

SOMMAIRE

SOMMAIRE.....	i
REMERCIEMENTS.....	iii
LISTE DES ABRÉVIATIONS	iv
INTRODUCTION	1
PARTIE I: GÉNÉRALITÉ SUR LE MARCHÉ FINANCIER.....	3
I.1 Définition.....	3
I.1.1 Les différents types de marché financier	4
I.1.2 Rôle du marché financier	5
I.1.3 Types de transaction sur le marché financier	8
I.2 Fonctionnement d'un marché financier.....	15
I.2.1 Règle d'organisation et de fonctionnement.....	15
I.2.2 Système de cotation	16
I.2.3 Système de règlement/livraison.....	18
I.3 Exemples de marché financier à retenir	24
I.3.1 Le projet de modernisation du marché tunisien.....	24
I.3.2 La relance de la bourse de Casablanca.....	25
I.3.3 L'expérience de la BRVM, Bourse de l'UEMOA.....	26
PARTIE II: ANALYSE DE LA POSSIBILITÉ DE CRÉATION D'UNE BOURSE DE VALEUR À MADAGASCAR.....	28
II.1 Opportunités à la création d'une bourse à Madagascar	28
II.1.1 Accélérateur du développement	28
II.1.2 Bonne gouvernance dans la transparence des comptes	33
II.1.3 Divers	33
II.2 Obstacles à la création d'une bourse à Madagascar	35
II.2.1 Les principaux arguments opposés à la création d'une Bourse à Madagascar	36
II.2.2 Rappel des principaux problèmes relatifs à la gouvernance d'entreprise.....	37
II.2.3 Divers	37
PARTIE III : CRÉATION D'UN MARCHÉ BOURSIER À MADAGASCAR.....	42
III.1 Cadre légal	42
III.1.1 Rappel de l'existant juridique relatif au marché boursier.....	42
III.1.2 Le nouveau cadre légal et réglementaire proposé.....	44
III.1.3 La loi boursière	46

III.2 STRUCTURE DU MARCHÉ FINANCIER	52
III.2.1 La Bourse des Valeurs de Madagascar et la Chambre de Compensation et de Garantie	52
III.2.2 Le Dépositaire Central et le règlement / livraison	53
III.2.3 Les intermédiaires	55
III.3 EFFICIENCE DU MARCHÉ	57
III.3.1 Principes généraux	57
III.3.2 Recommandations	58

Figure:

Figure n°1: Automatisation du traitement d'un ordre de Bourse	20
Figure n°2: Moyenne annuelle de la capitalisation boursière des pays africains ayant des marchés boursiers	31
Figure n°3: Moyenne annuelle du PIB par habitant des pays africains ayant des marchés boursiers	31

Tableau:

Tableau n°1: Capitalisation boursière des pays africains ayant des marchés boursiers...	29
Tableau n°2: PIB par habitant des pays africains ayant des marchés boursiers.....	30

CONCLUSION.....	60
RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES	62
ANNEXE.....	65

REMERCIEMENTS

Toutes choses que j'ai réalisées jusqu'à présent ne valent rien sans l'aide de Jésus et je tiens à Lui exprimer ma sincère gratitude. Cette présentation ne serait pas aussi complète si elle ne comporterait pas les remerciements que je dois adresser à toutes les personnes sans lesquelles la réalisation de ce mémoire n'aurait peut être pas vu le jour.

Ainsi, je souhaite remercier vivement tous ceux qui ont contribué de près ou de loin à l'achèvement de ce mémoire, en particulier :

- Monsieur RANOVONA ANDRIAMARO, Doyen de la Faculté de Droit, d'Economie, de Gestion, et de Sociologie ;
- Monsieur REFENO FANJAVA, Chef du Département de la filière Economie ;
- Monsieur RAKOTO DAVID OLIVANIAINA, encadreur pédagogique, qui, malgré ses différentes occupations, a bien voulu nous encadrer et nous conseiller ;
- Monsieur RAZAFINDRAKOTO AINA MARIE, encadreur professionnel, qui malgré ses responsabilités, a accepté de m'encadrer ;
- Le Service de documentation du CITE Ambatonankanga ;
- Le Service de documentation du CCAC Avenue de l'indépendance ;
- Le Service de documentation du Centre d'Etude Economique ;
- Le Service de documentation de la Bibliothèque Universitaire d'Ankatso ;
- Le Service de documentation de la Banque Centrale de Madagascar

Je ne saurai oublier mes parents, une proche en particulier RASOLOFOMAMPIONONA Ionitantly et toute ma famille, qui n'ont cessé de me soutenir, ainsi que tous nos amis et proches pour leur appui inconditionnel tant matériel que financier et leur soutien moral.

LISTE DES ABRÉVIATIONS

ADP : Action à Dividende Prioritaire
APE : Appel Public à l'Epargne
AT : Assistance Technique
BCM : Banque Centrale de Madagascar
BFV – SG : BFV – Société Générale
BMOI : Banque Malgache de l'Océan Indien
BNI – CA : BNI – Crédit Agricole
BOA: Bank of Africa – Madagascar
BRVM : Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (Afrique de l'Ouest)
BTA : Bon du Trésor par Adjudication
BVM : Bourse des Valeurs de Madagascar
BVMT : Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (Tunisie)
CA : Conseil d'Administration
CAC : Cotation Assistée en Continue
CCBG : Chambre de Compensation Boursière et de Garantie
CCP : Compte Chèque Postal
CECAM : Caisse d'Epargne et de Crédit Agricole Mutuelle
CEM : Caisse d'Epargne de Madagascar
CMB : Commission des Marchés Boursiers
CMF : Commission Marché Financier
CNAPS : Caisse Nationale de Prévoyance Sociale
CRDA : Commission de Réforme du Droit des Affaires
CSBF : Commission de Supervision Bancaire et Financière
CSC : Conseil Supérieur de la Comptabilité
DA : Droits d'Accises
DAT : Dépôt à Terme
DAV : Dépôt à Vue
DCM : Dépositaire Central de Madagascar
DG : Directeur Général

DTCC: Depository Trust and Clearing Corporation

EDBM: Economic Development Board of Madagascar

EM : Etat malgache

FDGM : Fonds de Garantie Malgache

FIARO : Financière ARO

FMI : Fonds Monétaire International

FPP : Fonds de portage et de privatisation

IMB : Intermédiaire Membre de Bourse

IMF : Institution de Micro Finance

INSCAE : Institut National des Sciences Comptables et de l'Administration d'Entreprises

INSTAT : Institut National de la Statistique

IOSCO: International Organization of Securities Commissions

IP Capital : Investisseurs et Partenaires Capital

LF : Loi de Finance

LSC : Loi sur les Sociétés Commerciales

MAP: Madagascar Action Plan

MCB: Mauritius Commercial Bank

MFB : Ministère des Finances et du Budget

MGA : Malagasy Ariary

PCG 2005 : Plan Comptable Général 2005

PCOP : Plan Comptable des Opérations Publiques

PDG : Président Directeur Général

PIB : Produit Intérieur Brut

PIP : Projet d'Investissement Public

PME : Petites et Moyennes Entreprises

RCS : Registre du Commerce et des Sociétés

RTGS: Real Time Gross Settlement System

SA : Société Anonyme

SARL : Sociétés A Responsabilité Limitée

SAU : Société Anonyme Unipersonnelle

SBMM : State Bank of Mauritius – Madagascar

SGCSBF : Secrétariat Général de la Commission de Supervision Bancaire et Financière

SI : Système d'Information

SIPEM : Société d'Investissement pour la Promotion des Entreprises

SONAPAR : Société Nationale de Participations

TCN : Titre de Créance Négociable

TVA : Taxe sur la Valeur Ajoutée

UCB: Union Commercial Bank (ex MCB)

INTRODUCTION

Une association appelée MADABOURSE a été créée en décembre 2000 pour la mise en place d'une bourse de valeurs à Madagascar. MADABOURSE a instauré un marché privé non réglementé dont l'accès est réservé aux seuls adhérents détenant des actions de Société Anonyme (S.A.). C'est la première forme de marché de valeurs mobilières constatée sur le territoire malgache même s'il ne semble presque pas encore attirer les opérateurs économiques. En 2007, le CENTRE DE RECHERCHES, D'ÉTUDES ET D'APPUI À L'ANALYSE ÉCONOMIQUE À MADAGASCAR ou CREAM a essayé de faire à son tour des réflexions sur la création d'un marché financier dans le pays¹. Inspirée de MADABOURSE, cette étude est un essai de modélisation² d'une création d'un marché financier susceptible d'être adapté au cas de la grande île à l'époque. En 2008, un projet d'assistance technique sur la réforme du secteur financier a été réalisé par MILLENNIUM CHALLENGE ACCOUNT ou MCA MADAGASCAR avec la collaboration d'EUROGROUP. Il s'agit plus précisément d'une promotion de nouveaux instruments de financement de l'économie et de mobilisation de l'épargne notamment à moyen et long terme.

Financer l'économie nationale par la mobilisation de l'épargne longue et favoriser la circulation des capitaux existants, tels sont les utilités fondamentales du marché boursier. Si l'accès aux financements bancaires demeure très délicat et voir même très sélective, malgré sa qualité de surliquidité, le marché boursier facilite la confrontation directe entre l'offre et la demande de capitaux.

Le succès d'un marché boursier se repose sur le choix du type de marché à appliquer, notamment sur les choix : d'un marché de gré à gré ou d'un marché réglementé, d'un marché dirigé par les ordres ou marché dirigé par les prix, l'intégration d'un marché national ou régional.

