays de la CEMAC, les infrastructures physiques sont très modestes, détériorées et parfois inexistantes, alors qu'elles sont indispensables à la réalisation des échanges de biens, de capitaux, à la circulation de l'information et au déplacement des personnes. Ce faible niveau d'équipement en infrastructures rend le climat d'investissement peu attractif et augmente l'incertitude quant à la réussite d'une bourse régionale en l'état actuel des choses. Cependant, l'effort fait par les hautes autorités de la CEMAC ces dernières années pour relier les différents pays par des voies terrestres bitumées nous autorise à garder espoir : liaison Tchad-Cameroun ; Cameroun-Centrafricain ; Cameroun-Gabon ; Cameroun-Guinée Equatoriale ; Gabon-Guinée Equatoriale ; Gabon-Congo ; Gabon-Guinée Equatoriale. De par sa position géographique et de ses liaisons directes avec les autres pays, on aurait pu penser que le Cameroun, dont le poids économique est d'environ 45 % dans la sous – région<sup>38</sup>, aurait été le siège naturel d'une bourse sous – régionale. Néanmoins, il convient de ne pas accorder une importance démesurée à la localisation du siège car "la bourse est partout et nulle part".

Les capitaux ne peuvent pas bien circuler dans la sous – région si les hommes de cette zone ne peuvent pas eux-mêmes circuler librement, se fréquenter et se connaître afin de se faire confiance. Or un marché n'existe que par des hommes qui se font crédit, ont confiance les uns dans les autres.

S'agissant de l'infrastructure boursière, celle-ci doit être à la mesure du marché. C'est le marché qui dicte le rythme de développement de l'infrastructure boursière, c'est-à-dire que le développement des marchés financiers se fait progressivement, au rythme de la croissance du volume d'affaires.

Il faudrait ensuite faire une évaluation du système de paiement afin de l'adapter au mode de fonctionnement de la bourse.

Dans les pays de la CEMAC et de l'UEMOA, la majorité des paiements est faite en espèces (plus de 80 %). En effet, les traditions solidement ancrées dans les pratiques de la vie courante (troc, préférence marquée pour les espèces, tontines) et surtout une couverture territoriale réduite de la part des établissements bancaires font que rares sont les personnes titulaires d'un compte en banque, encore plus rares sont ceux qui ont l'habitude d'utiliser leur carnet de chèque.

---

<sup>38</sup> Voir JA/ L'intelligent n° 2126 du 9 au 15 octobre 2001.

En conséquence de quoi, il est probable que le lancement d'une bourse et le placement de l'épargne dans les valeurs mobilières laissent une bonne partie de la population totalement indifférente et ce tant que durera leur isolement culturel et matériel.

Dans le cas du Cameroun et du Tchad, il pourrait y avoir une amélioration du réseau de télécommunications avec une connexion par fibre optique empruntant le canal du pipeline Tchad – Cameroun.



CESAG - BIBLIOTHEQUE

## CHAPITRE II : UNE MISE EN PLACE DES BOURSES ASSEZ DECEVANTE

Si les conditions préalables au démarrage d'une bourse de valeurs mobilières sont réunies, il s'agit maintenant de s'interroger sur comment rendre effective une bourse adaptée aux besoins et à la dimension économique du pays. En effet, chaque pays doit formuler sa propre stratégie en tenant compte des préalables déjà étudiés au chapitre I, de l'expérience des autres pays et l'adapter de manière réaliste en fonction des besoins.

Pour cela, il faudrait tenir compte d'aspects dont l'un est technique : la capacité technique du pays à créer une bourse de valeurs mobilières et à en assurer la « maintenance » et les autres non techniques. L'examen des processus suivis en Afrique noire francophone laisse apparaître une faible maîtrise technique de la part des pays (section I) et une absence de lisibilité des aspects non techniques (section II).

### **SECTION I : Une faible maîtrise technique des pays à créer une bourse de valeurs mobilières et à en assurer la « maintenance »**

S'il n'y a pas de capacité idéale dans l'absolu, on note néanmoins que les choix d'infrastructure de marché qui ont été effectués sont contestables (P.I), que même si les systèmes de règlement – livraison semblent a priori efficace (P.II) les procédures paraissent assez lourdes (P.III)

#### **P. I : Des choix d'infrastructures de marché contestables**

Généralement, la structuration du marché doit tenir compte de la typologie des entreprises locales, de leur potentiel de croissance dans un environnement ouvert et concurrentiel, puis de l'analyse de leurs besoins financiers actuels et prévisionnels (offreurs ou demandeurs de capitaux).

Il n'existe pas d'unicité d'organisation des marchés financiers. Au contraire, chaque marché financier possède son organisation propre, qui se caractérise par de nombreux facteurs. Ainsi, les marchés financiers se différencient entre eux par leur mode de cotation et de

fonctionnement. Le mode de cotation choisi semble peu réaliste (A). Quant au système de fonctionnement, il pourrait améliorer la conciliation de la sécurité et de la liquidité (B).

#### **A/ Un mode de cotation peu réaliste**

La cotation est la détermination du prix auquel les transactions se font sur un marché ; c'est-à-dire d'un prix d'équilibre pour une valeur donnée, en fonction de l'offre et de la demande de cette valeur.

Elle constitue un test grandeur nature de la valeur économique instantanée d'une entreprise et de ce fait, donnera aux entreprises dont les titres sont cotées, une prime à la publicité des performances. Avant de démontrer le caractère peu réaliste des choix effectués dans la zone (2), il convient de présenter d'abord les différents modes de cotation (1).

#### **1- La présentation des modes de cotation en général**

Il n'existe pas qu'un seul mode de cotation des titres financiers. Chaque marché peut choisir entre différents modes de cotation celui qui lui convient le mieux. En général, on retrouve deux grands modes de cotation : la cotation à la criée (a) et la cotation électronique (b).

##### **a) La cotation à la criée**

Une cotation à la criée dans sa forme la plus fondamentale fonctionne avec tous les intervenants présents dans la salle. L'adjudication est contrôlée par un porte-parole qui remplit ses fonctions selon des conventions et des règles qui varient d'un marché à l'autre. Pour certains marchés, il est habituel que les ordres soient soumis au préalable et sont souvent assemblés et mis à la disposition des intervenants sous forme d'une feuille dactylographiée, d'un tableau ou d'un écran. Ces ordres sont souvent assortis d'un cours afin d'indiquer jusqu'où le client est prêt à aller. D'autres ordres sont entre les mains de sociétés de bourse qui manifestent leur intérêt uniquement pendant la cotation elle-même.

L'adjudication est menée valeur par valeur dans un ordre précis et pour chaque titre, il est convenu d'un prix et du nombre d'ordres spécifiques qu'on exécutera à ce prix. Tous les

ordres exécutés le sont au même prix, mais c'est la procédure d'adjudication qui détermine des ordres qui sont exécutés en priorité et la façon dont les prix seront fixés. Normalement, le prix convenu est celui qui va permettre l'échange du plus grand nombre d'actions. Les ordres non exécutés peuvent être retirés ou peuvent rester sur le tableau pour la prochaine séance de cotation à la criée. Cette méthode offre de nombreux avantages : elle est rapide au niveau de déroulement de la séance, plus dynamique et transparente. Les investisseurs disposent en temps réel de l'ensemble des ordres des investisseurs. Pagano et Roëll (1996) démontrent que les investisseurs disposent du maximum d'informations sur les marchés à la criée par rapport au marché à cotation en continu. Il s'ensuit naturellement que les coûts de transaction moyens pour un ordre de même taille sont les plus faibles sur les marchés à la criée.<sup>39</sup>.

Cette méthode fonctionne très bien pour les volumes de transactions relativement peu importants. Au fur et à mesure que les volumes d'échanges se développent, les bourses éprouvent de plus en plus de difficultés à gérer les règles complexes d'une cotation par l'intermédiaire d'un coteur en chair et en os. Les ordinateurs se sont révélés d'une aide précieuse dans ce rôle.

#### **b) La cotation électronique**

Dans un système électronique de confrontation des offres et des demandes, tous les ordres transmis à la bourse par un réseau informatique sont inscrits dans un carnet électronique et appariés d'abord selon le prix puis en fonction de l'antériorité. Les ordres non exécutés demeurent dans le carnet jusqu'à ce que le cours limite soit atteint.

Etant donné l'animation bruyante qui règne sur le parquet et l'encombrement de celui-ci durant une séance de bourse à la criée, des divergences – parfois coûteuses tant pour les négociateurs que pour la bourse – ne sont pas rares entre les dossiers de négociations tenus par les deux parties. Surtout si le volume des transactions est très importants.

En outre, les opérations effectuées en prévision d'un ordre probable d'un client (front running) et celles conclues après la clôture officielle (curb trading) sont possibles dans un système à la criée. La négociation électronique peut prévenir ces problèmes et ces abus ou en limiter la fréquence grâce à l'emploi d'horodateurs.

---

<sup>39</sup> Ph. GILLET, *Efficience des marchés financiers*, p. 177

## 2- Les modes de cotation retenus en Afrique noire francophone

La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières de l'UEMOA a démarré ses activités avec un système de cotation électronique et un important outil informatique qui est actuellement très sous-employé. Ce qui bien évidemment rend la bourse régionale des valeurs mobilières non rentable, compte tenu des coûts d'investissement pour l'équiper. Ces structures sont largement en avance par rapport au volume limité des transactions qui y sont traitées quotidiennement (autour de 75).

A la bourse de Douala (Douala Stock Exchange), la détermination du cours va se faire à partir d'une feuille de marché. C'est un document symbolique reprenant l'ensemble des ordres transmis par les négociateurs sur une valeur donnée. Tous les ordres émis par les investisseurs sont transmis dans le système de cotation de la bourse par les sociétés de négociation. C'est au sein de la bourse que le cours de chaque valeur sera déterminé, par confrontation de l'offre et de la demande.

Il ressort de ce qui précède que le Cameroun a adopté le système d'adjudication automatisée à cours unique.

Ce procédé automatisé à cours unique a pour objet de déterminer le cours auquel le plus grand nombre d'actions va pouvoir s'échanger, et il y parvient en essayant différents paliers de prix pour connaître le meilleur en fonction de ce critère.

Le type de question qui se pose lorsqu'il s'agit de concevoir un tel système sur un marché nouveau porte sur les ordres qu'il faudrait exécuter en priorité. Certains marchés donnent la priorité aux ordres dont le cours a déjà été fixé, d'autres donnent la priorité aux ordres émanant du public (investisseurs plus naïfs et vulnérables).

Du fait de la faible liquidité du marché au démarrage, ce système provoque de fortes fluctuations de cours. Une évolution importante du cours d'un titre peut naturellement être due à une réaction réaliste des marchés face à des nouvelles financières, mais elle pourrait aussi indiquer une défaillance du mécanisme ou une tentative délibérée de faire bouger les cours.



Une évolution de cours de 10 %, vers le haut ou vers le bas est souvent considérée comme un niveau seuil qui sert à déclencher un mécanisme d'alerte.

Cette mesure de limitation des écarts de cours maximum prise dans l'intérêt des clients, notamment de la clientèle particulière (qui ne maîtrise pas les contraintes de ce mode de cotation) peut paraître comme une entorse au marché .

Le Cameroun n'aurait aucun complexe à démarrer son marché par une cotation à la criée mieux adapté aux marchés en création et de ce fait permettre aux différents acteurs de mieux se familiariser aux activités et produits liés au marché boursier. L'automatisation est déjà une étape vers le marché en continu. Nous l'avons déjà dit le marché est un processus permanent qui n'autorise pas de raccourcis.

Il aurait été judicieux pour les bourses de la zone de commencer par une cotation à la criée au moins pour deux raisons : premièrement, ce type de cotation ne nécessite pas le déploiement de très gros moyens ; ensuite, il facilite le développement de la culture boursière parce qu'il permet de « sentir » vraiment le marché. Au lieu d'adopter « une politique volontariste qui consiste à passer à *saute-mouton* à des microstructures de négociations considérées comme plus perfectionnées »<sup>40</sup> les pays de la zone auraient gagné à faire leur initiation à travers ce merveilleux instrument d'apprentissage, comme cela a été le cas des grandes bourses actuelles<sup>41</sup>. A la bourse des valeurs de Sao Paulo (BOVESPA), les deux systèmes fonctionnent simultanément, la cotation électronique n'ayant été introduite qu'en 1990 (alors que la création de la bourse remonte au 23 août 1890)<sup>42</sup>. La proportion des transactions, quoique en diminution, demeurait encore favorable au système à la criée avant 2000 (80% en 1999). Toutes les transactions sur le marché brésilien équivalaient à peine à 10 % de la criée du marché américain !<sup>43</sup>

---

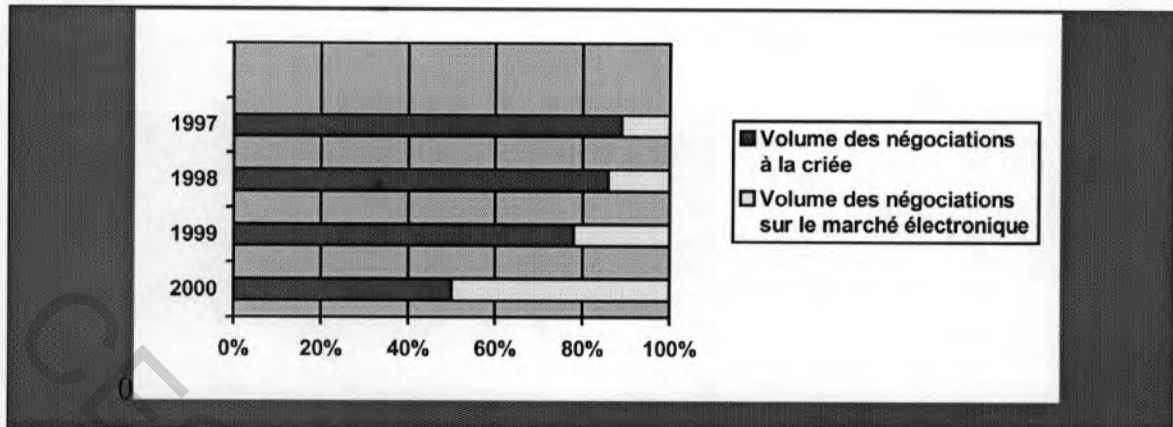
<sup>40</sup> Ouvrage de l'I.D.E. de la Banque Mondiale, op. cit., p. 72.

<sup>41</sup> Ce type de cotation fonctionne même encore sur certains grands marchés.

<sup>42</sup> Voir Rose Marie ALVES DA JUSTA, Mémoire de DESS Banque et Finances, Université René DESCARTES, Paris V, nov. 2001.

<sup>43</sup> Voir Rose Marie ALVES DA JUSTA, op. cit., p.43.

**Tableau n°3 : Volume des négociations sur la Bovespa**



source : rapport annuel 2000 Bovespa, p. 23

## **B/ Des modes de fonctionnement pas toujours conséquents**

Il existe une variété de systèmes de fonctionnement d'un marché : le marché peut fonctionner en continu ou au fixing (1), il peut aussi être dirigé par les ordres ou par les prix (2) et, enfin, il peut être au comptant, à terme ou conditionnel (3).