La question qui se pose est donc de savoir s'il existe un modèle de marché financier compatible à l'économie malgache et pouvant contribuer à une croissance économique considérable. L'objectif étant de créer un marché financier capable de mobiliser et de promouvoir, surtout au niveau national, des moyens de financements pouvant engendrer la

¹ RAMAROLAHY, CHRISTIAN – RAKOTOARISOA, MAHOLY, *Réflexions sur la création d'un marché financier à Madagascar*-Vol I : Analyse du Système et introduction au marché financier, CREAM, Décembre 2007, page 10-12

² Ibid : Vol II : Essai de modélisation, page 18

croissance économique de la grande île. En fait, on veut rassembler et analyser toutes les informations relatives à la création d'une bourse de valeurs pour la mobilisation des épargnes tant individuelle qu'institutionnelle, tout en tenant compte des expériences faites auparavant et en inspirant des modèles des grands pays d'Afrique.

Cette mémoire comporte ainsi trois grandes parties : la première partie va présenter la généralité sur le marché financier la deuxième partie sera consacrée à l'analyse de la possibilité de création de marché financier à Madagascar et la troisième partie proposera un modèle de marché boursier adapté au cas de Madagascar.

PARTIE I: GÉNÉRALITÉ SUR LE MARCHÉ FINANCIER

I.1 Définition³

Un marché financier est un lieu où se confronte l'offre et la demande de titres de créances sous la forme de valeurs mobilières. En effet, il est accessible à tous les agents économiques qui sont susceptibles d'en faire usage et d'en tirer profit. Le système bancaire se caractérise par l'intermédiation financière tandis que le marché financier se base sur une confrontation directe entre l'épargne et l'investissement.

Le marché financier comporte deux compartiments : le marché primaire et le marché secondaire.

– Le marché primaire permet aux agents ayant des besoins de financement d'emprunter à des agents qui ont des capacités de financement (les épargnants-investisseurs). Les premiers émettent des titres (actions, obligations) pour obtenir les capitaux nécessaires. C'est le marché du « neuf »

– Le marché secondaire permet aux agents qui ont acheté des titres sur le marché primaire de les revendre. C'est le marché de « l'occasion ». Il est communément appelé « la Bourse ».

Les deux compartiments du marché financier sont complémentaires. Un agent économique peut acheter des titres « neufs » et il a aussi la possibilité de les revendre en cas de besoin de liquidité. Sans le marché primaire, il n'y aurait évidemment pas de marché secondaire, mais le marché secondaire permet également la mobilité ou même la reconstitution du capital des sociétés. En matière de bourse, la valeur des titres est déterminée par le marché.

³ SAINT-GEOURS JEAN, *Les marchés financiers*, DOMINOS, FLAMMARION, 1994, page 12-13.

I.1.1 Les différents types de marché financier

On peut caractériser les marchés financiers selon leur nature et leur type d'organisation.

I.1.1.1 Marché de gré à gré (Over The Counter) et marché organisé⁴

Un marché de gré à gré est un marché sur lequel les transactions sont conclues directement entre le vendeur et l'acheteur, d'où l'appellation « transactions bilatérales ». Les échanges sont faits sans aucune intervention d'une agence de régulation ou d'un organisme compensateur. On peut le caractériser par le fait que chaque opérateur est exposé au risque de défaut de sa contrepartie. Il s'oppose à un marché organisé où les transactions sont régies par des règles établies par une Bourse, et qu'une chambre de compensation protège les opérateurs contre le risque de défaut de leur contrepartie. Les opérations sur un marché de gré à gré sont souvent moins standardisées et moins normalisées dans un cadre réglementaire plus souple ; tandis que les contrats traités sur un marché organisé ont des spécifications standardisées en termes de spécifications de contrat, de modalités de transaction et d'administration. Leurs prix sont cotés partout et ont tendance à être liquides.

I.1.1.2 Marché dirigé par les ordres (Order driven market) et marché dirigé par les prix (Quote driven market)

Dans un marché dirigé par les ordres, les différents intervenants transmettent au marché réglementé les ordres d'achat et de vente portant sur les instruments financiers qui y sont cotés. Le marché dirigé par les ordres calcule alors le cours de bourse de la valeur afin que le plus grand volume d'instruments financiers puisse être échangé. La grande majorité des marchés réglementés sont actuellement (à quelques exceptions près) des marchés dirigés par les ordres, ce qui assure à l'investisseur particulier une transparence complète et la certitude de l'exécution de son ordre si les conditions qu'il y a fixé sont rencontrées.

Dans un marché dirigé par les prix, le rôle des « Market Makers » est essentiel. Pour chaque valeur cotée sur un marché dirigé par les prix, un ou plusieurs « Market Makers » se positionnent tant à l'achat qu'à la vente, pour une quantité importante de titres. L'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur est appelé le « Spread ». Les « Market Makers » étant en

⁴ LAUTIER DELPHINE - SIMON YVES, *Les 100 mots des marchés dérivés*, P.U.F, 2009 « Que sais-je ? », p. 3-6.

concurrence entre eux, plus il y aura de Market Makers sur une valeur et plus petit sera le « spread » entre les deux cours. Lorsqu'un investisseur passe un ordre de bourse, au cours ou limité, il ira "frapper" la position du « Market Maker ». Il n'y a donc pas de carnet d'ordres disponible sur ces marchés. Ce type d'organisation de marché offre le grand avantage de la liquidité. Il manque par contre de transparence et un ordre passé au cours sur un marché de « Market Makers » peut être exécuté à un cours parfois surprenant par rapport au « spread » présent au moment du passage de l'ordre, voire même non exécuté du tout. Un marché dirigé par les ordres dont la réputation n'est plus à démontrer est le marché américain des valeurs de croissance, le Nasdaq. L'investisseur prudent placera dès lors plus facilement un ordre limité sur un marché dirigé par les prix qu'un ordre au cours.

La tendance des dernières années est clairement en faveur des marchés dirigés par les ordres, de par la transparence qu'ils procurent. Cependant, pour les valeurs les moins liquides (c'est-à-dire où le nombre et le volume des transactions sont réduits), des marchés dirigés par les prix ou des marchés hybrides continuent à subsister.

I.1.2 Rôle du marché financier

I.1.2.1 Généralités

Le marché financier permet d'effectuer des collectes d'épargnes et la mobilisation de capitaux. C'est un lieu privilégié de financement direct dans la mesure où il permet la rencontre entre agents à besoin de financement et agents à capacité de financement. À la différence du financement bancaire, le jeu entre l'offre et la demande de capitaux est extrêmement développé et diversifié, c'est la raison qui permet une plus grande mobilité du capital. Enfin, sur le marché financier s'échangent à la fois des titres de créances et des titres de propriété. Ce qui permet d'offrir un choix plus large pour les agents à besoin de financement.

Au niveau d'une entreprise, le compte de production permet de dégager la valeur ajoutée de son activité à l'occasion de sa production totale. Le compte d'exploitation fait apparaître le résultat brut d'exploitation, après prise en considération des dépenses et des recettes liées à la contribution productive de l'agent. Le compte de revenus retrace enfin l'origine et l'utilisation du revenu parmi laquelle figurent notamment la consommation et

l'épargne pour les ménages et les autres secteurs. Ces comptes enregistrent des flux que les économistes appellent réels par opposition à monétaires et financiers⁵.

L'étude des principaux marchés dans les pays développés montre comment le rôle du marché a évolué, comment ils ont pu passer d'une modeste place où s'échangeaient quelques titres à un endroit qui joue un rôle important en terme de mobilisation d'épargne. Au-delà d'un simple mécanisme de financement, ils constituent aujourd'hui un véritable instrument au cœur des stratégies financières en termes de rendement des placements et de restructuration du pouvoir dans les entreprises.

I.1.2.2 Utilité sociale et économique du marché financier

On peut reconnaître et assigner aux marchés financiers les fonctions suivantes : acheminer les ressources disponibles vers les besoins de financement, permettre la négociation des actifs ainsi créés, en fonction des projets, des situations patrimoniales, des anticipations ; et améliorer en conséquence l'allocation des ressources, par l'intermédiaire d'une diffusion et d'une utilisation de l'information, sur les entreprises et sur la valeur des actifs eux-mêmes.

Globalement, le niveau des cours de bourse peut constituer une appréciation ou une anticipation des tendances de la conjoncture ou des chances de réussite de la politique d'un gouvernement ; en effet, en rémunérant l'épargne et en facilitant la circulation des actifs mobiliers et des créances, les marchés financiers permettent encore d'optimiser la répartition dans la durée de l'emploi des revenus. Plus généralement et plus fondamentalement, ils donnent la possibilité de distribuer les risques économiques et financiers en fonction de la préférence de ses acteurs, celles-ci dépendant aussi bien de leur tempérament que leurs calculs.

Pour bien remplir ces rôles, le marché doit présenter un certain nombre de qualités, tout particulièrement requises et mises à l'épreuve dans la compétition entre les grandes places financières qui s'accroît à mesure que l'internationalisation et la globalisation des marchés développent leurs effets.

⁵ DAUTRESME DAVID, *Economie et marché de capitaux nationaux*, LA REVUE BANQUE EDITEUR, 18, rue Lafayette 75009 Paris, 1985, p. 21-22

L'avènement de grands espaces financiers homogènes et l'informatisation des marchés renouvellent la problématique de la « place financière ». Lorsqu'on se situe, par exemple et surtout, dans la perspective d'une monnaie unique en Europe et d'un fonctionnement automatique, à l'échelle de la planète, des réseaux de transmission d'informations, d'ordre et de flux, on est immédiatement amené à se demander pourquoi il est utile, du point de vue tant politique qu'économique, de constituer une « place financière », et ce qui commande sa localisation.