### **1- Le marché en continu et marché au fixing**

- Sur un marché en continu, la formation des cours se fait en succession tout au long d'une plage horaire. Le prix reflète instantanément la valeur de l'entreprise, puisque quelque soit le moment de divulgation de l'information au cours de la séance, les opérateurs peuvent instantanément passer leurs ordres et le prix se modifie également de façon instantanée.
- Sur un marché au fixing, les ordres s'accumulent pendant un certain temps et la fixation d'un cours d'équilibre intervient à la clôture de cette période.

Le marché en continu semble plus adapté aux valeurs à forte capitalisation et grande liquidité<sup>44</sup>. Sinon on risque d'avoir des cours volatils et chaotiques. Au contraire le fixing correspond au marché de faible volume et peu liquide.

<sup>44</sup> Pour la définition de cette notion, voir infra.

La bourse régionale des valeurs mobilières de l'UEMOA est un marché en continu avec de faibles valeurs ce qui peut aussi expliquer les difficultés de ce marché.

La **DSX** a opté pour un marché de fixing au départ et pourrait passer en continu si le développement des affaires est favorable.

## 2- Les marchés régis par les ordres et les marchés régis par les prix

- Dans un marché régi par les ordres (ou marché centralisé), le cours est le résultat de la confrontation dans un même lieu (physique ou informatique) et en un même moment de l'ensemble des offres et des demandes sur le titre. Il s'agit de la règle des trois unités : unité de temps, unité de lieu et unité d'action.
- Sur un marché dirigé par les prix, plusieurs teneurs de marché sont en concurrence pour chaque titre. Chaque teneur (market maker) affiche une fourchette de deux prix : celui auquel il est prêt à acheter (Bid) et celui auquel il est prêt à vendre (Ask). Le second est, bien sûr, supérieur au premier.

A la BRVM comme à la DSX, les marchés sont régis par les ordres.

## 3- Marché au comptant, marché à terme et marché conditionnel

- Sur les marchés au comptant, le paiement du prix et la livraison de l'instrument coïncident avec la date de négociation. En principe, car il y a encore un délai pour le traitement de l'opération, en général de un à trois jours.
- Sur les marchés à terme, le paiement et la livraison sont repoussés à une échéance fixée par les parties.
- Sur les marchés conditionnels (optionnels) se négocient des options (contrat conférant à l'acheteur, moyennant le paiement d'une prime, le droit d'acheter ou de vendre un actif sous-jacent à un prix d'exercice au cours d'une période ou à une date déterminée).

La BRVM et la DSX sont des marchés au comptant, ce qui limite la liquidité du marché mais accroît la sécurité pour des marchés encore jeunes. Toutefois, il ne faudrait pas faire comme si la sécurité et la liquidité sont incompatibles. En conséquence, les autorités devraient réfléchir au développement des dits marchés<sup>45</sup>.

## **P. II : Un système de règlement – livraison a priori efficace**

Après avoir expliqué le mécanisme de règlement – livraison (A), nous allons présenter son fonctionnement dans les différentes bourses de l’Afrique noire francophone (B).

### **A/ Les généralités sur le système de règlement – livraison**

Le règlement – livraison est un processus qui permet de mener à son terme une transaction conclue sur un marché donné.

Les étapes de ce processus sont les suivantes : confirmation, compensation, paiement et transfert de propriété. Les organes responsables de chaque étapes peuvent être : la bourse, une chambre de compensation, une banque des règlements, des organes de dépôt de titres et des gestionnaires du service de titres au niveau central ou local.

On appelle règlement « côté marché » les activités de règlement livraison effectuées entre les adhérents d’un marché (c’est-à-dire, confirmation, compensation, règlement – livraison entre les firmes adhérentes de la bourse). On entend par règlement « côté client » les activités de règlement – livraison entre membres, d’un marché et leurs clients (c’est-à-dire, règlement – livraison aux clients ou par ces derniers)

Le règlement – livraison est la première chose dont il faut se préoccuper lorsqu’il s’agit de mettre sur pied, d’exploiter, de réglementer et de proposer les services d’une société de bourse ou d’un opérateur. En effet les faiblesses présentes dans les procédures de règlement favorisent la fraude. Les sociétés financières peuvent avoir la tentation « d’emprunter » l’argent d’un client pour financer leurs propres opérations. Il existe toujours le danger de détournement de titres qui ont de la valeur. De plus, les aspects économiques du courtage dépendent d’un

---

<sup>45</sup> Voir infra, chapitre III, p. 57 et s.

traitement des transactions peu coûteux, de la réception des ordres jusqu'au règlement – livraison.

**B/ Le règlement – livraison dans les bourses d'Afrique noire francophone**

A la BRVM, le système de règlement – livraison est automatisé, avec un dénouement glissant de transactions qui permet aux opérateurs de connaître avec précision la date à laquelle ils devront faire face à leurs engagements. Au démarrage, il a été retenu un dénouement à J + 5, qui devra évoluer vers le respect des recommandations internationales préconisées en la matière, glissant à J + 3. Pour renforcer la crédibilité, il a été prévu la constitution d'un fonds de garantie par les SGI (société de gestion et d'intermédiation), avec un montant de cinq millions de FCFA par SGI.

L'étude de faisabilité de la BVMAC menée par la Bourse de l'Île Maurice a préconisé un système automatisé avec un système de règlement net pour le transfert des fonds et un système de règlement brut pour le transfert des titres. Les transferts finaux sont irrévocables à la fin du cycle de dénouement (J + 3).

L'étude recommande l'utilisation du réseau VSAT de la BEAC pour les systèmes de bourses automatisées de la bourse de valeurs mobilières d'Afrique Centrale. Le réseau VSAT de la BEAC est une station centrale/maîtresse aux services centraux à Yaoundé et dix huit stations VSAT situées aux Directions Nationales dans les capitales des six Etats ainsi que dans 12 agences de province réparties dans ces six Etats.

La station de Libreville devant aussi être équipée (comme celle de Yaoundé) pour fonctionner en tant que station maîtresse, on peut craindre, compte tenu du coût, que cela ne permette pas à la Bourse de diminuer ses coûts d'investissement qui est pourtant l'un des objectifs recherchés ici.

Dans tous les cas, une bourse qui démarre doit minimiser ses coûts au maximum tout en recherchant un maximum de sécurité du système.

**P. III : Des procédures assez lourdes : la nécessité d'un équilibre entre besoin de sécurité et besoin d'investissement**

Il s'agit ici de trouver un juste milieu entre la volonté de favoriser au maximum les transactions et le souci de procurer aux intervenants une sécurité totale. Ceci devrait se faire dans la transparence totale c'est-à-dire en assurant l'égalité des investisseurs.

**A/ La procédure proprement dite**

L'Etat et les autorités du marché doivent être assez rigoureux dans la phase de démarrage, comme après d'ailleurs, sur les règles du jeu du marché et les procédures administratives, qui vont faire en sorte que le marché va pouvoir fonctionner.

Des procédures trop lourdes pourraient décourager les investisseurs qui voudraient intervenir sur le marché. C'est l'une des explications que l'on donne des difficultés de la BRVM à décoller véritablement. En effet, ici, les procédures administratives d'instruction des dossiers d'émission et d'inscription à la cote sont jugées relativement longues et constituent un facteur négatif, de nature à dissuader les initiatives visant la levée de ressources par appel public à l'épargne <sup>46</sup>. Toutefois, si elles sont trop légères, il y a de forte chance qu'elles provoquent des fraudes et en ce moment se posera alors un problème de confiance. Il y a donc un difficile équilibre à trouver pour que les procédures soient suffisamment protectrices sans entraver l'investissement.

**B/ L'attribution des responsabilités**

A la création d'un marché des valeurs, les responsabilités doivent être clairement attribuées à chaque organe.

L'examen des compétences des différentes structures du marché financier de l'UEMOA laisse apparaître, une concentration de pouvoirs entre les mains du Conseil Régional. Cette absence de délégation suffisante est perçue, au regard des exigences de célérité dans la prise de

---

<sup>46</sup> Voir Rapport sur le développement des marchés régionaux financiers préparé par la BCEAO pour la réunion des ministres de la zone franc tenue à Paris le 25 septembre 2001.

décision pour un bon fonctionnement du marché, comme une source de lenteur et d'inefficacité dans la prise de décisions.

Le marché camerounais quant à lui, s'orienterait vers une organisation où l'essentiel de la régulation est assuré par une autorité publique et où la responsabilité opérationnelle est déléguée à des autorités professionnelles.

Si tel est le cas, ce système permettra d'éviter d'impliquer directement le niveau politique dans les questions de régulation tout en favorisant la prise en compte de considération d'ordre ou d'intérêt public, au-delà des intérêts professionnels.

## **SECTION II : Les autres aspects : une absence de lisibilité des aspects non techniques**

En dehors des aspects étudiés ci-dessus, il en existe d'autres qui bien que n'étant pas techniques, n'en sont pas moins importants. Il s'agit, notamment du choix du moment de lancement (P.I), du choix des attributs d'identification de la bourse (P.II) et du choix des autorités (P.III).

### **P. I : Une faible maîtrise du moment de lancement**

Le moment de lancement est un facteur déterminant dans le succès d'un marché des valeurs mobilières. A quel moment les décideurs doivent-ils organiser le marché financier et ouvrir une bourse de valeurs mobilières ?

D'après l'étude menée par la Bourse de l'Ile Maurice pour le projet Bourse de Valeurs Mobilières d'Afrique Centrale, les considérations telles que la situation économique, l'environnement macro-économique et la confiance placée dans les institutions légales et financières sont cruciales au succès d'un marché financier.

Selon Xavier Moulinot<sup>47</sup> « Certains pays se sont lancés dans des projets boursiers pour faire bien », avec l'objectif de s'attirer les bonnes grâces des institutions de Bretton Woods et autres bailleurs, voire de faire venir des investisseurs étrangers. De tels projets à courte vue,

---

<sup>47</sup> Marchés Tropicaux, op. cit., p. 726.

économiquement douteux et au coût élevé, paraissent le plus souvent voués à l'échec. L'absence de confiance économique et politique, véritable clef de réussite, en est la cause ».

On peut donc dire qu'un marché financier ne peut se développer que sur la base de la confiance. A ce moment, on observe un développement du secteur privé, une transformation structurelle de l'économie et sur le plan politique, une véritable démocratisation des institutions. Ce sont là les déterminants du moment de lancement d'un marché financier qui évitent de mettre la charrue avant les bœufs.

Si l'on considère la BRVM, on constate que ces critères sont plus ou moins bien remplis selon les pays ; ce qui permet de dire que beaucoup de pays de l'UEMOA n'étaient pas prêts pour le lancement de la Bourse en 1998.

En ce qui concerne la BVMAC et la DSX, on note une multiplication d'annonces de date de démarrage. Ceci est de nature à donner, au minimum, l'impression que le moment de lancement n'est pas maîtrisé.

## **P. II : Des attributs d'identification pas forcément judicieux**

Toute personne, physique ou morale, est essentiellement identifiable par son nom et son domicile. Le domicile des personnes morales étant leur siège social, il s'agira donc ici d'examiner le choix du nom (I) et du siège (II) de la bourse.

### **A / Des noms pas toujours explicites**

Un nom est chargé de sens. Par conséquent, on doit choisir pour la nouvelle Bourse un nom qui reflète son caractère régional ou national. Ceci explique pourquoi la Lagos Stock Exchange et le Accra Securities Market ont été transformés en Nigerian Stock Exchange et Ghana Stock Exchange respectivement<sup>48</sup>.

---

<sup>48</sup> Ouvrage de l'I.D.E. de la B.M., op. cit., p. 208.



On peut par expérience donc dire que le choix du nom de la bourse est aussi déterminant que les principaux points déjà évoqués. Ce choix doit reposer sur la portée que les autorités voudraient conférer à la Bourse. Le rythme d'évolution en dépendra.

Si nous prenons le cas de la Douala Stock Exchange (DSX), certains esprits peu avisés ou mal informés (volontairement ou pas) pourraient s'attendre à ce que plusieurs bourses se développent dans le pays comme au Brésil, en France, etc.

Pourtant, le DSX est bel et bien la bourse du Cameroun. Mais dans le contexte où le Cameroun appartient en même temps à la Bourse Régionale de Marché d'Afrique Centrale, pouvait-on baptiser la place de Douala autrement ?

### **B/ Le choix du siège social**

L'étude de faisabilité menée par l'Ile Maurice pour la création d'une bourse des valeurs mobilières en Afrique centrale montre que la stabilité de la bourse des valeurs dépendra indubitablement de la bonne santé du pays accueillant le siège du marché régional. La Banque Mondiale également attachait du prix à une désignation judicieuse du choix du siège de la bourse régionale d'Afrique centrale ; elle en faisait un préalable important à son soutien<sup>49</sup>. Plusieurs critères sont à prendre en considération afin d'évaluer la bonne santé de ce pays. Ils peuvent être regroupés en cinq catégories :

- L'environnement et la performance macro-économique ;
- La politique budgétaire et le taux d'endettement ;
- L'environnement juridique ;
- Le secteur financier ;
- L'état de l'infrastructure.

S'agissant d'une bourse nationale, outre les critères ci-dessus, la ville d'implantation du marché doit être économiquement dynamique où prévaut la sécurité des biens et des hommes.

A la BVMAC, le choix du siège semble avoir été opéré au regard des critères énumérés ci-dessus.

A la Bourse régionale des valeurs mobilières d'Afrique de l'Ouest (BRVM), le choix du siège s'est fait sur les mêmes bases. Nous reviendrons plus tard sur ce point quand nous parlerons du processus de développement d'une bourse régionale.

« Le siège de la bourse, qui n'est rien de plus que l'immeuble abritant l'ordinateur Central et l'organe de direction, devrait logiquement se trouver là où les transactions économiques et le tissu industriel sont les plus développés <sup>50</sup> ». C'est une opinion que partage Jean Louis SARBIB de la région Afrique à la Banque Mondiale lorsqu'il déclare : « techniquement cette décision [celle du choix du siège] ne devrait pas présenter de difficultés. Le siège devrait en effet se situer dans la capitale économique de pays où se trouvent le plus grand nombre d'émetteurs et qui sera à l'origine du plus grand nombre de transactions, en d'autres termes, là où le tissu industriel est le plus étoffé dans la sous – région » <sup>51</sup>.

S'agissant d'une bourse régionale où le choix va opposer des pays entre eux, toute la question est de savoir quelle pondération accordée à chacun des critères. Pour la Banque Mondiale, comme pour de nombreux auteurs, le critère principal devrait donc être économique. M. SARBIB poursuit d'ailleurs en disant : « Il ne serait pas raisonnable d'établir cette bourse [BVMAC] là où les émetteurs potentiels sont peu nombreux et les transactions potentielles relativement faibles. Une décision qui dévie de la logique économique ne pourrait à l'échéance que compromettre le succès de ce projet et remettrait naturellement en cause la participation de la Banque Mondiale à la préparation de cette importante opération <sup>52</sup> ». La question que l'on peut se poser est celle de la pondération des différents critères envisagés ci-dessus : faut-il les pondérer ou non ? Si oui, quel poids attribuer à chacun d'eux ?

### **P. III : Une prépondérance des considérations extra – techniques dans le choix des autorités**

Le développement d'une nation est fortement influencé par les individus qui sont aux postes de commande et prennent des décisions. La contribution de ces décideurs dans les premiers stades de création d'un marché de valeurs est donc cruciale. Même si l'impact du

---

<sup>49</sup> V. J.L. SARBIB (1999), World Bank Africa Region.

<sup>50</sup> Discours de la Banque Mondiale par André RYBA, spécialiste senior du secteur bancaire, du secteur privé et finance Région Afrique, in Etude de faisabilité d'un marché financier régional – séminaire de restitution du rapport final tenu à Libreville au Gabon les 9 et 10 septembre 1999

<sup>51</sup> Idem

<sup>52</sup> Idem

capital humain sur la croissance demeure mal saisi par les analyses, intuitivement on perçoit qu'il a un rôle essentiel, au moins parce qu'il accroît la capacité à concevoir et mettre en œuvre une bonne politique économique.

La fonction développement doit faire partie du mandat de tout organisme de tutelle afin qu'il puisse consacrer ses efforts à la création des infrastructures et des institutions nécessaires au développement d'un environnement propice à l'investissement. « Autant que possible, les nominations aux postes clés des organes de marché doivent être fondées sur la compétence et le mérite et non par « copinage » »<sup>53</sup>. Ce qui ne semble pas avoir toujours été le cas dans la zone.

Le marché boursier constitue une activité nouvelle, très complexe qui exige des personnes ressources compétentes et bien aguerries. Comme le précise un dirigeant de PSI<sup>54</sup> au Cameroun : « On ne s'improvise pas boursier ; la formation des spécialistes prend beaucoup de temps »<sup>55</sup>. Il faut donc recenser toutes les personnes déjà formées dans ce domaine très pointu et mettre sur pied immédiatement des organismes de formation et de perfectionnement. Il ne faut pas perdre de vue que sur tout marché nouveau, des esprits malins viennent toujours dans le but de profiter des failles causées par l'ignorance ou l'incurie de certaines autorités de marché. L'histoire nous fournit plein d'exemples dans ce domaine (Amérique Latine, Asie du Sud Est). Dans le marché comme dans tout domaine, la concurrence aboutit à l'effacement des plus faibles. Il serait donc très dangereux pour un jeune marché de faire des nominations de complaisance. Si dans certains domaines ceci peut être masqué, le marché quant à lui ne pardonne pas. Il sanctionne tout de suite. Et plus tard, tous les efforts fournis pour redresser ce jeune marché pourront être vains et d'autres circuits de financement continueront à être préférés (tontine, banque, etc) même s'ils sont plus chers.

Le choix des hommes au moment du lancement d'un marché peut donc conditionner l'avenir du marché.

Comme nous l'avons déjà signalé, la bourse reste un instrument utilisé par le secteur privé donc, il doit toujours être impliqué dans le choix des hommes devant conduire les activités du marché, au moins par l'élection de ses propres représentants.

---

<sup>53</sup> V. ouvrage de l'I.D.E. de la B. M., op. cit..

<sup>54</sup> Prestataire de service d'investissement

<sup>55</sup> Voir Marchés Tropicaux op. cit., p. 37

### **CHAPITRE III : UN DEVELOPPEMENT DES BOURSES DE VALEURS MOBILIERES DIFFICILE A ASSURER**

Après les deux premières phases qui ont permis de vulgariser les activités boursières, les autorités de supervision se doivent à présent de renforcer l'efficacité du marché, par le réexamen périodique des procédures et pratiques, dans le but de leur adaptation aux besoins des professionnels et des investisseurs. Compte tenu des lacunes observées dans les deux premières phases, le développement des bourses d'Afrique noire francophone ne sera pas aisé. Il le sera d'autant moins que ces marchés sont substantiellement illiquides (section I) et leur transparence et crédibilité ne sont pas suffisamment établies (section II).

#### **SECTION I : Des marchés substantiellement illiquides**

La liquidité est un facteur déterminant pour apprécier la maturité d'un marché boursier. La liquidité d'une valeur exprime la possibilité pour les investisseurs d'acheter ou de vendre sans peser exagérément sur les cours.

La profondeur est déterminée par le nombre de valeurs qui contribuent à la capitalisation et aux transactions boursières. Elle est donc étroitement liée aux conditions d'accès au marché. L'existence des restrictions aux mouvements des capitaux est de nature à porter atteinte à cette profondeur puisque cela réduirait l'entrée des investisseurs étrangers. La restriction n'est pas la solution adéquate au problème de la liquidité du marché, car elle s'apparente plus à une tentative de contrôler les symptômes qu'à une véritable lutte contre les causes. La solution réside plutôt dans la compétitivité du marché.

Il s'agit alors de voir comment faire pour augmenter la liquidité et la profondeur du marché. Pour cela, il faudrait qu'il existe une masse critique d'émetteurs et d'investisseurs. A l'heure actuelle, on relève plutôt une industrialisation insuffisante (P.I), une faible capitalisation boursière (P.II), des investisseurs institutionnels peu nombreux, peu solides et peu crédibles (P.III), une épargne encore essentiellement individuelle (P.IV) et une volatilité à maîtriser (P.V).

## **PI : Une industrialisation insuffisante**

Le développement du tissu industriel, l'expansion du secteur privé seront très favorables à l'accroissement de la liquidité et à la profondeur du marché de valeurs mobilières.

Les entreprises sont surtout incitées à s'introduire en bourse afin de lever des capitaux pour de grands projets et profiter des coûts de financement moins élevés par rapport aux autres sources de financement. Donc, des projets concrets devraient exister, des entrepreneurs convaincants, une industrie innovante et dynamique. En effet, l'économie réelle doit constamment se développer pour entraîner dans son sillage le développement du marché des valeurs mobilières.

## **P II : Une faible capitalisation boursière**

La capitalisation boursière en Afrique noire francophone est encore assez faible et, pour cela, a besoin d'être augmentée. Ce qui peut se faire par des privatisations et par un recours accru au financement par fonds propres.

Le terme privatisation est susceptible de deux acceptations différentes :

- ❖ Au sens étroit, il signifie le transfert à titre définitif de la propriété d'une entreprise publique au secteur privé sous la forme d'une cession de titres ou d'actifs ou d'une cession de contrôle.
- ❖ Au sens large, le terme englobe toutes les mesures qui opèrent, à titre temporaire, le transfert au secteur privé d'activités qui, jusque là, étaient exercées par un organisme public. Ce transfert d'activités peut s'effectuer par différents moyens : à titre d'exemple on a, l'affermage, la sous-traitance, la gérance, la concession de service public, l'octroi de licence, etc.

Le choix de l'une ou de l'autre option de privatisation dépend des objectifs politiques, économiques et stratégiques poursuivis par l'Etat. Il dépend, également, de la taille de l'entreprise publique, de la part de l'Etat dans l'entreprise, de la capacité des acheteurs ou des investisseurs, etc.

Si l'Etat opte pour le transfert de la propriété de l'entreprise publique au secteur privé, il peut recourir à différentes techniques qui vont de la cession de gré à gré de l'entreprise à des investisseurs privés ou institutionnels, à sa liquidation et à la vente de ses actifs (de gré à gré ou aux enchères), en passant par l'offre publique de vente de ses actions sur le marché boursier. Il est possible que l'Etat choisisse de garder une participation majoritaire ou minoritaire dans la société privatisée.

L'option en faveur de l'une ou de l'autre de ces modalités dépend des objectifs du programme de privatisation et de la situation de l'entreprise à privatiser. Mais quelle que soit la méthode utilisée, le transfert au secteur privé doit se faire dans une transparence totale. A défaut de cette transparence, le recours à la privatisation soulève la crainte que l'Etat brade des « bijoux de famille ».

A cet égard, il apparaît que c'est le placement des actions de l'entreprise en voie de privatisation sur le marché des capitaux qui assure le mieux la transparence de l'opération.

Par ailleurs, le développement du marché des capitaux est souvent l'un des objectifs d'une politique de privatisation. Et de ce fait, les privatisations, en augmentant la capitalisation totale du marché et le volume des transactions, et en encourageant de nouveaux actionnaires, contribuent à dynamiser les marchés. En retour, le développement des marchés peut contribuer au succès des opérations de privatisation en permettant de faire davantage appel à l'épargne locale et de réduire la dépendance vis-à-vis des capitaux étrangers<sup>56</sup>. Certes, il existe une opinion pour qui les privatisations doivent se faire nécessairement hors du marché. L'argument généralement avancé au soutien de cette position est la nécessité de partenaires solides. Remis dans notre contexte, cet argument qui est d'une extrême solidité ailleurs (compte tenu, entre autres, du risque de dilution du contrôle de l'entreprise lié à l'existence de multiples actionnaires) mérite d'être relativisé : d'abord, les privatisations qui ont eu lieu jusqu'à présent se sont déroulées hors marché pour la plupart et elles ne constituent pas forcément des exemples de réussite ; ensuite, si dans les pays occidentaux (et aux Etats-Unis notamment), beaucoup de particuliers investissent directement sur le marché, il n'en est pas de même ici, ce qui réduit le risque d'une prolifération d'investisseurs de nature à diluer le contrôle de la

---

<sup>56</sup> Pierre GUESLAIN, *Les Privatisations, un défi stratégique et juridique et institutionnel*. De Boeck – Wesmael, 1995, p. 89

société ; ensuite encore, le développement de l'épargne collective devrait faire en sorte que ce soit les organismes collectifs de placement qui intègrent le capital des entreprises en privatisation et enfin, comme démontré ci-dessus, la privatisation au travers du marché devrait accroître la transparence de l'opération (ce qui serait déjà un avantage car ces opérations ont été caractérisées jusqu'à présent par leur opacité).

Ainsi, la privatisation aiderait le marché à être liquide et celui-ci l'aiderait à être transparente. Il faut ajouter à cela que l'entreprise, une fois privatisée aura besoin de capitaux pour le développement de ses activités. Et elle devrait pouvoir s'adresser à l'épargne publique sur un marché de capitaux structuré et dynamique.

Dans les pays africains, il est souvent très difficile de faire démarrer le compartiment actions, car il n'y a pas assez de volume. Pour sortir de ce cercle vicieux, l'Etat peut parfois montrer la voie. En effet, les entreprises promises à la privatisation, pourraient procéder, elles-mêmes, à l'émission de titres qui serviront à payer, par voie d'échange, les actions des sociétés en voie de privatisation. De même, l'Etat pourrait lancer un emprunt convertible en titres cédés à l'occasion d'une opération de privatisation. (Exemple, l'emprunt Balladur en France, prévu par la loi 93-859 du 23 juin 1993. Aux termes de l'article 2 de la loi, le ministre de l'économie est autorisé à émettre un emprunt avant la fin de l'année en cours. Lors des offres effectuées dans le cadre des privatisations, il sera possible de régler les actions cédées de la société à privatiser en titres de l'emprunt). Certes, pour certains l'Etat ne devrait pas émettre des emprunts obligataires sur le marché pour ne pas avoir à distraire les sommes nécessaires au développement des sociétés privées. Mais dans le contexte de nos zones, il ne faudrait pas perdre de vue que l'un des avantages attendus de la création de la bourse est la discipline des Etats au niveau de la gestion de leurs finances. En effet, la création des marchés s'accompagne de l'interdiction faite aux banques centrales d'effectuer des avances aux Etats ; ceux-ci devant se financer sur le marché. L'espoir est que l'obligation de remboursement les amène à être plus disciplinés dans la gestion des fonds collectés<sup>57</sup>. Même si l'on peut penser que le financement des Etats sur le marché serait de nature à diminuer le recours à l'impôt (qui est jugé quelquefois très fréquent dans la zone), il convient de souhaiter que les interventions des Etats ne soit pas très courante ; les Etats doivent laisser les entreprises bénéficier des fonds investis

---

<sup>57</sup> Certes même les avances des banque centrales devaient faire l'objet de remboursement, mais la charge n'était pas la même.

sur le marché et profiter des taxes et impôts qui seront payés par des entreprises plus solides et plus performantes.

D'où la nécessité de renforcer le marché financier pour lui permettre d'accueillir les sociétés en voie de privatisation et d'en accompagner le développement.

Les mesures de renforcement devront porter sur les instruments financiers qu'il faudra diversifier et dont il faudra améliorer les modes de négociation ; et aussi la promotion de la gestion collective.

### **P III : Des investisseurs institutionnels peu nombreux, peu solides et peu crédibles**

Les investisseurs institutionnels jouent un rôle très important car ils animent le marché secondaire, améliorent la liquidité des placements et de ce fait réduisent la volatilité des cours.

Selon le professeur Christian de Boissieu « le grand problème des marchés émergents est qu'en général ils sont peu liquides, alors que dans les pays développés, c'est en période de crise grave qu'il y a illiquidité. Dans les marchés émergents, l'illiquidité est un problème permanent. Il existe donc une fonction de contrepartie à développer. Je pense que les investisseurs institutionnels peuvent jouer un rôle pour renforcer la liquidité des marchés dans les pays africains »<sup>58</sup>.

Il n'est évidemment pas facile d'assurer la liquidité dans ces pays si les investisseurs institutionnels (notamment les compagnies d'assurance) sont non seulement peu nombreux, mais aussi en mauvaise santé.

Fort heureusement, avec l'adoption du code CIMA<sup>59</sup>, le secteur des assurances dans la zone Franc s'est plus ou moins assaini. Il faut donc que cette catégorie d'investisseurs soient conscients des risques qu'ils prennent, d'où la nécessité de développer une sorte de pédagogie du risque en l'accompagnant d'un certain nombre de réglementation et de régularisation.

---

<sup>58</sup> Ch. DE BOISSIEU, op. cit., p. 727

<sup>59</sup> Le traité de la Conférence Interministérielle des Marchés d'Assurance a été signé à Yaoundé le 10 juillet 1992 par les pays de la zone franc.



#### **P IV : Une épargne encore essentiellement individuelle**

Dans la zone, le système d'épargne est encore essentiellement caractérisé par l'épargne individuelle. La création des organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) va permettre à l'épargnant de se décharger du souci d'une gestion de portefeuille : en acquérant des fonds ou actions de ces organismes (Société d'Investissement à Capital Variable – SICAV - ou Fonds Commun de Placement – FCP- ), il diversifie les risques de ses placements en s'en remettant à des professionnels de la gestion financière. L'épargnant évite ainsi de choisir entre des produits de plus en plus nombreux et sophistiqués dont il est difficile à un profane d'apprécier les avantages et les inconvénients<sup>60</sup>

La gestion collective permet donc de mutualiser et de diversifier les risques, de limiter les conséquences de l'asymétrie d'information entre les prêteurs et emprunteurs et de fournir certaines garanties sur les placements.

#### **P V : Une volatilité à maîtriser**

La volatilité mesure les fluctuations d'un cours sur le marché secondaire. De grandes fluctuations sont susceptibles de provoquer l'effondrement du marché d'où la nécessité de maîtriser la volatilité.

L'amélioration de la liquidité permettra de réduire la volatilité car l'insuffisance de la liquidité sur les marchés jeunes entraîne un excès de volatilité par rapport aux marchés développés.