Un pôle économique et financier est un lieu où du personnel est employé. Muni des compétences et des équipements adéquats, ce personnel ajoute de la valeur et touche en conséquence des revenus dont l'utilisation contribue à l'animation de l'économie et, éventuellement, à l'équilibre de la balance de paiements. D'un point de vue macroéconomique, un pays a donc intérêt à retenir ces activités. L'examen des différentes fonctions économiques du marché financier peut en fait être regroupé autour de cinq thèmes. Le marché financier est⁶ :

- Un circuit de financement de l'économie nationale
- Un moyen d'organiser la liquidité de l'épargne investie à long terme
- Un instrument de mesure de la valeur des actifs
- Un outil concourant à la mutation des structures industrielles et commerciales
- Un lieu de négociation du risque

Sur un plan plus qualitatif et sur le long terme, la maîtrise des services financiers, sur les marchés nationaux et internationaux, assure des facultés autonomes de décision, d'impulsion, d'influence, aspect stratégique majeur dans la guerre économique mondiale. L'Etat, en tant qu'émetteur, doit aussi pouvoir s'appuyer sur un marché suffisamment puissant et autonome, pour le placement de ses titres et la gestion de sa dette. Dans le domaine de l'automatisation, il est également stratégique de contrôler des plaques tournantes (les fameux « hubs » des Américains) de réseaux.

⁶ CHOINEL ALAIN et ROUYER GÉRARD, *Le marché financier : structures et acteurs*, La Revue Banque Editeur, 18, rue La Fayette, 75009 Paris, page : 35

Au-delà de ces réflexions, il faut s'interroger sur la consistance optimale (ou minimale) d'une place financière en tant que système. On peut penser d'abord nécessaire d'y détenir un marché des actions et des créances d'une certaine importance.

I.1.3 Types de transaction sur le marché financier

Les marchés financiers sont à la fois des marchés de gros et de détail, dont les participants sont des institutions financières (banques centrales, banques d'investissement, sociétés de gestion d'actifs, investisseurs institutionnels, assureurs, hedge funds), des sociétés (comme émetteurs, sur le marché primaire, ou comme investisseurs), et enfin les particuliers.

Les clients finaux sont les investisseurs institutionnels, ce sont eux qui sont à l'origine de l'essentiel de l'offre et de la demande. N'ayant pas d'accès direct au marché, ils ont recours à des intermédiaires pour trouver une contrepartie. Les intermédiaires auxquels ils ont recours, les professionnels du marché sont soit les "brokers" ou "courtiers" en français, soit "dealers", soit le plus souvent les deux. Les brokers n'agissent qu'en tant qu'intermédiaires: ils mettent en relation les acheteurs et les vendeurs et se font payer ce service par des commissions, mais ne prennent pas de position pour leur propre compte. Les dealers négocient pour leur propre compte et animent le marché en intercalant des offres entre les prix demandés par les acheteurs et les vendeurs (réduction des "spreads"). Ce sont en fait souvent les dealers qui négocient généralement directement avec les clients finaux, puis revendent leur position sur le marché interbancaire, éventuellement par l'intermédiaire d'un broker.

Le plus gros volume des échanges a maintenant lieu via des produits dérivés (forwards, futures, options, swaps, etc.) qui sont en forte croissance depuis le début des années 1980.

I.1.3.1 Forward⁷

Un contrat forward ou forward agreement est un contrat à terme, il est donc considéré comme un produit dérivé. Il s'agit d'un accord d'acheter ou de vendre un actif à un prix et à une date future précisés dans le contrat. En fait, la définition du forward est identique à celle des contrats futures à la différence près qu'ils sont négociés de gré à gré entre banques et

⁷AROYO PHILIPPE - D'ARVISET PHILIPPE - SCHOB THIERRY, *Finance appliqué*, DUNOD, Paris 1993, page : 136

institutions financières alors que les contrats de futures sont négociés sur un marché organisé, localisé à un endroit bien précis. De plus, les contrats de futures sont des contrats standardisés en termes de montants et de dates d'échéance, les contrats de forwards sont des contrats à terme non standardisés. Bien souvent, lors du dénouement, les deux contreparties procèdent au règlement de la différence entre le prix négocié à l'avance et le prix du marché (procédure dite de cash settlement). Très peu de contrats font l'objet d'une livraison.

Le "sur mesure" qu'offrent les forwards entraîne un risque de liquidité. Il est en effet très difficile de dénouer sa position avant l'échéance en raison de l'absence de contrepartie. Par ailleurs le risque de défaut est bien plus présent que pour les futures. En effet, ce n'est qu'à l'échéance que l'on constate la défaillance ou non de la contrepartie contrairement aux marchés de futures qui constatent le défaut au jour le jour en raison de l'existence d'une chambre de compensation.

Les transactions ont lieu :

- ✓ soit sur des marchés organisés : marchés à terme et bourses, où les transactions sont effectuées sur des actifs standardisés et où la bourse ou le marché à terme s'interpose, comme contrepartie universelle, entre les acheteurs et les vendeurs,
- ✓ soit de gré à gré, entre participants ou entre un participant et une contrepartie centrale.

Le marché des changes ou Forex est le plus interbancaire des trois grands marchés financiers⁸ et l'essentiel des transactions y a lieu de gré à gré. C'est le premier marché à avoir développé le trading électronique.

I.1.3.2 Contrat à terme⁹

Un contrat à terme (futures en anglais) est un engagement ferme de livraison standardisé, dont les caractéristiques sont connues à l'avance, et portant sur : une quantité déterminée d'un actif sous-jacent précisément défini, à une date, appelée échéance, et un lieu donnés, et négocié sur un marché à terme organisé. Les contrats à terme sont les instruments financiers les plus traités au monde. Premiers, par leur volume, des produits dérivés, les contrats à termes constituent une amélioration par rapport aux contrats à terme dits forwards,

⁸ Marché des actions, marché des changes ou Forex et marché de la dette monétaire et obligataire
AROYO PHILIPPE - D'ARVISET PHILIPPE - SCHOB THIERRY, *op. cit.*, page : 139-142

instrument de gré à gré, qui sont leur ancêtre direct. Ces transactions à terme permettaient aux producteurs de bloquer un prix longtemps à l'avance et de se protéger d'un effondrement des cours. Le vendeur ne profite donc pas d'une éventuelle hausse des prix. Par contre, il est protégé si les cours baissent.

L'avantage fondamental présenté par les contrats à terme par rapport à leur prédécesseur de gré à gré, les forwards, est l'existence d'une chambre de compensation avec contrepartie centrale. Celle-ci, dès qu'une transaction est enregistrée auprès d'elle, se substitue en tant que contrepartie au vendeur et à l'acheteur initial. Ainsi, lorsqu'un opérateur A achète un contrat à un opérateur B, la transaction est en réalité divisée en deux : A achète à la chambre de compensation, B vend à cette même chambre. Ainsi, si B devait faire défaut (c'est-à-dire ne pouvait honorer son engagement), A n'en subirait aucune conséquence. Cette contrepartie centrale doit, pour jouer effectivement son rôle, disposer de mesure de gestion des risques adaptés.

La chambre de compensation est l'acheteur de tous les vendeurs, et le vendeur de tous les acheteurs. Elle centralise donc les risques de contrepartie, qu'elle annule :

- en fixant, en accord avec la bourse concernée, une amplitude maximale de fluctuation quotidienne des cours, au-delà de laquelle le marché est automatiquement fermé (on dit limit up s'il est fermé à la suite d'une hausse des cours, limit down si c'est à cause d'une baisse) ;
- et en exigeant de chaque intervenant :
 - un dépôt de garantie, appelé indifféremment deposit ou initial margin en anglais, qui n'est généralement pas inférieur, par contrat, à la fluctuation quotidienne maximale autorisée,
 - un appel de marge quotidien, appelé variation margin en anglais, dont le but est de reconstituer le dépôt de garantie si celui-ci a été entamé par une fluctuation contraire du marché.

I.1.3.3 Option¹⁰

Une option est un produit dérivé qui établit un contrat entre un acheteur et un vendeur. L'acheteur de l'option obtient le droit, et non pas l'obligation, d'acheter (call) ou de vendre (put) un actif sous-jacent à un prix fixé à l'avance (strike), pendant un temps donné ou à une date fixée. Ce contrat peut se faire dans une optique de spéculation ou d'assurance.

Une option financière est un produit dérivé, contrat entre deux parties, qui donne à l'acheteur le droit (le vendeur est en revanche tenu de se plier à la décision de l'acheteur) : d'acheter (option d'achat, appelée aussi call), de vendre (option de vente, appelée aussi put), une quantité donnée d'un actif sous-jacent (action, obligation, indice boursier, devise, matière première, autre produit dérivé, fonds, inflation, etc.), à un prix (en général) précisé à l'avance (prix d'exercice ou strike en anglais), à une date d'échéance donnée (option dite européenne) ou durant toute la période jusqu'à échéance (option dite américaine), avec un mode de règlement fixé à l'avance (livraison du sous-jacent ou seulement du montant équivalent).

Ce droit lui-même se négocie contre un certain prix, appelé prime, ou premium. Les options s'échangent à la fois sur des marchés d'options spécialisés au sein de bourses, et sur les marchés de gré à gré. Une option est dite :

- dans la monnaie (in the money ou ITM) lorsque son prix d'exercice est inférieur au prix de son actif sous-jacent (pour un call) ou supérieur au prix de son actif sous-jacent (pour un put) ;
- hors de la monnaie (out of the money ou OTM) dans le cas contraire ;
- à la monnaie (at the money ou ATM) si le prix d'exercice est égal au cours actuel de l'actif sous-jacent de l'option.