En effet, on observe une grande volatilité sur les marchés étroits sur lesquels les volumes des échanges sont faibles et où une vente massive d'actions peut déclencher une chute précipitée des cours qui n'est pas justifiée par les données économiques sous-jacentes.

La présence sur le marché d'investisseurs institutionnels (nationaux et internationaux) peut permettre d'amortir les fluctuations alors que de nombreux particuliers auront tendance à sortir du marché lorsqu'il est devenu manifestement baissier.

---

<sup>60</sup> Ph. MERLE, Droit commercial, 5<sup>e</sup> éd., Dalloz 1998, n° 268.

Réduire la volatilité contribue donc à réduire le risque d'un effondrement du marché. Pour cela plusieurs techniques peuvent être adoptées comme cela a été le cas dans certains pays. Les pays (dont la France, les USA et le Royaume Uni) ont mis en place ce qu'on appelle communément des « coupe-circuits ».<sup>61</sup>

Lorsque les cours des actions ou des obligations subissent une baisse trop brusque, on ferme les marchés pendant quelques minutes ou quelques heures dans l'espoir qu'ils se calment et que les intervenants ne paniquent pas trop.

La forte variabilité des cours observés sur les marchés émergents ou jeunes s'explique aussi par la sensibilité aux chocs exogènes de l'économie de ces pays, comme par exemple les cours des matières premières et les chocs pétroliers (les pays de la CEMAC et de l'UEMOA étant essentiellement producteurs de matières premières). L'instabilité politique et sociale accrue ainsi que la transparence insuffisante des marchés interviennent aussi comme des facteurs de volatilité. Le professeur Christian de BOISSIEU<sup>62</sup> fait la même observation quand il dit que : « dans les pays africains, même quand vous avez de la croissance elle est souvent volatile. Trop de pays africains par exemple sont dépendants des prix du pétrole. Il y a également des problèmes de risque politique ».

Mais la volatilité n'est pas un risque en soit, elle est la résultante de tous les autres risques (liquidité, change, politique...)

A la jeune Bourse de Douala, il est prévu un mécanisme d'intervention lorsque le cours fluctue de plus de 10 %, comme nous l'avons déjà signalé précédemment. La cotation étant faite par adjudication automatisée à cours unique.

## **SECTION II : Une transparence et une crédibilité pas suffisamment établies**

La transparence se définit comme la faculté du marché à procurer à tous les acteurs, toute information significative sur le marché dans des conditions identiques pour tous et gratuites. De ce fait, elle requiert une stabilité des règles qui régulent le marché. Par conséquent, les règles ne peuvent pas être sujettes à des changements imposés par la politique

---

<sup>61</sup> Ouvrage de l'I.D.E. de la Banque Mondiale, op. cit., p. 38.

<sup>62</sup> Op. cit., p. 728.

économique à court terme ou être subordonnées aux influences de nature purement politique ou personnelle. Afin de préserver la prévisibilité.

Le marché est perçu par certains comme un lieu où domine la chance ou bien pire encore, l'information privilégiée, le gain facile, le jeu et les résultats incertains.

Pour d'autres, leur vision est quelque peu distante, ésotérique, le marché consiste à être un lieu de réalisations de négociations n'affectant qu'une minorité d'individus. Un manque de fiabilité de l'information, une protection insuffisante du droit des actionnaires et des investisseurs, une transparence partielle du système financier et une absence de sécurité lors des opérations de règlements/livraisons et de conservation de titres constituent d'énormes difficultés pour les investisseurs appelées risque opérationnel.

Développer continuellement l'activité d'une bourse des valeurs mobilières nécessite donc le renforcement du professionnalisme des acteurs (P I) et parallèlement une information (et communication) financière fiable (P II)

#### **P I : Le professionnalisme des acteurs**

Si l'épargne investie en bourse dans les valeurs mobilières échangées et donc cotées chaque jour est par définition risquée, la tâche des autorités boursières est de réduire le plus possible le risque encouru par les épargnants. Pour cela, il faut renforcer le professionnalisme des acteurs et mettre au point des cours de formation réservés aux professionnels. Il faut encourager la participation de professionnels proposant des services d'accompagnement comme les banques d'investissement, les conseillers en placement, et les organismes tels que les agences de notation afin de fournir au marché des services professionnels.

D'autres points essentiels seront inscrits dans l'agenda de développement des marchés financiers tels que la poursuite des campagnes de sensibilisation des émetteurs et des investisseurs (professionnels de la finance, courtiers, gestionnaires de fonds, etc.), pour faire valoir les avantages, les risques et les exigences liées aux activités boursières ; l'intensification d'une culture boursière et de connaissance sur les marchés financiers. Cela permettra aux investisseurs d'être plus pointilleux sur le choix de leur intermédiaire. A cet effet, ils devront tenir compte, entre autres paramètres, de la capacité du gestionnaire, de son savoir-faire dans la

gestion des ressources (indication des meilleures alternatives et des moments propices à la réalisation des négociations)...

« Il faut indiquer comment se protéger de tous les malfrats qui n'hésiteront pas à prendre avantage de l'incrédule mal informé »<sup>63</sup>.

## **P II : Une communication financière fiable et une information des intervenants**

Afin de donner confiance aux investisseurs, il faudrait développer un programme d'information au public et surtout renforcer la communication financière. En effet, la transparence qui constitue l'une des bases de développement d'un marché implique la connaissance par tous des règles et des conditions de marchés ; même si l'information ne doit pas être regardée comme une panacée<sup>64</sup>, elle présente une importance encore plus grande lorsqu'il s'agit de marchés de capitaux, compte tenu de la période (le long terme) et de l'immatérialité des titres. Les autorités doivent donc porter une attention particulière à l'information non seulement pour s'assurer qu'elle est donnée et qu'elle est fiable, mais aussi pour éviter le délit d'initié.

Par ailleurs, les autorités de marché doivent rechercher des méthodes pour éduquer et éclairer davantage le public sur le rôle que jouent les marchés financiers dans l'économie ainsi que sur les opportunités que ces marchés peuvent procurer. Pour cela, elles peuvent par exemple concevoir des brochures destinées à informer le public, des programmes de radio et de télévision pour éclairer le public. Les langues nationales sont des véhicules nécessaires pour faciliter une plus grande diffusion de l'information (Dans nos pays les plus grands détenteurs de capitaux sont des analphabètes).

Elles doivent également être suffisamment agressives vis-à-vis des entreprises pour leur faire comprendre le bénéfice qu'elles peuvent tirer du marché et de l'ouverture du capital (une plus grande facilité pour obtenir des fonds propres, une augmentation du pouvoir vis-à-vis des banquiers, une diversification du portefeuille...); elles doivent, pour cela, développer une

---

<sup>63</sup> Discours de la Banque Mondiale par André RYBA, op. cit.

<sup>64</sup> Lors du séminaire international sur la sécurité et l'efficacité des systèmes financiers tenu à Rio de Janeiro les 27 et 28 novembre 2000, M. Karl Driessen dans son discours sur « discipline du marché et transparence des politiques publiques », tout en relevant les vertus de l'information du marché, reconnaît ses limites, notamment son caractère incomplet, sa duplicité, ses incertitudes et ses bruits.

action de prospection et d'assistance aux entreprises intéressées par une ouverture de capital. Bref, il s'agit pour la bourse d'être pro – active.

Dans le cadre de l'obligation d'information, toutes les sociétés candidates à l'inscription en bourse, doivent publier un prospectus (contenant des bilans audités sur certaines années à déposer avant la date de candidature) permettant aux investisseurs de détenir toute information fiable susceptible d'influencer les cours de bourse avant de prendre des décisions d'investissement éclairées.

Comme nous l'avons déjà signalé, cette démarche doit être constante pour être efficace sinon le marché se saborde et il devient très difficile de le redresser (restructurer) parce que les gens en ont perdu toute confiance.

Les bourses d'Afrique de l'Ouest (Ghana, Nigeria, BRVM) s'intéressent de plus en plus (depuis l'année dernière à peu près), aux programmes d'éducation et de promotion afin d'attirer davantage d'investisseurs.

Par exemple, la bourse du Ghana a participé à des foires commerciales locales et régionales et offre des cours et séminaires concernant l'investissement sur le marché et la gestion des patrimoines individuels. En complément de ces annonces publicitaires dans la presse, à la radio et à la télévision locales et sur un site INTERNET, la bourse du Ghana finance un programme de radio. Les émissions visent à susciter l'intérêt du public pour la bourse en expliquant aux auditeurs tout ce qui touche aux investissements et en organisant un jeu télévisé hebdomadaire dont le prix de 200.000 cedis doit être investi dans des actions que choisit ce gagnant du jeu<sup>65</sup>.

Pour Zoukov Pamah, responsable du service recherche et analyse financière à la BICI Bourse, filiale de la Banque Nationale de Paris (BNP) à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM), « il revient à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières d'organiser des campagnes de communication et de formation, aidée en cela par les SGI qui sont en contact permanent avec les entreprises et les épargnants ». Ceci dans le but « de vulgariser la bourse et intégrer la culture boursière dans les populations et au sein des entreprises ».

---

<sup>65</sup> Jacqueline IRVING, « Les difficultés des bourses africaines, stimulent-elles le développement économique ou sont-elles « inutiles et coûteuses » ? » publié dans Afrique Relance, une publication des Nations Unies en ligne.

Pour sa part, Ousmane Sane, Directeur de l'Antenne Nationale de la BRVM à Dakar reconnaît que la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières n'a pas une communication agressive car manque de moyens. Et « il est certain que si on veut élever le niveau de conscience financière des citoyens et des décideurs, ce travail dépasse simplement la seule responsabilité de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières. Toutes les autorités financières économiques et politiques doivent s'impliquer ».

Si le problème de moyens se pose aujourd'hui à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières, on peut penser qu'au départ il y a eu une mauvaise allocation de ressources vers les emplois. En effet, des sommes colossales ont été investies dans les infrastructures ultramodernes, une masse salariale très importante et autres.

On pourrait faire le même reproche à la Bourse de Douala même si les proportions d'incohérences sont différentes.

Le cas de la BRVM pose le problème du processus de création d'une bourse régionale que nous analyserons plus loin. Néanmoins, des actions ont été envisagées depuis l'année dernière (2001) en vue du développement de l'offre et de la demande des titres. Ces actions devraient permettre de corriger les erreurs de départ. Mais jusqu'où peuvent-elles aller ?

Il s'agit essentiellement des points suivants :

- Le développement de l'actionariat populaire, par un choix politique de cession d'une partie du capital des sociétés à privatiser, à travers le circuit de la Bourse. Ceci dans la perspective de développer une cote riche et diversifiée.
- La création d'un second compartiment pour les PME/PMI.
- L'incitation à l'ouverture accrue du capital des sociétés privées au public pour accroître le nombre d'entreprises inscrites à la cote. Comme cela a été le cas par exemple au Maroc où des déductions fiscales atteignant 25 % sont accordées aux entreprises décidant d'entrer en bourse par offre publique de vente et 50 % lorsqu'il s'agit d'une introduction effectuée par augmentation du capital.
- La réduction des coûts d'émission et de transaction des valeurs mobilières.

- La poursuite des actions de promotion du marché boursier : les actions entreprises dans ce sens au cours des dernières années devront être amplifiées et mieux ciblées. Une politique de communication efficace pourrait encourager l'accès au marché de certaines catégories d'investisseurs potentiels absents dudit marché : (exemple : Caisses Nationales d'Epargne).

Ces actions de communication et de promotion ont-elles vraiment été menées au départ comme cela se devrait ? On peut en douter<sup>66</sup>.

On comprend facilement que la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières a démarré avec de très gros moyens, des ressources importantes mais une mauvaise allocation de celles-ci pour un projet de noble et grande ambition. Celle-ci (comme on le verra plus loin) semble avoir conduit à sacrifier l'essentiel (sensibilisation, communication) au profit du « tape à l'œil » (salle de marché hypersophistiquée, cotation électronique, salaires mirobolants etc.).

- La diversification de produits offerts aux investisseurs : afin d'assurer la profondeur du marché, il est opportun d'élargir progressivement la gamme des produits et des maturités proposés par les émetteurs (obligation à taux variables, à coupon zéro...).
- La promotion d'institutions « teneurs de marchés » et le développement de la politique des contrats de liquidité : au-delà de l'exigence faite aux émetteurs de mettre en place des mécanismes de liquidité à l'occasion de l'introduction de leurs titres à la cote, un objectif à viser pourrait tenir au fait que les structures commerciales du marché puissent assurer une animation minimale du marché secondaire des titres.
- La promotion de conditions visant à développer l'intérêt d'investisseurs étrangers pour le marché financier régional de UEMOA. Pour ce faire, une attention particulière devrait être accordée à une meilleure disponibilité des informations financières et économiques relatives aux émetteurs et la mise en place de systèmes de notation.
- L'harmonisation de la fiscalité des valeurs mobilières en vue d'éliminer les distorsions à la concurrence d'un Etat à un autre (ce point est très important pour une option de bourse régionale).

---

<sup>66</sup> Voir, Ousmane Sané, op. cit., p. 56.

- Le développement de marchés de titres de la dette publique : dans l'UEMOA, les Trésors publics pourraient moderniser le financement de leurs besoins de trésorerie en recourant au marché, en substitution des financements monétaires. La confiance des épargnants dépendra du degré d'assainissement et de transparence dans la gestion des finances publiques, de la restauration de la capacité d'emprunt des Etats, de la crédibilité des politiques financières et du contexte socio-politique prévalant dans chacun des pays de l'Union.

Le contexte socio – politique est un facteur déterminant dans l'option d'une bourse régionale dans la mesure où lorsque des troubles surgissent dans un pays, cela affecte immédiatement les autres pays membre de l'Union : c'est le cas à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières avec les multiples crises militaro – politiques d'Abidjan qui, depuis 1999 touchent durement les économies des autres pays de la zone UEMOA, ce qui contribue à réduire l'efficacité de la Bourse Régionale.

En conclusion à ce chapitre, on peut dire que le développement d'un marché boursier est une quête perpétuelle. Il s'agit maintenant d'être vigilant, inventif et surtout développer des capacités à s'adapter aux diverses mutations (des activités) financières au niveau mondial tout en apportant aussi quelques innovations. Il faut savoir attirer les capitaux tant nationaux qu'étrangers et davantage tout faire pour les conserver par des investissements rentables et durables. Comme le soulignent certains experts, plus un pays intègre ses marchés financiers aux marchés mondiaux, plus il devient vulnérable aux effets de l'instabilité des capitaux. Les déplacements transfrontières de capitaux importants investis dans des valeurs de portefeuille – plutôt que l'investissement direct dans la mise en place de moyens de production – accompagnent et alimentent généralement l'instabilité financière. Selon M. Alan Kyerenaten, Directeur du Programme Afrique Entreprise du Programme des Nations Unies pour le Développement (PNUD), les pays peuvent se prémunir contre de tels risques en renforçant la réglementation de leurs marchés financiers, en améliorant la gouvernance de manière générale et en encourageant la cotation d'entreprises locales solides, bien gérées et compétitives. « Logiquement, lorsque les entreprises affichent des performances satisfaisantes, on n'en retire pas les capitaux pour les investir sur d'autres marchés ».