Les options peuvent être utilisées :

- en couverture de risque de baisse ou de hausse du prix du sous-jacent (par exemple un producteur de pétrole peut choisir d'acheter des "puts" afin de se prémunir d'une baisse trop importante des cours),
- pour spéculer le sous-jacent à la baisse ou à la hausse (c'est en ce sens qu'elles sont distribuées comme rémunération sous le nom de stock options),

¹⁰ Ibid : page : 151

- pour spéculer sur la volatilité.

Elles font partie des dérivés financiers, qui répondent aux mêmes buts que les “warrants” (options de longue durée), les “swaps” (promesses d'échange de taux, de devises...), etc.

Sur les marchés organisés ou de gré à gré, on peut aussi :

- acheter des “calls” pour jouer (ou se protéger) sur une hausse du cours de l'actif sous-jacent ou de la volatilité ou la combinaison des deux,
- acheter des “puts” pour jouer (ou se protéger) sur une baisse du cours de l'actif sous-jacent ou de la volatilité ou la combinaison des deux,
- vendre des “calls” pour jouer (ou se protéger) sur une baisse de l'actif sous-jacent ou de la volatilité ou une combinaison des deux ou simplement pour essayer de récupérer de la prime en cas de stabilité du marché,
- vendre des “puts” pour jouer (ou se protéger) sur une hausse de l'actif sous-jacent ou une baisse de la volatilité ou une combinaison des deux ou simplement pour essayer de récupérer de la prime en cas de stabilité du marché.

En l'absence d'une couverture spécifique et dans le cas le plus défavorable, l'acheteur d'une option aura une perte limitée à la prime qu'il aura payée. Son gain maximum théorique est en revanche illimité (ou limité au prix d'exercice diminué de la prime pour un “put” dont le sous-jacent ne peut avoir un prix négatif).

Symétriquement, le vendeur d'une option voit son gain maximum limité à la prime qu'il reçoit. Sa perte peut être illimitée ou limitée (vendeur d'un “put” dont le prix du sous-jacent ne peut être négatif). Il s'agit d'une stratégie spéculative très risquée.

Si l'option n'a pas été exercée à la date d'échéance, elle est dite abandonnée.

I.1.3.4 Le “swap”¹¹

Le swap (de l'anglais “to swap” : échanger) ou l'échange financier est un produit dérivé financier. Il s'agit d'un contrat d'échange de flux financiers entre deux parties, qui sont généralement des banques ou des institutions financières.

On peut citer quatre contrats les plus courants :

- le swap de taux d'intérêt standard, taux variables contre taux fixes, (en anglais : “plain vanilla interest rate swap”) qui échange les intérêts d'un prêt ou dépôt notionnel à taux variable contre des intérêts à taux fixe ;

Mais il en existe beaucoup d'autres contrats “swap” comme, par exemple :

- ⇒ le “basis swap”, d'emploi usuel, par lequel on échange deux taux variables indexés sur le “swap” de devises (Cross Currency Swap ou Currency Interest Rate Swap (CIRS)), et des taux d'intérêt à moyen ou long terme libellés dans deux devises différentes ;
- ⇒ le “credit default swap”, qui échange de la protection sur le risque de crédit d'un émetteur d'obligations contre des versements périodiques et réguliers pendant la durée du “swap” ;
- ⇒ le swap sur matière première, qui échange un prix fixe, déterminé au moment de la conclusion du contrat, contre un prix variable, en général calculé comme la moyenne d'un indice sur une période future.
- ⇒ les taux à court terme, dans la même devise ou dans deux devises différentes ;
- ⇒ le “constant maturity swap de taux d'intérêt”, qui permet d'échanger un taux variable indexé sur des taux d'intérêt à court terme contre un autre taux variable indexé sur un taux d'intérêt à moyen ou long terme, par exemple celui du swap 10 ans contre Libor ou du TEC10 ;
- ⇒ “l'asset swap”, combinaison d'un swap de taux d'intérêt et d'une obligation à taux fixe, qui crée une obligation à taux variable synthétique ;

¹¹ SAINT-GEOURS JEAN, *op. cit.*, page : 37

- ⇒ les “swaps d'actions” ou “equity swap” qui désigne un “swap” dans lequel au moins une des deux jambes est indexée sur le rendement d'une action ou d'un panier d'actions ;
- ⇒ le swap de variance appelé également swap de volatilité est un produit dérivé dont on peut s'en servir pour spéculer sur le niveau futur de la volatilité d'un cours ou d'un indice, ou pour se couvrir contre des variations imprévues de la volatilité ;
- ⇒ le swap de corrélation est un dérivé de gré à gré financière qui permet de spéculer sur ou couvrir les risques liés à la corrélation observée en moyenne, d'une collection de produits sous-jacents, où chaque produit a régulièrement observables prix, comme une marchandise, taux de change , taux d'intérêt, ou d'un indice boursier;
- ⇒ le swap d'inflation qui permet d'échanger un taux fixe/variable contre un taux d'inflation ;
- ⇒ le « total return swap » qui permet d'échanger les revenus et le risque d'évolution de la valeur de deux actifs différents pendant une période de temps donnée. Exemple : Une des branches du “swap” est constituée d'un prêt à court terme, l'autre de tout type de titre financier imaginable (indice, une action, une obligation...).

La créativité des participants aux marchés financiers semble parfois sans limite.

Par ailleurs, des options sur “swaps” sont apparues assez rapidement. On parle de “swaption”. Pour les “swaptions” de taux d'intérêt, on parle de “cap” pour une option d'achat (call) et de “floor” pour une option de vente.

La formidable dynamique des marchés de “swaps” est double :

Pour une banque, elle réside dans ce qu'il n'y a pas d'échange de capital, seulement l'échange de flux d'intérêt. Dans le cas d'un “swap de taux d'intérêt”, il s'agit donc d'un prêt débarrassé de l'essentiel de son risque de crédit. Des appels de marges ou des dépôts de collatéral en garantie peuvent même le faire presque totalement disparaître, et le “swap” devient alors pur taux d'intérêt, réductible à ses coefficients d'actualisation (en anglais : “discount factors”) et donc fongible. Une banque peut alors gérer de façon centralisée des myriades de “swaps” et autres produits de taux taillés sur mesure pour les besoins particuliers de sa clientèle.

Pour une entreprise, ou pour une institution financière, le “swap” permet de modifier les caractéristiques d'actifs financiers, par exemple de taux fixe en taux variable, sans les sortir du bilan et sans encourir les conséquences fiscales ou comptables d'une telle sortie. On superpose ainsi un produit hors bilan, le swap, à un actif existant.

I.2 Fonctionnement d'un marché financier

I.2.1 Règle d'organisation et de fonctionnement

Le fonctionnement du marché financier repose sur l'activité de deux compartiments dont les fonctions sont différentes et complémentaires : le marché primaire et le marché boursier ou marché secondaire.

Le marché primaire est celui des émissions de titres. Il met en relation les agents à déficit de financement c'est-à-dire les entreprises, les collectivités locales et l'Etat qui émettent des produits financiers (actions, obligations et autres produits), et les agents à surplus de financement, les épargnants, essentiellement les ménages, qui les souscrivent. Ce compartiment remplit une fonction de financement, d'allocation du capital.

Le marché secondaire ne concerne que l'échange des valeurs mobilières déjà émises. Par exemple, un épargnant ayant souscrit à une émission d'obligations d'Etat peut souhaiter revendre ce titre acheté à l'Etat ; c'est sur le marché secondaire qu'il pourra réaliser cette opération. C'est donc sur ce marché secondaire que varient les prix des valeurs mobilières, appelés cours. Ces cours peuvent alors s'écarter considérablement du cours d'émission fixé par l'émetteur des valeurs mobilières (marché primaires). Sur le marché secondaire, qui appelé aussi « Bourse », l'émetteur n'intervient plus (sauf s'il souhaite racheter ses propres actions) puisque seules les offres et les demandes de titres déterminent les cours. À la Bourse, les titres déjà émis s'échangent contre de l'argent liquide.

La bourse des valeurs est un marché officiel et organisé sur lequel s'échangent les valeurs mobilières nationales et étrangères admises aux négociations par les autorités compétentes. On remarque toutefois que les termes de marché financier et de bourse sont souvent pris comme synonymes pour désigner l'ensemble des deux compartiments.

Marché primaire et marché secondaire sont des marchés indissociables car un épargnant n'achètera des valeurs lors de leur émission que s'il dispose de la possibilité de s'en

défaire à de bonnes conditions (sans perte) sur le marché secondaire. La bonne santé de la Bourse (cours à la hausse) est donc une condition pour attirer l'épargne vers ceux qui ont besoin de capitaux (marché primaire).

I.2.2 Système de cotation¹²

I.2.2.1 Généralité

Un titre est coté à partir du moment où il est admis sur un marché financier. Le cours du titre est son prix de marché, établi par la rencontre des meilleures offres de vente et d'achat. Pour une entreprise, l'intérêt de la cotation est d'accéder aux marchés de capitaux, et de communiquer sur son entreprise.

Il y a différentes manières de fixation de la cotation en Bourse :

➤ Cotation à la criée

Méthode de cotation qui consiste à établir le cours d'une valeur par la confrontation publique et verbale des offres d'achat et des offres de vente, jusqu'à ce que le meilleur équilibre soit atteint.

➤ Cotation électronique

Confrontation permanente des ordres introduits directement par les sociétés de Bourse dans le cahier de cotation électronique tenu par un ordinateur central : celui-ci établit un cours d'équilibre, puis sert les ordres " au fil de l'eau ", c'est-à-dire au fur et à mesure de leur arrivée.

➤ Cotation au fixing

La cotation au fixing consiste à confronter les offres et les demandes enregistrées par le marché à un moment donné et à fixer le cours du produit concerné au prix d'équilibre entre toutes ces offres et ces demandes.

➤ Cotation en continu

Dans ce cas, la cotation s'établit au fur et à mesure que se présentent, pendant toute la séance, les offres et les demandes du produit en question. A chaque nouvelle demande, on ajuste la valeur du titre. On dit que la cotation se fait au fil de l'eau.

¹² JOHMANI MONIA, *Modernisation de la cotation électronique et dynamique boursière : le cas de la bourse en ligne*, ISG de Gabes, 2007, Tunis, page 8-9

➤ **Cotation réservée**

Cotation d'un titre momentanément suspendue par décision d'Euronext Paris SA, pour éviter un écart de cours trop important par rapport au cours précédemment coté. C'est une procédure d'urgence qui permet d'éviter des décalages de cours trop violents suite à une annonce, rumeur

➤ **Double cotation**

Cotation simultanée d'une valeur sur deux marchés financiers différents. Une société française, déjà cotée à Paris, peut par exemple choisir de s'introduire en Bourse aux Etats-Unis afin d'attirer les investisseurs américains.

➤ **Double Creux (double bottom)**

Terme d'analyse technique symétrique haussière du double sommet. Figure classique montrant un retournement du marché à la hausse après avoir testé successivement à quelques temps d'intervalle le même point bas suivi d'une vague puissant rebond.

➤ **Creux en " V " (ou " V " bottom)**

Terme d'analyse technique, la figure en " V " emprunte son nom à sa forme graphique (en V " justement "). Celle-ci matérialise un violent changement de direction (généralement en deux - trois séances de bourse). Très réactif, le " V " bottom est difficile à anticiper. Pour ce type de figure, il n'existe pas d'objectif technique particulier.

I.2.2.2 Cotation des valeurs en bourse¹³ : exemple du système CAC

a) Ancien système

La cotation des valeurs mobilières se fait au moyen du système CAC (Cotation Assistée en Continue par ordinateur), rénovée en 1995. Avec l'ancien système CAC, l'ordre en bourse arrivait entre 17h et 10h le lendemain matin et était exécuté au prix d'ouverture. À titre d'exemple, un ordre d'achat portant sur 100 titres : le niveau du cours à l'ouverture se fixait à 500 Ar, à ce prix, l'offre permettait de servir 60, les 40 titres qui restent seraient servis si le niveau du cours atteignait 500 Ar au moins durant la journée.

¹³ DURAND MICHEL, *La bourse*, Edition La Découverte, 9 bis, rue Abel-Hovelacque 75013 Paris, 1993, page 37-38

b) Nouveau système

Le nouveau système de cotation baptisé super CAC prend en considération l'heure d'arrivée et la nature exacte de l'ordre, et veille à servir en totalité selon le rang d'entrée dans le système (premier entré, premier servi).

c) Continu - Fixing

Les titres sont répartis en fonction de leur liquidité, en 3 groupes :

- **Continu 1** : se sont les titres du règlement mensuel (RM) et les valeurs les plus actives du second marché (SM) : la variation maximale des cours autorisée est de 20% par jour, au-delà, les séances s'arrêtent pendant 15 minutes.

- **Continu 2** : valeurs les plus actives du SM et du comptant. La variation maximale autorisée par jour est de 10%.

- **Fixing** : pour le reste des valeurs du second marché et du marché au comptant.

d) Phases de cotations

Au cours de la période qui précède l'ouverture de la séance, les ordres d'achat et de vente sont totalement introduits : l'écran fait apparaître des cours indicatifs et les négociations peuvent encore ajuster l'offre et la demande. Après, la séance s'ouvre et l'ordinateur central calcule le cours permettant un plus grand volume d'échange sur chaque titre. Les nouveaux ordres recommencent à affluer puis les cours continuent à apparaître sur l'écran sans interruption jusqu'à la fin de l'après midi.

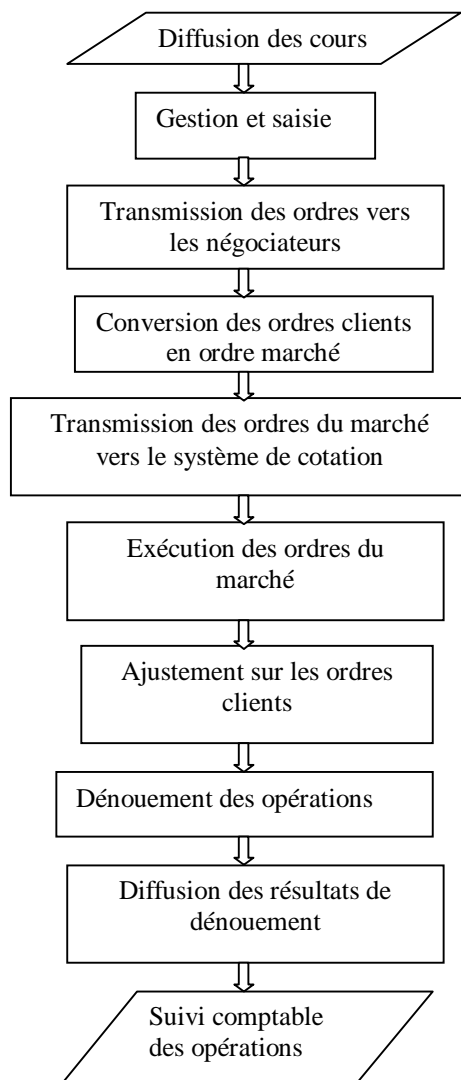
Pour les titres de fixing, les cours s'établissent à travers la confrontation générale des offres et des demandes qui a lieu sur le système CAC une ou deux fois par jour. Dans le cas d'un déséquilibre entre l'offre et la demande, certains titres risquent de ne pas être cotés.

I.2.3 Système de règlement/livraison

Le règlement/livraison est une procédure par laquelle des titres sont livrés, habituellement contre paiement, pour remplir les obligations contractuelles nées de la négociation d'une opération. L'instruction de règlement/livraison est émise par la chambre de compensation, si l'opération a été négociée en bourse, par l'investisseur, si elle a été négociée de gré à gré.

L'instruction est ensuite dénouée chez le dépositaire central : les titres sont inscrits au crédit du compte de l'affilié de l'acheteur, et au débit du compte de l'affilié du vendeur.

Figure n°1 : Automatisation du traitement d'un ordre de Bourse



Source : SAINT-GEOURS JEAN, LES MARCHES FINANCIERS, DOMINOS, FLAMMARION, 1994, page 46

Le règlement des espèces et le paiement des titres ont lieu le plus souvent simultanément ; dans le cas de transactions boursières, le délai de règlement/livraison est standard et dépend de la bourse : il est généralement de 3 jours ouvrés à compter de la négociation.

Depuis 1998, en droit français, c'est le moment du dénouement chez le dépositaire central qui détermine le transfert de propriété des titres; auparavant, le transfert de propriété résultait de l'inscription des titres au compte du client si ceux-ci avaient été négociés sur un

marché réglementé, tandis qu'il n'était pas clairement établi dans le cas d'une opération de gré à gré.

I.2.3.1 Du mouvement de papier au mouvement électronique

Avant la dématérialisation des titres, auxquelles les principales places financières ont procédé durant les années 1980, les titres étaient livrés par mouvement physique du titre-papier ou d'un certificat représentatif, tandis que le paiement se faisait par chèque. Cette procédure n'était pas seulement manuelle, elle portait aussi des risques dans la mesure où des titres ou certificats pouvaient être égarés, volés ou contrefaits.

Les États-Unis ont vécu ce qu'on a appelé un "paper crunch", dans les années 1960, où l'accroissement significatif du volume de transactions négociées sur le New York Stock Exchange s'est traduit par un allongement des délais de règlement/livraison et la multiplication des erreurs ; les maisons de titres new-yorkaises ont été dépassées par l'ampleur du travail, au point de demander un raccourcissement des horaires d'ouverture de la bourse.

Au Royaume Uni, la faiblesse de la procédure-papier a été exposée par le programme de privatisations conduit dans les années 1980 ainsi que par le Big Bang de 1986, une réforme du marché financier qui a entraîné une explosion du nombre de transactions boursières.

I.2.3.2 Les types de règlement/livraison

Le règlement/livraison implique une livraison de titre d'une partie à une autre. Elle a généralement lieu contre paiement, c'est-à-dire qu'un défaut de provision en espèces chez la contrepartie bloque la livraison des titres. De même, un défaut de provision en titres empêche de se voir créditer leur montant correspondant en espèces.

Le règlement en espèces est soit simultané, soit postérieur à la livraison des titres, selon le dépositaire central. Quand le dépositaire des titres est aussi teneur de comptes espèces, les deux flux sont pris en charge par le même système d'information, et sont généralement simultanés. Quand la tenue des comptes espèces est faite par la banque centrale, le transfert des espèces peut être effectué avec un délai qui n'excède toutefois pas la journée. Le principe de livraison contre paiement a alors pour conséquence le blocage temporaire des titres.

Il est possible de procéder à une livraison unilatérale, ou franco, c'est-à-dire sans mouvement simultané contraire. C'est le cas d'un appel de marge auquel on répond par une livraison unilatérale de titre.

Il est également concevable qu'on veuille livrer des titres en collatéral d'une réception de titres empruntés. Mais les dépositaires centraux n'ayant généralement pas de dispositif (de "livraison contre livraison") dédié à ce type d'opération, les parties prenantes procèdent alors à deux livraisons unilatérales réciproques, mais il n'est alors pas possible de conditionner le dénouement de l'une par le dénouement de l'autre.

Le principe s'applique également au marché des changes où le paiement d'un montant dans une devise est conditionné par le crédit du montant correspondant dans une autre devise : on parle alors de "paiement contre paiement". CLS (Continuous Linked Settlement) est ainsi un organisme américain spécialisé dans cette fonction.