## CONCLUSION GENERALE ET RECOMMANDATIONS

En Afrique noire francophone, deux bourses régionales ont été créées (la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières d'Afrique de l'Ouest (BRVM) et la Bourse des Valeurs Mobilières d'Afrique Centrale (BVMAC) et une bourse nationale (la Douala Stock Exchange DSX).

La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières fonctionne depuis 1998 alors que la Bourse des Valeurs Mobilières d'Afrique Centrale tarde à démarrer. La Douala Stock Exchange devrait en principe démarrer ses activités avant la fin de l'année 2002 d'après les informations fournies par les autorités du marché camerounais.

A l'issue de notre étude sur les principes fondamentaux pour le développement des marchés de valeurs mobilières et à la lumière des expériences de celles créées en Afrique noire francophone, nous retiendrons que :

- La Bourse dans cet espace doit être régionale ;
- Et le processus pour y parvenir doit commencer par des marchés de petite taille appelés à se renforcer progressivement.

Devant la faiblesse des tissus économiques nationaux et le nombre réduit des entreprises à coter en bourse, on peut se demander si une bourse nationale peut être une opération rentable du fait du faible volume des transactions par pays.

Pour le professeur Christian de BOISSIEU de l'Université Paris I (Marchés tropicaux 05 avril 2002) « Ces pays pris individuellement n'ont pas la taille critique pour développer leur marché financier. Il faut qu'ils se mettent ensemble, qu'ils profitent d'économies d'échelle ».

Les travaux de l'Ile Maurice ont démontré qu'il ne pourrait y avoir suffisamment d'émetteurs au Gabon, Tchad, République Centre Africaine, Guinée Equatoriale et Congo pour assurer la liquidité d'un marché national. Une bourse régionale sera d'un intérêt certain tant du point de vue de la viabilité que dans l'intérêt d'une intégration régionale plus importante.

Cependant, cette intégration doit être effective pour favoriser l'avènement d'une bourse régionale.

Du point de vue de la rentabilité, une bourse des valeurs régionales bénéficiera d'un volume d'affaires beaucoup plus important que celui qui serait généré individuellement par des bourses nationales. Elle inspirera une confiance plus grande de par la stabilité que procureront l'intégration économique régionale des six pays membres de la zone CEMAC, des huit pays membres de la zone UEMOA ; et un organisme régional de contrôle et de supervision.

Donc grâce à une bourse des valeurs régionale, la mise en commun des actions des sociétés pourra contourner des problèmes de la taille et de la profondeur des marchés qui caractérisent les places boursières africaines.

A priori, une bourse des valeurs régionale permettra d'éviter des ingérences et des pressions politiques que les différents gouvernements seraient plus susceptibles de provoquer dans le cadre des bourses nationales.

Par ailleurs, pour les investisseurs désireux de connaître toutes les opportunités d'investissement dans la région, il sera plus facile et moins onéreux de rechercher les opportunités et les informations pertinentes au niveau d'une bourse régionale où toutes les informations nécessaires pourront être centralisées.

Mais, la réalisation d'une bourse régionale n'est pas facile pour de multiples raisons. Le professeur Christian de BOISSIEU le reconnaît lui-même lorsqu'il dit « C'est facile à dire, ce n'est pas toujours facile à faire. Si vous regardez la relance d'Abidjan sur une base régionale, cela n'a pas donné jusqu'à présent des résultats mirobolants ». Cela pose en réalité le problème du processus efficace pour aboutir à la bourse régionale.

Tous les pays d'une zone économique (CEMAC, UEMOA) doivent-ils faire partie de la bourse régionale dès son démarrage ? Tous les pays sont-ils prêts au même moment (voir chapitre 1 sur les préalables) pour lancer en commun une bourse des valeurs ? En effet, le cadre général ne doit pas masquer les disparités profondes qui existent entre nos « économies ».

Tous les 14 pays de l'Afrique noire francophone, sont des pays en voie de développement avec des revenus assez faibles. Certains sont des pays à revenu intermédiaire, d'autres, des pays pauvres et même extrêmement pauvres (voir annexe VII).

Dans la zone CEMAC, en dehors du Gabon et du Cameroun qui essaient de bâtir une économie au sens scientifique du terme, les autres pays se battent encore pour détruire les rares outils de production hérités de la colonisation, même ceux disposant de fortes potentialités (Congo, République Centrafricaine).

Tous les pays doivent fournir les mêmes efforts nécessaires à la création d'un marché financier. Le marché financier est un domaine dans lequel il faut beaucoup de rigueur et de vigilance. L'appartenance à un espace économique (CEMAC, UEMOA) ne doit pas au départ justifier obligatoirement l'appartenance au marché financier régional pour plusieurs raisons.

- La création d'une bourse régionale présuppose un système développé de communication. Les déficiences du réseau régional terrestre constituent un handicap pour que la bourse fonctionne en temps réel sur l'étendue du territoire régional. Un réseau de télécommunication par satellite du type VSAT est la solution à ce problème. Mais le coût d'une telle opération reste prohibitif pour des Etats où les populations vivent encore avec moins d'un dollar par jour.
- La méconnaissance du public pour les produits financiers et les placements boursiers est très variable à l'intérieur de la zone. Dans certains pays (Niger, Burkina, Tchad, République Centrafricaine par exemple) les populations sont dans la grande majorité rurales et coupées des outils de communications modernes, et sont donc rarement informées des produits qu'offre une économie moderne. A ceci, s'ajoutent, des traditions solidement ancrées dans les pratiques de la vie courante (troc, préférence marquée pour les espèces, tontines) et surtout une couverture territoriale réduite de la part des établissements bancaires. Rares sont les personnes titulaires d'un compte en banque, encore plus rares sont celles qui ont l'habitude d'utiliser un carnet de chèques.
- L'instabilité socio – politique : plusieurs pays de la zone CEMAC (Tchad, République Centrafricaine, Congo) et UEMOA (Niger, Côte d'Ivoire), ont connu de graves

soubresauts ces dernières années qui ont affecté, non seulement la vie quotidienne, mais aussi le fonctionnement, voire la pérennité de plusieurs institutions du pays.

L'instabilité politique demeure la raison majeure du manque de confiance dans la sous – région, et d'elle découlent les autres maux (manque d'infrastructures et d'équipements techniques performants, un facteur humain d'une qualification relativement modeste, l'absence de visibilité sur le long terme) qui n'en sont que des conséquences.

Au plan interne, on peut dire que la zone est secouée par des convulsions et troubles liés à une implantation difficile de nouvelles mœurs politiques, notamment depuis 1990. Tous les Etats ou presque sont concernés par cette difficulté qui entame de façon sérieuse, le capital confiance dont ils auraient pu se prévaloir.

Au plan externe, on constate que les pays de la zone sont régulièrement l'objet de conflits frontaliers latents ou larvés, dont les conséquences ont souvent été économiquement dramatiques pour les populations. On peut citer les cas du Bénin et du Nigeria, Togo et Ghana, Côte d'Ivoire et Burkina, République Centrafricaine et Tchad.

Il apparaît donc clairement que la prospérité et l'avenir du marché financier régional ne pourra se réaliser que dans un contexte politique différent, stabilisé et empreint d'une clarté institutionnelle.

Le problème institutionnel trouve déjà sa source dans un système judiciaire inefficace et inopérant, complètement miné par la corruption et la concussion. Partant de ce fait, la clarté qu'est sensé entretenir la loi, disparaît en laissant place à une totale confusion, ce qui n'est point de nature à entretenir la confiance dans ce système.

- L'intégration régionale ou sous – régionale mise à mal.

Que ce soit dans la CEMAC ou dans l'UEMOA, les Etats peinent à mettre sur pied la libre circulation des biens, des capitaux et des hommes. Même si sur ce plan l'Afrique de l'Ouest est légèrement en avance (exemple : la circulation dans l'UEMOA sans visa pour tout citoyen de la zone). Les Maliens, Burkinabés, et autres sont constamment pourchassés en Côte

d'Ivoire (41 % du PIB de la zone) depuis quelques années au nom de « l'ivoirité<sup>67</sup> ». En Afrique Centrale, le Tchad et la République Centrafricaine, par exemple, sont constamment en guerre.

L'intégration régionale ne doit pas être seulement sur la plan politique ou diplomatique. Ce doit être le fait des hommes et des peuples appelés à vivre ensemble, en mobilisant librement leurs biens et capitaux.

Un incident survenant dans n'importe quel pays de la zone a des répercussions parmi les investisseurs aussi bien nationaux qu'étrangers.

- l'absence, à ce jour d'une législation moderne et uniforme sur les règles et les procédures comptables applicables aux entreprises et, parfois un manque de formation et/ou de méthodes pour les professionnels chargés de contrôler les comptes sociaux.

La signature des actes uniformes OHADA, notamment de l'Acte uniforme relatif au droit des sociétés commerciales et des groupements d'intérêt économique est un début de solution à ce problème. Mais il faudrait modifier l'article 96 de l'Acte uniforme précité de sorte à définir le contenu du document d'information nécessaire à exiger de tout Etat lorsqu'il souhaite solliciter le public pour le placement de titres de créances sur la bourse des valeurs.

Les états financiers et autres supports d'information des entreprises doivent être conformes aux normes et aux principes comptables de publication prescrite par l'IASC (International Accounting Standard Committee) et de l'IOSCO (International Organisation of Securities Commission) pour l'analyse des performances des entreprises avec une plus grande comparabilité internationale.

En plus d'un environnement comptable imprécis et inadapté, l'information financière dans la zone est sommaire, voir inexistante. Dans ces conditions, la création d'une centrale des bilans pour chacune des zones est indispensable. Comme la BEAC et la BCEAO l'ont fait pour les établissements de crédits.

---

<sup>67</sup> Il s'agit d'un mot rentré dans le vocabulaire ivoirien depuis quelques années et qui a été introduit dans les textes comme exigeant pour l'éligibilité à certains postes (Présidence de la République notamment) d'être ivoirien de

- L'absence de politique économique cohérente et à long terme.

En matière de politique économique, l'UEMOA, la CEMAC ont donné une image de mosaïques. Bien qu'utilisant la même monnaie et étant tributaire d'un même institut d'émission (BEAC en Afrique Centrale ; BCEAO en Afrique de l'Ouest), détenant une souveraineté globale sur l'ensemble des pays, les Etats de l'UEMOA et de la CEMAC, ont gardé individuellement leur autonomie et souveraineté en matière de politique économique ; c'est ainsi que les difficultés d'application des décisions ont dû susciter de la part de la COBAC un séminaire sur le rôle des pouvoirs publics en matière de surveillance bancaire<sup>68</sup>. De plus, il existe de nombreuses différences de traitement entre les pays d'une même zone, c'est le cas, par exemple, du taux d'imposition des bénéfices dans la zone BEAC tel que le montre le tableau ci-dessous.

**Tableau 4 : Traitement fiscal des bénéfices des entreprises dans la zone BEAC**

Pays	Cameroun	Congo	Gabon	Guinée	RCA	Tchad
Taux BIC	38,5 %	45,0 %	35,0 %	25,0 %	40,0 %	45,0 %

Source : Etude de faisabilité du marché financier en Afrique centrale (réalisée par l'Ile Maurice), volume I, p. 49

- Le produit intérieur brut (PIB) est un indicateur économique qui quantifie le mieux, les richesses produites au sein d'un espace économique donné.

Dans le cadre de notre étude, le PIB se présente comme une potentialité à consommer des produits financiers même si ce type de consommation n'est pas exclusivement lié à l'aspect quantitatif du revenu. L'examen du PIB dans les deux zones UEMOA et CEMAC fait ressortir une importante disparité d'un pays à un autre (voire annexe VII).

Les pays à performances économiques modestes seront dans la pratique exclus du marché même si celui-ci est régional.

Le cas de la BRVM est très instructif à cet effet : sur les 41 sociétés cotées, 39 sont ivoiriennes. L'inscription de la SONATEL et de la BOAD à la cote ne modifie pas sensiblement la capitalisation boursière (1226 millions \$ la 2001) et le rang (7<sup>e</sup>) qu'occupe la Bourse Régionale de Valeurs Mobilières sur le marché africain. Ce qui démontre que la Bourse

---

parents et de grands – parents.

<sup>68</sup> Voir également en annexe 4 la disparité au niveau du capital minimum des établissements de crédit.

Régionale des Valeurs Mobilières ne s'est pas jusqu'ici démarquée de la Bourse de Valeurs d'Abidjan (BVA).

**Tableau 5 : Synthèse d'activité de la Bourse des valeurs d'Abidjan**

	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Indice BVA</b>	62,89	90,51	127,57	277,18	357,80
<b>Indice 12 BV</b>		81,18	119,53	199,10	241,99
<b>Vol. des titres ( millions)</b>	16,9	15,0	15,7	20,5	23,9
<b>Titres échangés (nbre.)</b>	108.620	121.072	347.695	596.104	617.923
<b>Capitaux échangés (millions FCFA)</b>	1.137	1.603	6.392	7.054	10.490
<b>Cap. Boursière (millions FCFA)</b>	131.382	122.349.	224.215	425.011	516.577

Source : « L'autre Afrique »

La Bourse de Valeurs d'Abidjan a connu depuis son entrée en fonctionnement, une évolution constante et positive, mais très timide (en 1995, elle avait connu la progression la plus forte de toutes les bourses africaines).

Créée en 1974, la Bourse de Valeurs d'Abidjan n'a effectivement fonctionné qu'en 1976. La clientèle était essentiellement constituée de cadres citadins et de planteurs. Le maintien en activité de la Bourse de Valeurs d'Abidjan a aussi été le fait d'une volonté politique manifeste de faire preuve d'une certaine modernité financière. L'Etat ivoirien a de ce fait constamment soutenu l'Institution notamment en l'associant à ses privatisations.

On note une progression de l'indice Bourse de Valeurs d'Abidjan (BVA) de 80,6 % en 1996, après celle spectaculaire de 140,8 % en 1995. L'année 1996 est aussi celle d'une ouverture internationale inaugurée par le lancement de l'emprunt privé étranger 9,5 % émis par la Société Béninoise de Brasserie (SOBEBRA).

La Bourse Régionale de Valeurs Mobilières a démarré ses activités le 16 septembre 1998, avec 47 valeurs (34 sociétés et 13 lignes d'emprunts obligatoires) héritées de la Bourse de Valeurs d'Abidjan, représentant une capitalisation globale de 836 milliards de francs CFA.

Depuis la fin de l'année 1999, les performances de la Bourse Régionale de Valeurs Mobilières traduisent une baisse quasi continue du volume des transactions et de la capitalisation (moins de 800 milliards de francs CFA aujourd'hui). Alors que l'expérience de la Bourse de Valeurs d'Abidjan peut globalement s'apprécier positivement dans la mesure où elle a initié un début d'activité financière en Côte d'Ivoire, et que ses performances sont restées en progression quoique relativement modeste.

En définitive, les disparités de divers ordres qui existent entre les pays, et la nécessité que chaque pays fasse son apprentissage commandent que l'on passe par des bourses nationales plus ou moins structurées pour parvenir à la bourse régionale. Certes, il peut se poser le problème de la taille critique et de la rentabilité des bourses nationales. Mais, il convient de le relativiser car le problème n'est généralement soulevé que parce qu'on envisage une « bourse sophistiquée ».

Par ailleurs le caractère national n'empêche pas que la bourse soit ouverte aux étrangers, ressortissants de l'espace économique ou non. On pourrait développer une coopération entre les différentes bourses nationales qui auront été créées. A cet effet, depuis sa fondation en 1993, l'Association des bourses africaines (ASEA) encourage non seulement le développement des bourses, mais aussi la coopération entre elles à l'intérieur de quatre grandes régions : en Afrique de l'Est, entre les bourses du Kenya, de la Tanzanie et de l'Ouganda, entre la bourse de Johannesburg et les autres bourses moins importantes de la communauté de développement de l'Afrique Australe (SADC) ; en Afrique du Nord, sous l'impulsion des bourses du Caire et d'Alexandrie ; et en Afrique de l'Ouest, entre les bourses du Nigeria et du Ghana et la Bourse Régionale de Valeurs Mobilières (BRVM), qui est la bourse régionale francophone (Afrique Relance, Nations Unies). Dans un monde de plus en plus globalisé, il devient de plus en plus nécessaire de se rapprocher des bourses des pays voisins. C'est ainsi qu'en Amérique latine par exemple, il existe une forte collaboration entre les bourses des pays du Mercosur<sup>69</sup> et même avec des bourses non sud-américaines notamment par le biais des conventions d'échange, de conservation,<sup>70</sup> de compensation, de liquidation.

---

<sup>69</sup> Association de libre-échange sud-américaine regroupant le Brésil, l'Argentine, l'Uruguay et le Paraguay.

<sup>70</sup> C'est ainsi que la Bovespa a signé en 2000 une convention de coopération et d'échange d'information avec la bourse de Londres.



Partir des bourses nationales permet l'apprentissage de la culture boursière dans chaque pays, ce qui à la longue résoudra le problème de désignation du siège pour une bourse régionale. En effet une place forte se dégagera naturellement comme siège de la Bourse régionale ou alors s'appuyer sur l'expérience de EURONEXT qui est née de la fusion des places de Paris, d'Amsterdam et de Bruxelles.

On peut constater que les différentes bourses créées actuellement en Afrique noire francophone n'ont pas vraiment respecté les mécanismes nécessaires à chaque étape : la Bourse Régionale de Valeurs Mobilières apparaît plus comme le fruit d'une volonté politique (la transformation de la Bourse de Valeurs d'Abidjan en Bourse Régionale de Valeurs Mobilières devrait apparaître comme une avancée dans le processus d'intégration) ; C'est aussi le cas de la Bourse des Valeurs Mobilières d'Afrique Centrale dont le problème de siège divise le Cameroun et la Gabon ; la Douala Stock Exchange, tout au moins l'accélération de son processus, se présente également comme le fruit d'une volonté politique (la dissidence des autorités camerounaises par rapport au choix du siège de la bourse régionale). L'Afrique noire francophone a (et aura) ses bourses, mais beaucoup de chemin reste à parcourir pour que celles-ci soient effectives et exercent une quelconque influence sur son développement. Pourtant, malgré tous ses ratés, il n'y a pas lieu de désespérer, à condition qu'il existe une réelle volonté de faire de ces marchés des moteurs de la croissance pour que la création des différentes bourses n'apparaisse pas seulement comme un effet de mode.

### **LES RECOMMANDATIONS :**

En définitive, pour que nos bourses aient des chances de contribuer au développement de nos pays, les recommandations que nous formulons à la suite des résultats auxquels nous sommes parvenus sont les suivantes :

- Pour les bourses à créer :

\* il est souhaitable pour des raisons de taille qu'elles soient au minimum sous – régionales. Mais celle qui existe actuellement (BRVM) ne fonctionne pas idéalement. Pourtant, la bourse d'Abidjan fonctionnait très bien avant de lui céder la place. C'est pourquoi nous recommandons que le processus commence par des bourses nationales (permettant à chaque pays d'acquérir la culture boursière) ou par des une bourse sous – régionale n'intégrant au

départ que les pays remplissant des conditions préalablement définies (c'est progressivement que la bourse s'étendrait à tous les pays de la zone) ;

\* il est aussi souhaitable qu'elles ne soient créées qu'au moment où les indicateurs économiques (croissance économique soutenue, tissu économique dense et diversifié, taux d'inflation maîtrisé...) et juridiques (système juridique et judiciaire propice à l'investissement) sont favorables, ce qui pourrait nécessiter des réformes préalables à leur création ;

\* il est souhaitable enfin qu'il y ait beaucoup de réalisme et de pragmatisme dans le choix des infrastructures de marché : la cotation à la criée, par exemple, devrait être privilégiée au départ.

- En ce qui concerne les bourses en cours de création, il ne serait pas inconvenant de prendre du temps pour réexaminer le processus et les conditions de leur lancement. Malgré le retard déjà pris par rapport au calendrier de lancement de sa bourse, la CEMAC pourrait bien revoir le processus de création en définissant des critères qu'il faudrait avoir rempli pour en faire partie (taux d'inflation, niveau de déficit budgétaire, taux de croissance...). Il vaut mieux ne pas prendre de raccourcis.
- Quant aux bourses déjà créées, pour que leur existence cesse d'être un simple effet de mode ou une affirmation de souveraineté ou d'intégration, il faudrait véritablement s'attaquer au problème de leur illiquidité et de la faiblesse des transactions, ce qui passe, entre autres par :

\* la définition de procédures adéquates ;

\* la mise sur pied d'un système de règlement – livraison efficace ;

\* la mobilisation des demandeurs et des offreurs de capitaux, ce qui pour les apporteurs nécessite le développement de l'épargne collective et pour les demandeurs le renforcement de l'industrialisation et un changement de mentalité des « propriétaires d'entreprise » ;

\* le développement de la transparence financière ;

\* Une attribution des responsabilités tenant compte essentiellement du profil et de la compétence.

## ANNEXES

### ANNEXE 1 : PROJET DE BOURSE REGIONALE EN AFRIQUE CENTRALE

Le projet d'un marché financier en Afrique Centrale est né du constat établi en novembre 1994, par le Conseil d'Administration de la BEAC, de l'absence d'un instrument approprié de financement des investissements longs à l'heure d'un désengagement des Etats de l'activité économique et financière. En outre, le contexte d'expansion économique soutenue amorcé depuis le changement de parité du franc CFA et l'accélération du processus de privatisation des entreprises publiques ont souligné le besoin d'un marché visant à faciliter les échanges de titres et la mobilisation des capitaux nécessaires à la modernisations et au développement du secteur privé.

Supervisé par la Banque Centrale, le projet de création de la Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale (BVMAC) a fait l'objet d'une étude de faisabilité qui a conclu à la viabilité d'une bourse régionale privée, qui pourrait démarrer ses activités pendant le dernier trimestre 2002.

Les intervenants institutionnels retenus sont : la Bourse, le Dépositaire central, la Banque de règlement, l'Autorité de contrôle et les opérateurs commerciaux (apporteurs d'affaires, teneurs de compte, intermédiaires de bourse, etc.).

Chargée du fonctionnement quotidien du marché (admission des titres, cotation, traitement des transactions, diffusion des informations boursières), **la Bourse régionale** comportera des antennes nationales destinées à assurer la participation sur une base équitable de tous les opérateurs des pays membres aux transactions boursières.

En tant qu'institution centrale du marché financier, la BVMAC aura le pouvoir d'édicter des instructions relatives aux intervenants commerciaux et à leurs salariés, au suivi des opérations, à la tenue du marché (jours, horaires, compartiments, typologie des ordres, etc.). De plus, elle mettra en place et gèrera un fonds de compensation destiné à pallier les défaillances éventuelles des intermédiaires.

Elle jouira d'un monopole régional des transactions sur valeurs mobilières et bénéficiera de l'extraterritorialité compte tenu de son rôle dans le développement économique et l'intégration sous - régionale.

**Le Dépositaire Central** est chargé de regrouper et de conserver les titres représentant les valeurs mobilières dans le but d'organiser dans la sécurité leur circulation entre les détenteurs et les acquéreurs. Ces titres seront dématérialisés et feront l'objet d'une inscription en compte. Le Dépositaire Central devra bénéficier du même statut privé que la Bourse ainsi que du monopole de détention de titres sur l'ensemble de la CEMAC.

**La Banque de règlement** est chargée de réaliser le dénouement des transactions boursières. Elle assure les mouvements de fonds, gérés directement par les opérateurs et leurs banques commerciales, aux cotés du Dépositaire Central qui opère le transfert des titres. Cette fonction très sensible de par sa nature bancaire, son champ d'activité régional et la nécessité de limiter le coût de ses interventions, pourrait être remplie par la Banque Centrale, étant entendu que les intermédiaires devront ouvrir un compte dans les établissements de crédit.

Emanation des Etats, **l'Autorité de contrôle et de régulation** veillera à la protection de l'épargne investie par appel public et assurera le bon fonctionnement général du marché en édictant les règles et en sanctionnant les infractions. Elle devra assurer son fonctionnement par des ressources affectées par la CEMAC. Elle comprendrait des personnalités issues du secteur public (Etats, BEAC, BDEAC,...) et du secteur privé. En attendant de créer ultérieurement une structure propre avec le développement du marché, la COBAC pourrait assumer le service d'inspection.

**Les intervenants commerciaux** seront notamment les suivants :

- Les apporteurs d'affaires, qui sont des agents servant de courtiers aux intermédiaires boursiers ;
- Les teneurs de compte, qui exerceront une double activité de conservation de titres et d'espèces ainsi que de gestion administrative ;
- Les intermédiaires de bourse, qui seront les seuls intervenants habilités à participer à la cotation et donc à exercer directement à la bourse pour leur propre compte ou pour le compte de leurs clients.

Au démarrage, vu le faible niveau de culture financière dans la CEMAC, le marché boursier ne coterait que les obligations à taux fixe et les actions simples. Les admissions en Bourse seront conduites, dans un premier temps, d'après la procédure de l'offre publique de vente (OPV).

Trois compartiments du marché sont prévus :

- le compartiment A qui regroupera les valeurs phares avec une capitalisation boursière minimale de 500 millions ;

- le compartiment B qui répondra aux attentes des entreprises de taille plus réduite dégageant au moins une capitalisation boursière de 125 millions ;
- le compartiment obligatoire unique qui sera destiné aux titres publics et privés avec une émission minimale de 250 millions répartie en 25.000 titres au moins.

L'organisation des opérations de dénouement des transactions boursières respectera les standards internationaux définis par la Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV) et le Groupe de 30 afin d'attirer les investisseurs extérieurs : (i) délai de dénouement de 3 jours, mais, pour une bourse émergente, un délai de 5 jours est toléré ; (ii) concomitance et irrévocabilité des mouvements de titres et d'espèces, et (iii) garantie de bonne fin.

Sur le plan institutionnel et réglementaire, une convention portant création d'une Commission de Surveillance de la Bourse Régionale sera signée conformément aux textes régissant la Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC).

La Commission de Surveillance sera un organe autonome, composée du gouverneur de la BEAC et d'un représentant par Etat. Ces derniers seront nommés par les instances de la CEMAC, pour un mandat de trois ans renouvelable une fois. La Commission sera chargée de la régulation et du contrôle des opérations portant appel public à l'épargne, des institutions et personnes morales ou physiques intervenant dans l'activité boursière. Les Autorités de la CEMAC nommeront également son Secrétaire Général pour une durée de trois ans reconductible.

Un Règlement général organisant la BVMAC, définit les actes considérés comme illicites (délits d'initiés, manipulation de cours, etc.) et prévoit des sanctions pour les réprimer. La BVMAC sera établie sous la forme de société anonyme investie d'une mission de service public d'organisation, d'animation et de gestion du marché boursier. Ses actionnaires devraient être prioritairement des résidents de la Communauté.

La BVMAC sera gérée par un Conseil d'Administration composé de 7 à 12 membres dont 2 nommés par les instances de la CEMAC, un nommé par le Conseil d'Administration de la BEAC et les autres désignés par les actionnaires.

## ANNEXE 2 : PRESENTATION DU MARCHE FINANCIER REGIONAL DE L'UEMOA

La création du Marché Financier Régional de l'UEMOA répond à un besoin longtemps pressenti et inscrit dans le Traité du 14 novembre 1973 constituant l'Union Monétaire Ouest Africain, afin de contribuer à la diversification du secteur financier, mobiliser les ressources longues nécessaires au financement de la production et de l'investissement et favoriser l'intégration régionale.

A l'issue des Conseils de décembre 1993, les Autorités de l'UEMOA ont décidé de la création du marché financier et confié à la BCEAO, le mandat de conduire et de réaliser le projet. Le 03 juillet 1996, elles ont adopté la Convention portant création du conseil régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers, avant de procéder à la constitution de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM). Celle-ci a démarré ses activités le 16 septembre 1998, en reprenant celles des lignes d'actions et d'obligations précédemment cotées par la Bourse de valeurs d'Abidjan (BVA) entre 1976 et 1998 et répondant à ses propres normes.

Les responsabilités des divers intervenants du marché font l'objet de séparation. D'un côté, le Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF), qui est le dépositaire de l'intérêt public et de l'autre, les structures privées que sont la Bourse Régionale des valeurs Mobilières (BRVM), le Dépositaire Central/Banque de Règlement et les intervenants commerciaux, (sociétés de gestion et d'intermédiaire, sociétés de gestion de patrimoine, apporteurs d'affaires, Sociétés de Conseil en Valeurs mobilières et démarcheurs).

**Le Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers** est régi par la convention du 03 juillet 1996, signé par les Ministres chargés des Finances et l'annexe à la convention portant composition, organisation, fonctionnement et attributions. Il a pour missions principales de réglementer l'appel public à l'épargne, d'habiliter, de contrôler et au besoin de sanctionner les structures intervenant sur le marché. En vue d'asseoir l'autorité et la légitimité requises pour assurer la transparence, la sécurité et l'intégrité du marché, les Autorités de l'Union ont décidé d'attribuer au CREPMF, le statut d'organe de l'UEMOA.

L'organisation du Conseil Régional découle de sa mission de service public. Il se compose des membres suivants : un représentant de chaque Etat membre, nommé par le Conseil des Ministres de l'Union Monétaire Ouest Africaine : le Gouverneur de la BCEAO ou son représentant ; le Président de la Commission de l'UEMOA ou son représentant ; un magistrat compétent et un expert comptable réputé nommés par le Conseil des Ministres de l'UEMOA. Il est dirigé par un Président, nommé par le conseil des Ministres parmi les représentants des Etats.

En vue d'assurer un fonctionnement permanent, il est institué au sein du Conseil Régional un Comité Exécutif présidé par le Président du Conseil Régional et comprenant le Gouverneur de la BCEAO ou son représentant et deux autres membres du Conseil Régional. Enfin, le CREPMF est doté d'un corps administratif et d'un service d'inspection dirigé par un Secrétaire nommé par le Président du Conseil Régionale.