1.2.3.3 Les risques systémiques¹⁴

Lors de la crise financière de 1987, de nombreux investisseurs cherchant à vendre simultanément leurs titres, afin de limiter leurs pertes, ont subi des préjudices liés à des retards dans le délai de règlement/livraison.

De fait, cette crise a révélé l'existence d'un risque systémique et les professionnels s'interrogent sur de possibles failles dans l'infrastructure financière, et en particulier dans les dispositifs de règlement/livraison. Le "Group of Thirty", un "think-tank" basé à Washington, publie en 1989 un rapport sur "les systèmes de compensation et de règlement/livraison sur les marchés de titres mondiaux", qui préconise en particulier une réduction du délai de règlement/livraison et la généralisation du principe de livraison contre paiement, en particulier dans les transactions transfrontières.

En décembre 1990, le Comité sur les Systèmes de Paiement et de Règlement (CRPC), également connu sous le nom de "G10", groupe des 10 principales banques centrales, lance une analyse détaillée et comparée des différents systèmes nationaux et internationaux ; celle-ci aboutit à un rapport, publié en 1992, qui met en évidence 3 modèles de règlement/livraison :

¹⁴SAINT-GEOURS JEAN, *op. cit.* , page 98-99

Le modèle 1 applique un paiement, simultané, d'espèces pour chaque livraison élémentaire de titres;

Le modèle 2 applique un paiement d'espèces, et ultérieur, à autant de livraisons élémentaires de titres qu'il y a d'instructions émises;

Le modèle 3 applique un paiement d'espèces, et une livraison de titres, non-simultanée.

Dans tous les modèles, le règlement/livraison est exposé à un risque de coût de remplacement ou alternativement un risque de liquidité ; le premier est le risque de devoir emprunter des titres à un coût élevé au fin de remplacer une instruction de livraison de titres qui a échoué ; le second de devoir emprunter des espèces à un coût élevé au fin de remplacer une instruction de paiement qui a échoué.

Le modèle 1 est le seul qui protège d'un risque de principal, c'est-à-dire du risque de ne pas recevoir les espèces correspondant à des titres déjà livrés, ou vice-versa. Le niveau de sécurité de ce modèle est d'autant plus fort que les comptes espèces sont tenus par une banque centrale, qui ne peut pas faire faillite, plutôt que par une banque commerciale. Euroclear, Clearstream et le système Fedwire, qui règle-et-livre la dette fédérale américaine, relèvent du modèle 1.

Les modèles 2 et 3 sont soumis à un risque de crédit dans la mesure où les flux de titres et/ou d'espèces sont nécessairement compensés par un organisme dédié (la chambre de compensation), qui se porte généralement garante du système. Le risque est plus ou moins significatif selon le mécanisme de garantie. La Depository Trust and Clearing Corporation ou DTCC relève du modèle 2.

Enfin, les 3 modèles sont soumis à un risque systémique mais de nature différente : le modèle 1 peut conduire à des échecs (fails) en cascade, la non-réception de titres chez l'un l'empêchant d'honorer une livraison de ces mêmes titres chez un autre ; dans les deux autres modèles, si la probabilité de défauts de règlement/livraison est réduite du fait même du mécanisme de la compensation, leur survenance peut gripper, dans le pire des cas, les transferts entre la chambre et l'ensemble de ses membres.

I.3 Exemples de marché financier à retenir

Les principaux enseignements apportés par les expériences des marchés boursiers entrant dans le benchmark et les principales caractéristiques de ces marchés sont présentés ci-après.

I.3.1 Le projet de modernisation du marché tunisien

La modernisation de la bourse de Tunis au milieu des années 90 était justifiée par une reprise du plan de privatisation. Les modalités de la privatisation étaient :

- Sélection du partenaire stratégique appelé à devenir l'actionnaire de référence de l'entreprise privatisée.
- En parallèle, réservation d'une partie du capital aux investisseurs tunisiens (entre 10 et 20 %).

Ainsi, comme dans la plupart des pays émergents, le bon fonctionnement de la bourse de Tunis était un des éléments clefs dans le succès du programme de privatisation. La négociation en bourse qui était auparavant gérée manuellement a été informatisée pour assurer une diffusion immédiate des cours auprès de l'ensemble des investisseurs. Ainsi, l'informatisation de la négociation a apporté la transparence du marché de Tunis et a déclenché l'intérêt de tous pour ce marché.¹⁵

Une réforme majeure a été adoptée avec la promulgation de la loi de novembre 1994 portant réorganisation du marché financier¹⁶ :

- La mise en place d'une nouvelle réglementation et l'installation d'une autorité régulatrice de ce marché « le Conseil du Marché Financier ».
- La réorganisation de la Bourse.
- L'adoption d'un système de cotation électronique
- Le renforcement de la transparence et de la sécurité du marché

¹⁵ EUROGROUP-MCA MADAGASCAR, *Assistance technique dans le contexte de la réforme du secteur financier à Madagascar*, Novembre 2008

¹⁶ Journal Officiel de la République Tunisienne 1994, loi n° 94-117 du 14 novembre 1994

- L'installation d'une comptabilité titres et d'une Banque Centrale des titres (Dépositaire Central) permettant une circulation simplifiée des titres négociés.

I.3.2 La relance de la bourse de Casablanca¹⁷

Depuis sa création en 1929, la Bourse de Casablanca (en Maroc) a connu plusieurs réformes dont la plus importante a été celle de 1993. La démarche globale suivie à Tunis y a été appliquée également. Entre 1993 et 1999, les introductions à la Bourse de Casablanca ont été relancées par les opérations de privatisation. L'encouragement à la désintermédiation financière se distingue également de cette réforme. L'introduction en bourse constitue un moyen, parmi d'autres, qui permet aux entreprises d'accéder au financement plus facilement tout en minimisant les frais financiers.

Par ailleurs, deux problèmes spécifiques y sont apparus : certains ordres relatifs à une valeur cotée étaient négociés en dehors de la bourse et faussaient ainsi le cours des transactions effectuées en bourse. Ainsi, il paraît essentiel d'établir la concentration de tous les ordres concernant une valeur cotée sur le marché boursier et d'interdire la négociation hors bourse.

Les intermédiaires membres de bourse étaient tous des filiales de groupes bancaires pour qui l'activité de négociateur n'était pas la priorité. Ainsi, il paraît utile pour le dynamisme du marché de faire entrer parmi les intermédiaires en bourse, à côté des filiales de groupes bancaires, des entités autonomes parfois très dynamiques.

En 2000, cette bourse a intensifié ses efforts pour inciter les PME à s'y introduire. La loi de finance 2001 a accordé aux sociétés qui s'introduisent en bourse, soit par ouverture ou augmentation de leurs capitaux, une réduction au titre de l'impôt sur les sociétés de 25% et 50% respectivement. Ces mesures n'ont pas eu un effet immédiat sur le rythme des introductions en bourse. En effet, elle n'a enregistré que trois introductions et ce, malgré que le marché ait renoué avec la croissance en 2003.

¹⁷ Direction des Etudes et des Prévision Financières/MINISTRE DE L'ECONOMIE ET DES FINANCES/Royaume du Maroc, *Introduction à la bourse de Casablanca : tendances, déterminants et résultats techniques*, Novembre 2009.

I.3.3 L'expérience de la BRVM, Bourse de l'UEMOA

La BRVM, Bourse Régionale des Valeurs Mobilières est une entité boursière regroupant les marchés boursiers de huit pays différents (Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal, Togo). Cette bourse a démarré ses activités de cotation le 16 septembre 1998, elle a rencontré deux problèmes majeurs : un problème de gouvernance, le consensus entre les représentants des différents pays impliqués a été long à construire, certains pays développant en parallèle leur bourse nationale. Aucune autorité politique n'a su dans ce contexte maintenir les délais prévus dans le projet et la construction juridique, l'informatisation de la négociation et du dépositaire. Surtout, l'identification des sociétés à coter dès le lancement de la bourse n'a pas été conduite en parallèle.

Ainsi, les difficultés rencontrées par cette bourse confirment l'impossibilité de faire décoller un marché boursier sans une implication forte des autorités politiques du pays. Une construction boursière régionale est difficile à atteindre. La cotation des valeurs à la criée a créé un accès différencié entre les petits porteurs et les investisseurs actifs pendant les séances de cotation. Ainsi, il apparaît nécessaire de mettre en place un modèle permettant plus d'équité et de transparence.

Par ailleurs, on peut résumer ici les grandes difficultés vécues lors de la création de la BRVM¹⁸ :

- Une économie située dans ses premières étapes de développement conditionnant le niveau de développement financier,
- Une faiblesse du niveau de revenu des ménages et de la plupart des agents économiques,
- Un manque d'infrastructure financière,
- Une intervention du gouvernement dans le système financier et une expérience de répression financière,
- Un cadre légale et réglementaire non attractif et une gestion prudentielle non rigoureuse,

¹⁸NDONG BENJAMIN -Université de Franche Comté- UFR de Sciences Juridiques Économique Politiques et de Gestion-École Doctorale Louis Pasteur, « *MARCHÉS BOURSIERS ÉMERGENTS ET PROBLÉMATIQUE DE L'EFFICIENCE, Le cas de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM)* », 13 septembre 2007.

- Une gestion monétaire non rigoureuse et non performante,
- Des crises financières répandues dans la décennie 80,
- Rareté des compétences en matière de gestion financière et technique

Enfin les distorsions juridiques, fiscales et financières entre les différentes entités sont autant de freins au développement d'une bourse régionale.

On a vu alors la généralité sur le marché financier et quelques expériences d'implantation à l'étranger mais qu'en est-il de l'analyse de la possibilité de création d'une bourse de valeur à Madagascar?