Le pôle privé du Marché Financier Régional est constitué de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM), du Dépositaire Central/Banque de Règlement, des sociétés de gestion et d'intermédiation (15), des sociétés de gestion du patrimoine (2), des apporteurs d'affaires (3), des sociétés de conseil en valeurs mobilières et des démarcheurs.

**La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM)** est chargée de l'organisation et de la promotion du marché boursier, ainsi que de la diffusion de toutes les informations boursières. Elle se compose d'un site central et de sept Antennes Nationales de Bourse dans chacun des pays de l'Union, sauf la Guinée Bissau. Le capital de la BRVM, fixé à 2.904,3 millions de FCFA est réparti comme suit : Etats : 13,46 %, les institutions financières : 23,26 % et le secteur privé non financier : 63,16 %.

Sur le plan fonctionnel, les principes de fonctionnement de la BRVM sont les suivants :

- Un marché centralisé, avec toutefois une cotation entièrement décentralisée mise en place le 24 mars 1999. La Cotation Electronique Décentralisée (CED) permet aux SGI de saisir directement les ordres de la clientèle dans le système de négociation à travers les postes de travail installés dans chacune des Antennes Nationales de Bourse (ANB) des pays de l'UEMOA. La communication entre les ANB et le site central basé à Abidjan est assuré par un réseau satellite ;

- Un marché au comptant avec un dénouement glissant des transactions qui permet aux opérateurs de connaître avec précision, la date à laquelle ils devront faire face à leurs engagements. Au démarrage, il est retenu un dénouement à J+5, qui devra évoluer vers le respect des recommandations internationales préconisées en la matière, glissant à J+3 ;
- Des transactions sécurisées à la faveur de la mise en oeuvre d'un Fonds de Garantie constitué par les SGI, dont la dotation est déterminée en fonction du volume des transactions réalisées, avec un montant minimum de 5 millions de francs CFA par SGI à détenir auprès de ce Fonds ;
- Des produits simples, au démarrage, notamment les actions et les obligations ;
- Trois séances hebdomadaires (lundi, mercredi et vendredi) avec une cotation au fixing qui devrait évoluer, à terme, vers une cotation en continu ;
- Des titres circulant exclusivement sous forme dématérialisée, conservés chez un dépositaire central, avec un dénouement automatique des opérations.

Ces principes obéissent à la fois au souci de conformité aux standards internationaux et à celui de l'adaptabilité indispensable à l'environnement socio-économique de l'Union. L'égalité d'accès à l'information, de traitement des investisseurs, de coût d'accès au réseau quel que soit le lieu d'implantation de l'opérateur, en forment les points fondamentaux.

Les critères d'admission à la cote pour un émetteur, consistent à choisir une SGI comme mandataire et à fournir au Conseil Régional une lettre d'engagement, une note d'information et des documents divers. Trois compartiments sont disponibles pour l'inscription des titres à émettre :

- un compartiment obligatoire unique pour le émissions de titres de créances dont la valeur nominale doit être de 500 millions de FCFA au moins ;



- un premier compartiment pour les titres de capital, qui regroupe les valeurs avec une capitalisation boursière minimale de 500 millions de FCFA ;
- et un deuxième compartiment réservé aux entreprises dégagant une capitalisation boursière d'au moins 200 millions de FCFA.

L'orientation du marché et l'évolution des cours sont appréciées à travers deux indices boursiers : le **BRVM10** et le **BRVM composite**. Le **BRVM10** représente les dix (10) actions les plus liquides du marché. Il fait l'objet d'une révision chaque trimestre afin d'assurer à l'investisseur, une liquidité permanente des valeurs de l'indice. Le **BRVM composite** représente quant à lui, l'ensemble des valeurs inscrites à la cote, soit actuellement 41 valeurs.

**Le Dépositaire Central/Banque de Règlement**, structure unique pour l'Union est chargé de la centralisation et de la conservation des comptes courants des valeurs, du règlement des espèces et de la livraison des titres, de la gestion des opérations liées à la vie des titres et de la gestion du Fonds de Garantie.

**Les Sociétés de Gestion et d'Intermédiation, (SGI)**, constituées en sociétés anonymes, sont soumises à l'agrément du Conseil Régional pour l'exercice de leurs activités. Elles partagent désormais le monopole de la négociation des valeurs mobilières en bourse et de la conservation des titres avec les banques agréées pour le compte de la clientèle.

**Les Sociétés de Gestion de Patrimoine, (SGP)**, constituées également en sociétés anonymes, gèrent les portefeuilles titres sous mandat notamment pour les investisseurs non professionnels.

**Les apporteurs d'affaires** qui sont des banques ou des personnes physiques ou morales habilitées par le Conseil Régional pour dynamiser le marché en dehors des circuits traditionnels et mettre les clients en relation avec les SGI et les SGP.

**Les Sociétés de Conseil en Valeurs mobilières et les démarcheurs** sont spécialisés dans les ordres d'achat et de vente de titres mais n'interviennent pas en Bourse.

## ANNEXE 3 : PRESENTATION DU MARCHE CAMEROUNAIS

### I/ **Le marché camerounais : caractéristiques et organisation**

Les choix d'organisation du marché de la Bourse de Douala ont été faits en prenant en compte :

- les besoins d'organisation d'un marché efficace ;
- la garantie un niveau d'activité suffisant pour remplir son rôle de financement de l'économie camerounaise ;
- l'assurance d'un maximum de sécurité aux investisseurs.

C'est dans cette optique qu'ont été retenues les options suivantes :

- un marché centralisé, dirigé par les ordres, dont l'accès est réservé à des intermédiaires dûment agrémentés – les Prestataires en Services d'Investissement ou PSI - ;
- une procédure de cotation par fixing ;
- l'existence d'acteurs institutionnels se voyant chacun attribuer un rôle précis.

#### 1. **La Commission des Marchés Financiers**

La Commission des Marchés Financiers est l'organe chargé de la régulation et du contrôle des activités du marché financier.

La Commission est dotée d'un organe de décision composé d'un président et de huit membres de nationalité camerounaise, nommés par décret du Président de la République pour un mandat de cinq ans renouvelable une fois, dont :

- deux représentants du ministère chargé des finances ;
- deux personnalités qualifiées, choisies en raison de leur compétence juridique, sur proposition du ministre chargé de la justice ;
- un représentant des entreprises d'investissement en valeurs mobilières, sur proposition de leur association professionnelle ;
- un représentant des établissements de crédits, sur proposition de leur association professionnelle ;
- deux personnalités qualifiées, choisies en raison de leur compétence financière, sur une liste conjointe arrêtée par le ministre chargé des finances et les organisations professionnelles du secteur privé.

La Commission des Marchés Financiers sera essentiellement financée sur le budget de l'Etat au cours des années de démarrage, jusqu'à ce qu'elle parvienne à générer des recettes suffisantes.

La loi-cadre place la CMF au carrefour de multiples fonctions : la protection de l'épargne, la régulation du marché, le contrôle des intermédiaires. Il appartiendra à la CMF d'adapter en conséquence ses fonctions de régulateur de marché. Pour cela, son statut d'autorité publique indépendante pourrait constituer un atout indispensable, à l'image des principales expériences étrangères.

Le système camerounais s'oriente vers une organisation qu'il con où l'essentiel de la régulation est assuré par une autorité publique et où la responsabilité opérationnelle en est déléguée à des autorités professionnelles. Ce partage de compétence tend à devenir la norme sur les principales places financières mondiales. Par le poids et les pouvoirs qu'il confère à une autorité indépendante, ce système permet d'éviter d'impliquer directement le niveau politique dans les questions de régulation tout en favorisant la prise en compte de considérations d'ordre ou d'intérêt public, au-delà des intérêts professionnels. Proches des marchés, vivant au jour le jour la transformation des métiers, les autorités professionnelles sont indispensables à l'établissement et à la mise en œuvre des règles disciplinaires et déontologiques ainsi qu'à l'intériorisation de celles-ci par leurs membres dans un contexte de changement souvent très rapide.

## **2. L'entreprise de marché**

L'entreprise de marché assurera la double fonction de Bourse des valeurs et de Dépositaire central/Banque de règlement.

### **FONCTION BOURSE DES VALEURS**

La Bourse est une société de droit privé, concessionnaire d'un service public défini et attribué par l'Etat.

Les fonctions principales de la Bourse sont :

- la centralisation des ordres de bourse ;
- la diffusion des informations de marché ;
- l'administration des séances de cotation ;
- la supervision du processus d'admission et d'introduction en bourse ;

- la gestion du post-marché et la diffusion des informations qu'il initie ou produit ;
- le règlement des litiges entre prestataires et la prise en compte de toute disposition permettant d'assurer un marché intègre et efficace ;
- la facturation et la collecte des commissions.

## **FONCTION DEPOSITAIRE CENTRAL**

La fonction de dépositaire central est dévolue à l'entreprise de marché. Elle comporte :

- la centralisation, la conservation et la circulation scripturale des valeurs mobilières tant pour les émetteurs que pour les intermédiaire teneurs de compte.
- La bonne transmission des espèces correspondant à des transactions lors des cycles de règlement – livraison, et le règlement aux intermédiaires habilités, des produits sur valeurs mobilières (coupons, dividendes, remboursement...).
- La codification unique de tous les éléments (valeurs, émetteurs, société d'intermédiation...).

### **3. La Banque de Règlement**

Elle assure la bonne transmission des espèces correspondant au dénouement des transactions et est un lieu de règlement aux intermédiaires habilités des produits sur valeurs mobilières – coupons, dividendes, remboursement, ...

#### **DENOMINATION**

DOUALA STOCK EXCHANGE – DSX

#### **FORME SOCIALE**

Société Anonyme

#### **SIEGE SOCIAL**

1450, Boulevard de la Liberté – Akwa – Douala

#### **OBJET SOCIAL**

DOUALA STOCK EXCHANGE assure les fonctions de bourse des valeurs et de dépositaire central/banque de règlement.

#### **CAPITAL SOCIAL**

Un milliard deux cent millions de FCFA (1.200.000.000), divisé en douze mille (12.000) actions de cent mille francs CFA (100.000).

L'actionnariat sera réparti entre :

Prestataires de services d'Investissement 55 % au minimum

Investisseurs institutionnels 45 % au minimum

### **III-4 FONCTIONNEMENT**

L'entreprise de marché est un prestataire de services. Ses clients sont les émetteurs de titres cotés, les PSI et les investisseurs. A tous, elle propose des services qu'elle est fondée à facturer.

Les conditions d'admission des titres sur le marché de la Bourse de Douala sont synthétisées comme suit :

	<b>PREMIER MARCHÉ</b>	<b>SECOND MARCHÉ</b>
Actions	<ul style="list-style-type: none"><li>- Société anonyme</li><li>- Capitalisation boursière minimale : 500 millions de FCFA</li><li>- Sur chacun des trois derniers exercices annuels, avoir une marge nette sur chiffre d'affaires d'au moins 3 %</li><li>- Présenter trois comptes annuels certifiés</li><li>- Signer un contrat d'animation du marché</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Société anonyme</li><li>- Capitalisation boursière minimale : 200 millions de FCFA</li></ul>
Obligations privées	<ul style="list-style-type: none"><li>- Société anonyme</li><li>- Capitalisation social minimum : 100 millions de FCFA</li><li>- Montant minimum d'émission : 500 millions de FCFA</li></ul>	
Obligations publiques	<ul style="list-style-type: none"><li>- Admission de plein droit</li></ul>	

## **ANNEXE 4 : CAPITAL MINIMUM DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT DANS LA ZONE BEAC**

### **CAMEROUN**

Etablissements financiers :

- Il est variable pour les établissements financiers ; minimum : 200 millions de FCFA

Banques :

- Pour les banques, capital minimum : 1 milliard de FCFA
- Pour les établissements de promotion des investissements, de factoring, de crédit-bail et des sociétés financières d'investissements et de participation, capital minimum : 500 millions de FCFA.
- Pour les établissements de promotion de la consommation et les établissements de recouvrement, capital minimum : 250 millions de FCFA.

(Art. 1 Décret n° 90/1470 du 09 novembre 1990) ;

### **CENTRAFRIQUE**

Etablissements financiers : 10 millions de FCFA

Banques : 200 millions de FCFA quelle que soit la forme juridique de la société et quel que soit le nombre de lieux d'exploitation (loi 62/303 du 06/06/1967 et ordonnance 75/053 du 12/07/1975).

### **CONGO**

Etablissements financiers : 10 millions de FCFA

Banques :

- 150 millions de FCFA quelle que soit la forme juridique de la société ;
- 100 millions de FCFA lorsque la banque ne dispose que d'un seul siège d'exploitation, quelle que soit la forme juridique choisie (cf. Loi n° 3/66 du 07/06/1966).

## **GABON**

Etablissements financiers : 10 millions de FCFA

Banques : il faut distinguer :

- Société par action : 200 millions de FCFA. Ce montant est réduit à 150 millions de FCFA lorsqu'il n'y a qu'un seul siège permanent d'exploitation.
- Autres sociétés : 50 millions de FCFA. Ce montant est réduit de moitié lorsqu'il n'y a qu'un seul siège permanent d'exploitation.

(Décret n° 366/PR du 02/11/1964).

## **TCHAD**

Etablissements financiers : 10 millions de FCFA

Banques :

- 150 millions de FCFA quelle que soit la forme juridique de la société et le nombre de sièges permanents d'exploitation.

(Décret n° 110/PR du 29 mai 1968).

## **GUINEE EQUATORIALE**

Etablissements financiers : 10 millions de FCFA

Banques : 300 millions de FCFA sans autres précisions.

(Cf. art. 4 ée al. Décret – Loi n° 2/1.987 du 02/06/1987).

## ANNEXE 5 : TABLEAU DES BOURSES AFRICAINES

Bourses	Capitalisation en millions \$	Année de création
Afrique du Sud	162 134	1887
Egypte	30 791	1888 (Alexandrie) 1903 (Le Caire)
Maroc	9 046	1929
Nigeria	5 878	1960
Zimbabwe	5 246	1896
Tunisie	2 197	1969
BRVM	1 226	1998
Maurice	1 174	1989
Kenya	1 103	1954
Botswana	1 050	1995
Ghana	521	1989
Tanzanie	516	1998
Algérie	241	1999
Zambie	232	1994
Ouganda	194	1997
Malawi	153	1996
Mozambique	60	1999
Swaziland	48	1990
Namibie	45	1992
Soudan	Nd*	1994

\* non disponible

Source : Marchés Tropicaux du 5 avril 2002

A ces 21 bourses, il convient d'y ajouter la Douala stock exchange (DSX) et la BVMAC dont les activités devraient démarrer incessamment.