PARTIE II: ANALYSE DE LA POSSIBILITÉ DE CRÉATION D'UNE BOURSE DE VALEUR À MADAGASCAR

La mise en place d'un marché boursier à Madagascar est confrontée à une série d'obstacles allant de l'opportunité de la création d'une Bourse dans le contexte actuel à sa viabilité économique future tout en passant par les obstacles relatifs à la complexité de mise en œuvre d'un tel projet. Ainsi, les différents obstacles identifiés sont présentés ci-après de manière chronologique dans leur ordre d'apparition par rapport à l'objectif cible d'une Bourse de valeurs remplissant pleinement son rôle au sein de l'économie malgache.

II.1 Opportunités à la création d'une bourse à Madagascar

Au-delà des objectifs relatifs à la dynamisation du marché du crédit et de l'épargne, la décision de lancer une Bourse doit s'inscrire dans le cadre d'une politique générale de l'Etat visant à assurer l'indépendance financière du pays, améliorer la gouvernance et améliorer la gestion de la dette de l'Etat.

II.1.1 Accélérateur du développement

La création d'un marché boursier est un signe fortement visible et effectif de la modernisation d'un pays qui permet d'en accélérer le développement via la mise en place d'un cercle vertueux concourant à améliorer l'économie.

Sur presque 200 pays représentés à l'Organisation des Nations Unies, plus de 120 disposent aujourd'hui d'un marché boursier. Pour la majorité d'entre eux, la création récente d'un tel marché a constitué un accélérateur du développement en même temps qu'un facteur de stabilité financière et un élément du progrès social. La création et le fonctionnement d'un marché boursier feraient participer Madagascar à ce mouvement de progrès qui réunit la totalité des pays développés et un nombre croissant de pays qui en font un instrument du progrès collectif. Compte tenu des conditions de bonne gouvernance, de clarté des comptes, de bonne information préalable à sa création, ce marché apporterait une preuve internationalement visible des avancées de Madagascar.

II.1.1.1 Capitalisation boursière

La capitalisation boursière est la valorisation d'une société à partir de son cours boursier. Elle est égale au nombre d'actions constituant le capital social d'une société cotée multiplié par son cours de bourse. La capitalisation du Marché est la somme des capitalisations des sociétés qui sont cotées sur ce Marché.

Tableau n°1 : Capitalisation boursière des pays africains ayant des marchés boursiers (% PIB)

Country Name	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Afrique du Sud	228,85	273,95	291,28	179,38	249,04	278,53
Maroc	45,73	75,20	100,36	73,97	69,20	76,16
Maurice	41,65	55,30	72,71	35,71	53,71	66,97
Kenya	34,07	50,56	49,15	35,77	35,17	44,91
Côte d'Ivoire	14,22	23,93	42,20	30,20	26,65	30,97
Botswana	23,76	35,07	47,56	26,45	37,08	27,35
Tunisie	8,91	12,93	13,75	14,20	20,96	24,15
Nigéria	17,24	22,35	52,04	24,05	19,77	25,85
Ghana	15,49	15,86	9,66	11,90	9,65	10,98
Moyenne	47,77	62,79	75,41	47,96	57,91	65,10

Sources: Banque mondiale, Indicateurs du développement dans le monde, Capitalisation boursière des entreprises cotées (% du PIB)

Ce tableau représente la capitalisation boursière des principaux pays africains ayant des marchés boursiers. Elle se mesure par rapport au PIB de chaque pays. Les sociétés intérieures cotées sont les entreprises intérieures inscrites qui sont cotées à la bourse du pays à la fin de l'année. Les sociétés cotées ne comprennent pas les sociétés de placements, les fonds communs de placement ou les autres véhicules d'investissement collectif. Entre 2005 et 2010, la moyenne¹⁹ de « la moyenne annuelle de la capitalisation boursière » est de 59,49%. Une nette amélioration est observée en 2007 avec une moyenne annuelle montant à 75,41%. Il s'agit ici d'analyser l'allure de la courbe de la moyenne de la capitalisation boursière de ces différents pays par rapport à celle de la moyenne du PIB par habitant.

¹⁹ Moyenne de « la moyenne annuelle de la capitalisation boursière » des différents pays figurant dans le tableau, allant de 2005 à 2010

II.1.1.2 Evolution du PIB par habitant compte tenu de la capitalisation boursière

**Tableau n°2 : PIB par habitant des pays africains ayant des marchés boursiers
(en dollars internationaux constants de 2005.)**

Country Name	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Afrique du Sud	8 596,83	8 977,29	9 371,99	9 604,49	9 355,77	9 496,88
Maroc	3 508,30	3 740,41	3 801,65	3 972,80	4 119,18	4 226,76
Maurice	10 157,51	10 478,88	11 026,72	11 560,17	11 850,36	12 283,22
Kenya	1 346,40	1 395,34	1 455,31	1 440,27	1 440,65	1 481,20
Côte d'Ivoire	1 666,01	1 649,48	1 648,91	1 657,09	1 687,79	1 694,34
Botswana	11 542,22	11 973,91	12 376,28	12 562,40	11 794,82	12 462,61
Tunisie	7 182,37	7 514,37	7 908,83	8 183,30	8 347,29	8 508,47
Nigéria	1 749,65	1 812,56	1 882,03	1 945,77	2 030,46	2 134,95
Ghana	1 208,01	1 254,56	1 303,74	1 380,12	1 401,46	1 478,46
Moyenne	5 217,48	5 421,87	5 641,72	5 811,82	5 780,86	5 974,10
Madagascar	868,68	885,53	913,35	950,13	880,60	868,92

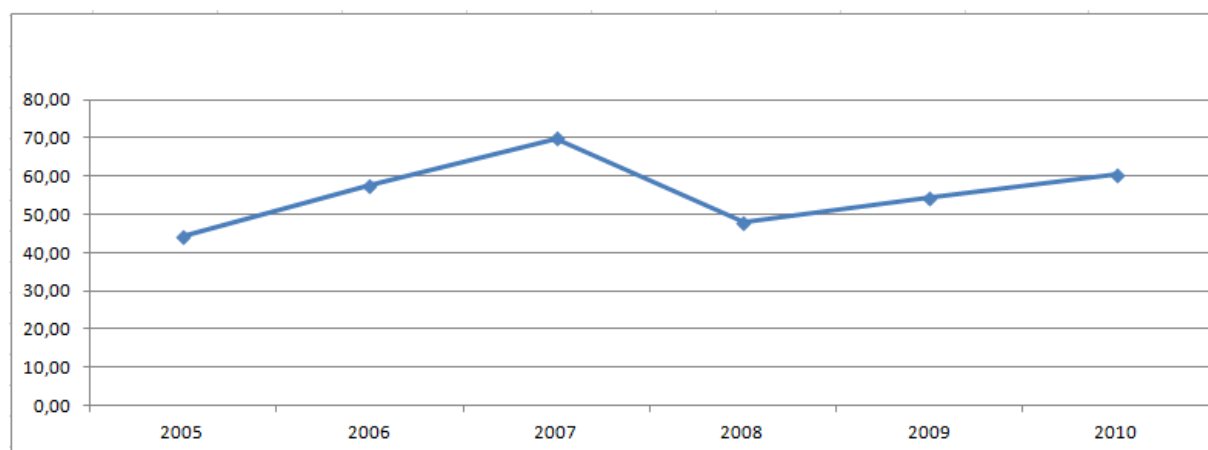
Sources: Banque mondiale, Indicateurs du développement dans le monde, PIB par habitant

Le PIB par habitant ici est le produit intérieur brut converti en dollars internationaux courants au moyen des taux de parité des pouvoirs d'achat (PPA). Un dollar international a le même pouvoir d'achat sur le PIB du pays déclarant qu'un dollar américain aux États-Unis. Le PIB est la somme de la valeur ajoutée brute de tous les producteurs résidents d'une économie plus toutes taxes sur les produits et moins les subventions non incluses dans la valeur des produits. Elle est calculée sans effectuer de déductions pour la dépréciation des biens fabriqués ou la perte de valeur ou la dégradation des ressources naturelles. Les données sont en dollars internationaux constants de 2005. Entre 2005 et 2010, la moyenne²⁰ de « la moyenne annuelle du PIB par habitant » est d'environ 5 641,31 dollars internationaux constants de 2005. Une nette amélioration est observée en 2010 avec une moyenne annuelle montant à 5 974,10 dollars internationaux constants de 2005.