**ANNEXE 6 : CHRONOGRAMME REVISE DU PROJET DE BOURSE REGIONALE DES VALEURS MOBILIERES EN AFRIQUE CENTRALE**

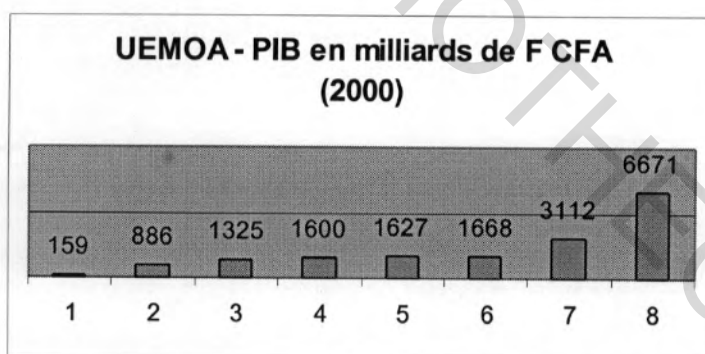
<b>DILIGENCES</b>	<b>TACHES A REALISER</b>	<b>DEBUT</b>	<b>FIN</b>
<b>PHASE II DE L'ETUDE DE FAISABILITE</b>		Mars 1999	Juin 1999
<b>MISE EN PLACE DE L'EQUIPE DE GESTION DU PROJET</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Démarchages des actionnaires potentiels</li> <li>* Formation des intervenants du marché aux opérations de bourse</li> <li>* Recherche des financements</li> <li>* Sensibilisation</li> </ul>	30 septembre 1999	15 déc. 1999
<b>FINALISATION DU CADRE JURIDIQUE ET REGLEMENTAIRE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Acte portant création du marché</li> <li>* Texte régissant l'organe de supervision</li> <li>* Règlement général de la Bourse</li> <li>* Règlement général du Dépositaire Central/Banque de Règlements</li> <li>* Règles de négociation</li> <li>* Textes sur OPCVM et sociétés d'investissement</li> <li>* Textes sur les conditions d'accès aux professions d'intermédiaires</li> <li>* Textes sur les conditions de l'émission d'emprunts obligataires</li> <li>* Instructions relatives au Dépositaire</li> <li>* Instructions relatives à la Bourse</li> </ul>	01 oct. 1999	15 février 2000
<b>CREATION DES STRUCTURES</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Adoption de l'Acte portant création du marché</li> <li>* Adoption du Règlement de l'organe de supervision (Commission de surveillance)</li> <li>* Nomination des membres de l'organe de supervision</li> <li>* Mise en place de la Commission de surveillance</li> <li>* Création des sociétés de bourse</li> <li>* Création de la Compagnie des sociétés de Bourse</li> <li>* Création du Dépositaire Central</li> </ul>	01 janvier 2000	31 déc. 2002
<b>MISE EN PLACE DE LA BOURSE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Choix et aménagement des locaux</li> <li>* choix informatiques</li> <li>* choix des systèmes de télécommunications</li> <li>* Organisation administrative (recrutement, etc.)</li> <li>* Formation</li> <li>* Promotion du marché (émetteurs et investisseurs)</li> <li>* Tests d'opérations (simulations)</li> </ul>	01 janv. 2000	31 déc. 2000
<b>DEMARRAGE</b>		31 déc. 00	

**Source** : rapport final du séminaire de restitution de l'étude complémentaire de faisabilité

## ANNEXE 7 : PIB DES PAYS DE L'UEMOA ET DE LA CEMAC (2000)

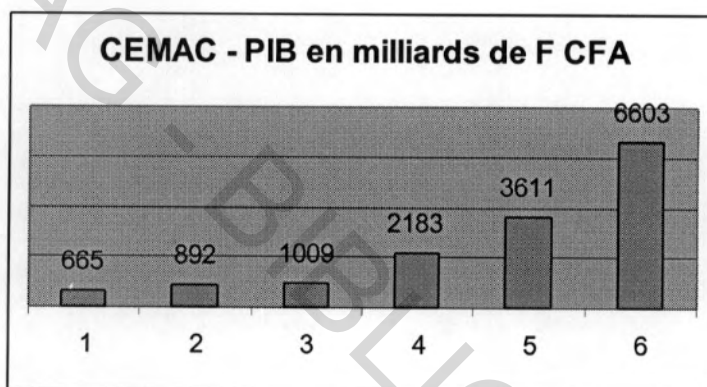
### 7.1 - PIB en milliards de F CFA des pays de l'UEMOA et de la CEMAC

<u>Pays</u>	<u>Montants</u>
1 – Guinée-Bissau	159
2 – Togo	886
3 – Niger	1 325
4 – Bénin	1 600
5 – Burkina	1 627
6 – Mali	1 668
7 – Sénégal	3 112
8 – Côte-d'Ivoire	6 671



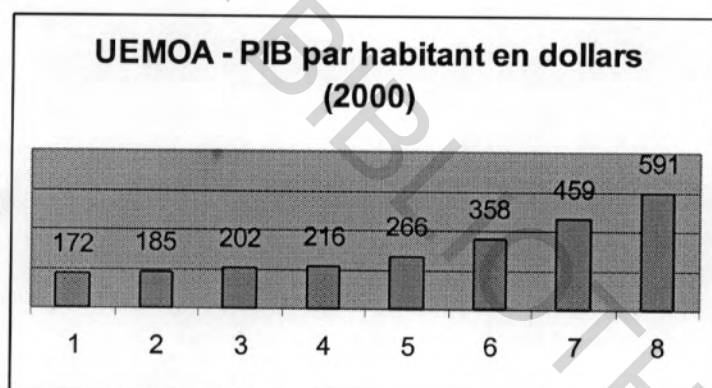
**CEMAC – PIB en milliards de F CFA (2000)**

<b><u>Pays</u></b>	<b><u>Montants</u></b>
1 – Centrafrique	665
2 – Guinée équatoriale	892
3 – Tchad	1 009
4 – Congo	2 183
5 – Gabon	3 611
6 – Cameroun	6 603



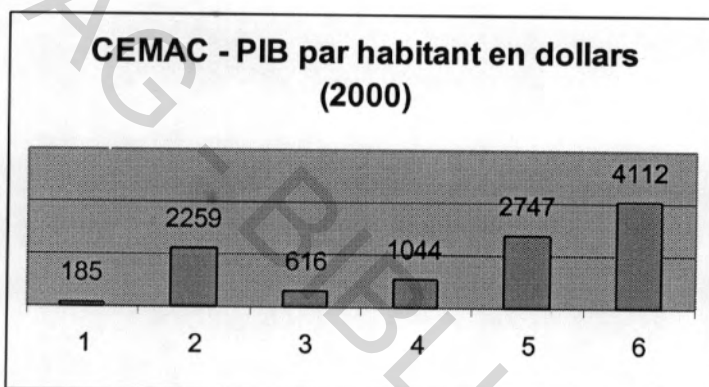
## 7.2 - PIB par habitant en dollars des pays de l'UEMOA et de la CEMAC

<b>UEMOA – PIB par habitant en dollars (2000)</b>	
<b>Pays</b>	<b>Montants</b>
1 – Niger	172
2 – Guinée-Bissau	185
3 – Burkina	202
4 – Mali	216
5 – Togo	266
6 – Bénin	358
7 – Sénégal	459
8 – Côte-d'Ivoire	591



**CEMAC – PIB par habitant en dollars (2000)**

<u>Pays</u>	<u>Montants</u>
1 – Tchad	185
2 – Centrafrique	259
3 – Cameroun	616
4 – Congo	1 044
5 – Guinée équatoriale	2 747
6 – Gabon	4 112



Source : J.A./ L 'Intelligent N° 2126 – Du 9 au 15 octobre 2001

## **BIBLIOGRAPHIE**

### **I – OUVRAGES**

CHOINEL (A.) et ROUYER (G.), Le marché financier : structures et acteurs, Ed. La revue Banque

GASTINEL (Hervé) et BERNARD (Eric), Les marchés boursiers dans le monde : situations et évolutions, Ed. Montchrétien, clefs éco.

GILLET (Ph.), Efficience des marchés financiers

HERNANDEZ (Emile – Michel), Le management des entreprises africaines, Ed. l'Harmattan.

Institut de Développement Economique (IDE) de la Banque Mondiale, Développement des marchés de valeurs mobilières

JACQUILLOT (B.) et SOLNIK (B.), Les marchés financiers : gestion de portefeuille, gestion des risques, Ed. Dunod.

MERLE (Ph.), Droit commercial, 5<sup>e</sup> éd., Dalloz, 1998.

PICHET (Eric), Guide pratique de la bourse

LAMY (P.), Les bourses de valeurs, Ed. Economica.

PARMENTIER (J.M.), et TENCONI (R.), Zone franc en Afrique : fin d'une ère ou renaissance ? Ed. l'Harmattan, 1996.

SEMEDO (Gervasio) et VILLIEU (Patrick), La zone franc : mécanismes et perspectives macro-économiques, Ed. Ellipses.

### **II – PERIODIQUES ET ARTICLES**

Economica (n° 8 et 19) ;

Finances et Développement (décembre 2001)

Finances Infos (mai 1998).

J.A. L'intelligent (n° 2126 du 9 au 15 octobre 2001) ;

Marchés Tropicaux et Méditerranéens (15 février 2002, 5 avril 2002) ;

Problèmes économiques (n° 2666 du 24 mai 2000) ;

« Les privatisations, un défi stratégique, juridique et institutionnel », De BOECK – WESMAEL, 1995, p. 89.

IRVING (Jacqueline), « Les difficultés des bourses africaines : stimulent-elles le développement économique ou sont-elles inutiles et coûteuses ? », on Afrique Relance.

« La notation financière : des entreprises aux Etats. Ces puissantes officines qui notent les Etats », Le Monde Diplomatique de février 1997 ; Problèmes Economiques du 11 juin 1997.

« La libéralisation financière en Afrique et en Asie », Finances et Développement, juin 1997.

« La bourse des valeurs arrive, pour qui ? pourquoi ? », Finances Infos, p. 25.

« Le Cameroun s'offre un marché financier », Finances Infos, janvier 2002, p. 5.

« Bourses des valeurs : Quand, Pourquoi et Comment ? », Finances Infos, mai 1998, p. 9.

« Afrique centrale : Des contre BVMAC », Jeune Afrique Economie, n° 339.

### **III – ETUDES ET DOCUMENTS**

CERDI, Etudes et documents, E 2000, 11 juillet 2000.

Rose Marie Alvès DA JUSTA, La bourse de Sao Paulo, BOVESPA, mémoire de DESS Banque et Finance, Université René DESCARTES, Paris V, novembre 2001.

Rapport sur le développement des marchés régionaux financiers préparé par la BCEAO pour la réunion des ministres de la zone franc tenue à Paris le 25 septembre 2001.

Etude de faisabilité d'un marché régional : séminaire de restitution du rapport final tenu à Libreville (Gabon) les 9 et 10 septembre 1999.

ABIRACHED (René), Privatisation et droit financier, cours publié en ligne.

CHERLONNEIX (Bernard), La bourse ne se décrète pas : Les clés de la réussite financière, octobre 1991.

NAHIMANA (Gabriel), Rôle du secteur privé local dans l'intégration économique en Afrique centrale.

## TABLE DES MATIERES

	Pages
Dédicaces.....	3
Avant-propos.....	4
Liste des principales abréviations.....	9
Liste des tableaux.....	11
Liste des annexes.....	12
Sommaire.....	13
Chapitre introductif : La problématique de la contribution des bourses de valeurs mobilières au développement.....	14
Section I : La définition des marchés financiers.....	14
P.I : Le marché primaire.....	14
P.II : Le marché secondaire.....	15
Section II : La problématique du développement financier dans la croissance économique.....	15
P.I : Le rôle du système financier.....	17
P.II : L'analyse du lien de causalité.....	19
P.III : La causalité réexaminée.....	21
Chapitre I : La non réunion quasi généralisée des préalables à la création d'une bourse des valeurs mobilières.....	26
Section I : L'existence théorique d'un besoin de bourse.....	26
P.I : L'affirmation du besoin de bourse en Afrique noire francophone.....	26
A) L'affirmation par les autorités publiques.....	26
B) L'affirmation par le privé.....	29
P.II : La réalité du besoin de bourse en Afrique noire francophone.....	30
A) La faible mobilisation de l'épargne.....	30
B) La faible allocation de l'épargne aux investissements à long terme.....	31
Section II : L'inexistence d'un environnement favorable.....	34



P.I :	Un environnement socio-économique à renforcer.....	34
P.II :	Un système fiscal-juridique nécessitant encore des réformes.....	37
P.III :	Un environnement technique globalement défavorable..	40
Chapitre II :	Une mise en place des bourses assez décevantes.....	43
Section I :	Une faible maîtrise technique des pays à créer une bourse de valeurs mobilières et à en assurer la « maintenance »..	43
P.I :	Des choix d'infrastructures de marché contestables.....	43
A)	Un mode de cotation peu réaliste.....	44
1-	La présentation des modes de cotation en général.....	44
a)	La cotation à la criée.....	44
b)	La cotation électronique.....	45
2-	Les modes de cotation retenus en Afrique noire francophone.....	46
B)	Des modes de fonctionnement pas toujours conséquents..	48
1-	Le marché en continu et le marché au fixing.....	48
2-	Les marchés régis par les ordres et les marchés régis par les prix.....	49
3-	Marché au comptant, marché à terme et marché conditionnel.....	49
P.II :	Un système de règlement - livraison a priori efficace ...	50
A)	Les généralités sur le système de règlement - livraison..	50
B)	Le système de règlement – livraison dans les bourses d'Afrique noire francophone.....	51
P.III :	Des procédures assez lourdes : la nécessité d'un équilibre entre besoin de sécurité et besoin d'investissement....	52
A)	La procédure proprement dite.....	52
B)	L'attribution des responsabilités.....	52
Section II :	Les autres aspects : le manque de lisibilité des aspects non techniques.....	53
P.I :	Une faible maîtrise du moment de lancement.....	53
P.II :	Des attributs d'identification pas forcément judicieux..	54
A)	Des noms pas toujours explicites.....	54
B)	Le choix du siège social.....	55

P.III :	Une prépondérance des considération extra – techniques dans le choix des autorités de la bourse.....	56
Chapitre III :	Un développement des bourses de valeurs mobilières difficile à assurer.....	58
Section I :	Des marchés substantiellement illiquides.....	58
P.I :	Une industrialisation insuffisante.....	59
P.II :	Une faible capitalisation boursière.....	59
P.III :	Des investisseurs institutionnels peu nombreux, peu solides et peu crédibles.....	62
P.IV :	Une épargne encore essentiellement individuelle....	63
P.V :	Une volatilité à maîtriser.....	63
Section II :	Une transparence et une crédibilité pas suffisamment établies.....	64
P.I :	Le professionnalisme des acteurs.....	65
P.II :	Une communication financière fiable et une information des intervenants.....	66
<b>Conclusion générale et recommandations.....</b>		<b>71</b>
Annexes.....		81
Annexe 1	Projet de bourse régionale en Afrique centrale.....	81
Annexe 2	Présentation du marché financier régional de l’UEMOA.....	84
Annexe 3	Présentation du marché financier camerounais.....	88
Annexe 4	Capital minimum des établissements de crédit dans la zone BEAC.....	92
Annexe 5	Tableau des bourses africaines.....	94
Annexe 6	Chronogramme révisé du projet de bourse régionale des valeurs mobilières en Afrique centrale.....	95
Annexe 7	PIB des pays de l’UEMOA et de la CEMAC (2000).....	96
7.1	PIB en milliards de F CFA des pays de l’UEMOA et de la CEMAC.....	96
7.2	PIB par habitants en dollars des pays de l’UEMOA et de la CEMAC.....	98
Bibliographie.....		100
Table des matières.....		102