²⁰ Moyenne de « la moyenne annuelle du PIB par habitant » des différents pays figurant dans le tableau, allant de 2005 à 2010

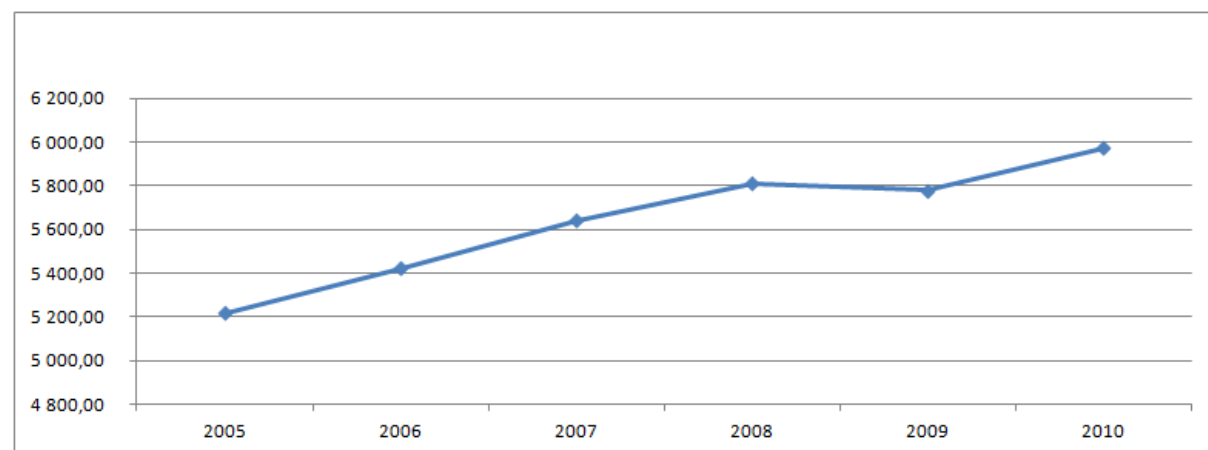
II.1.1.3 Synthèse

Figure n°2 : Moyenne annuelle de la capitalisation boursière des pays africains ayant des marchés boursiers (% PIB)



Sources: Banque mondiale, Indicateurs du développement dans le monde, Capitalisation boursière des entreprises cotées (% du PIB)

Figure n° 3 : Moyenne annuelle du PIB par habitant des pays africains ayant des marchés boursiers (en dollars internationaux constants de 2005)



Sources: Banque mondiale, Indicateurs du développement dans le monde, PIB par habitant

Entre 2005 et 2007, l'allure de la courbe de la moyenne annuelle du PIB par habitant suit celle de la capitalisation boursière des principaux pays ayant des marchés boursiers en Afrique. En effet, on peut dire que la croissance de la capitalisation boursière dans ces pays contribue parallèlement à la croissance du PIB par habitant dans ce même intervalle.

La fameuse « crise des subprimes²¹ » de 2007, une crise des crédits hypothécaires à risque à l'origine des Etats-Unis, a touché le marché boursier en Afrique mais la question est de savoir si cette dernière atteint directement l'économie dans ces pays plus précisément au niveau du PIB. En effet, si la moyenne annuelle de la capitalisation boursière est de 75,41% du PIB en 2007, elle va se dégrader allant jusqu'à 47,96% soit une baisse de 27,45%. Cependant, la moyenne annuelle du PIB par habitant croit toujours de 5 641,72 dollars en 2007 jusqu'à 5 811,82 dollars en 2008. Ce n'est qu'en 2009 qu'elle connaît une diminution soit de l'ordre de 5 780,86 dollars. Certes, la crise a donc touché directement la capitalisation boursière en Afrique mais ce n'est qu'après deux ans qu'elle a touché sur la diminution du PIB par habitant dans ces pays.

L'année 2009 a connu une reprise de la croissance de la capitalisation boursière soit environ une croissance de 10% par rapport à l'année précédente, et ce n'est qu'en 2010 que celle du PIB par habitant a retrouvé son augmentation soit de 5 974,10 dollars si en 2009 elle est de 5 780,86 dollars.

En bref, la capitalisation boursière ou plus précisément la croissance de l'activité boursière influe sur celle du PIB par habitant dans les principaux pays africains ayant des marchés boursiers. Cette influence se produit de manière à ce que la dégradation du premier entraîne la diminution du second soit environ deux ans après mais sa croissance agit plus vite de l'ordre d'une année. Entre 2005 et 2010, la moyenne de « la moyenne annuelle du PIB par habitant » des principaux pays africains ayant des marchés boursiers est d'environ 5 641,31 dollars internationaux constants de 2005. Celle de Madagascar n'est que de l'ordre de 894,53 dollars soit environ un septième de la moyenne des pays africains ayant des marchés boursiers. On peut espérer alors que la création d'un marché boursier à Madagascar et le fait d'avoir un maximum de capitalisation boursière va engendrer une croissance du PIB par habitant contribuant à l'amélioration du niveau de vie de la population et effectivement à la croissance de l'économie malgache.

²¹ ARTUS Patrick - BETBEZE Jean Paul – DE BOISSIEU Christian, et CAPELLE-BLANCARD Gunther, *La Crise des Subprimes*, La Documentation française, Paris, 2008.

II.1.2 Bonne gouvernance dans la transparence des comptes

La création d'un marché boursier sert un objectif politique majeur, celui de la bonne gouvernance. La logique du jeu des acteurs présents sur le marché réalise certaines des conditions du progrès de la gouvernance dans le domaine de la transparence des comptes, non par la contrainte et le contrôle administratifs, mais par l'intérêt. La cotation de titres de capital sur le marché boursier incite l'ensemble des parties prenantes au progrès de la qualité comptable, parce que leur intérêt à long terme en dépend ; aux uns, les propriétaires actionnaires d'origine, pour réaliser le capital investi dans l'entreprise sur le marché secondaire, aux meilleures conditions, et aux autres, épargnants et investisseurs désireux de participer au projet de l'entreprise, pour entrer dans ce capital aux meilleures conditions.

La participation des malgaches et notamment des élites nationales au capital des entreprises malgaches doit permettre de renforcer le lien entre leurs intérêts et ceux du pays, de sorte que des pressions pour une meilleure gouvernance du pays puissent s'exercer.

II.1.3 Divers

II.1.3.1 Rééquilibrage du financement de l'économie

La création d'un marché boursier correspond à un rééquilibrage du financement de l'économie, en faisant appel aux ressources longues pour financer des besoins longs. Le financement des projets d'infrastructure et des projets d'entreprise est le propre du marché boursier et permettrait d'améliorer l'adéquation actif-passif de l'économie malgache, de manière à répondre aux besoins de financement longs de l'économie par des emplois longs d'épargne et au titre notamment des fonds de retraites et d'assurance-vie²².

A cet égard, l'importance du développement des marchés financiers locaux dans les 17 pays les plus pauvres de l'Afrique dans le but de mobiliser l'épargne locale au service de la croissance, a été inscrite parmi les six thèmes stratégiques développés par Zoellick, Président de la Banque Mondiale, lors de son discours du 22 octobre 2007 à l'Assemblée Annuelle du Conseil des Gouverneurs de la Banque Mondiale.

²²JACQUILLAT BERTRAND et SOLNIK BRUNO, *Marchés Financiers : gestion de portefeuille et des risques*, 4^{ème} Edition, Dunod, Paris, 2002, page : 7

II.1.3.2 Contribution à la dette de l'Etat

Un marché secondaire des titres d'Etat est indispensable pour l'émission de titres de dettes à long terme permettant de contribuer à une meilleure gestion de la dette de l'Etat.

Actuellement, le financement de la dette d'Etat est effectué essentiellement par le biais des BTA présentant une échéance de 4 à 52 semaines et des avances statutaires de la Banque Centrale²³. Ainsi, comme il se doit, les BTA servent au financement à court terme qui pallie les décalages de trésorerie rencontrés dans l'exécution du budget malgache. Mais ils servent également au financement de la dette structurelle à moyen et long terme de l'Etat. L'introduction de titres longs (obligations d'Etat) suppose que les acquéreurs de ces titres puissent les vendre avant leur date de maturité. Il est donc indispensable de permettre au marché secondaire des obligations d'Etat de disposer de la profondeur et de la liquidité nécessaire à son bon fonctionnement. Par ailleurs, une informatisation des négociations sur ce marché secondaire permettra la transparence de ce marché.

II.1.3.3 Facilité et diversification des instruments de financement des projets

La création d'un marché boursier peut permettre d'abaisser les coûts de financement des entreprises et à diversifier les instruments de financement des projets²⁴. En effet, le système de financement actuel par les banques, tenu par un petit nombre d'acteurs d'origine extérieure, seule alternative au financement familial, serait mis en concurrence avec un système de financement par appel direct à l'épargne des investisseurs particuliers et institutionnels. Les entreprises en quête de financement auraient le choix entre le système de financement par crédit bancaire, appelé à garder toute sa place et à se développer pour les besoins qui lui sont spécifiques, et le système de la finance de marché, ou finance directe, appelé à apporter aux entreprises les fonds propres dont elles ont besoin²⁵.

II.1.3.4 Financement national

La création d'une Bourse dans une économie émergente comme celle de Madagascar est un acte politique d'indépendance économique.

²³ BANQUE CENTRALE DE MADAGASCAR et DIRECTION GÉNÉRALE DU TRESOR, *Marché des bons du trésor par adjudication- Manuel de procédure*, novembre 2006

²⁴ SAINT-GEOURS JEAN, *op. cit*, page 39

²⁵ CHARREAUX GÉRARD, *Variation sur le thème : à la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise*, Finance Contrôle Stratégie, Paris, septembre 2002, page : 8

La création de la Bourse s'inscrit dans une politique économique tendant à assurer à Madagascar un financement national des entreprises. L'intérêt national est directement servi par la création d'une Bourse qui, dans un premier temps au moins, fonctionnera comme un grand marché national de l'épargne malgache et des projets malgaches. Il consiste à engager la société malgache dans le cercle vertueux de la responsabilité entrepreneuriale, qui lie le sort de l'investisseur épargnant, non au financement du déficit public, mais au développement du secteur privé.

II.1.3.5 Diffusion large du capital

La poursuite et la finalisation du programme national de privatisations nécessitent au préalable l'existence d'une Bourse.

Lorsque l'économie est perçue comme étant détenue par une minorité des acteurs, les actions concourant à une large diffusion du capital des entreprises auprès de la population permettent d'atténuer les critiques des travailleurs et des nationalistes qui se sentent exclus des bénéfices issus du capital. La mise en place d'un programme de privatisations via la Bourse permet d'atteindre l'objectif d'une diffusion large du capital des entreprises auprès des particuliers malgaches plutôt que la diffusion de ce capital auprès d'une élite.

La mise en place d'une Bourse permet de créer relativement facilement, au sein du système financier, une poche d'efficience hautement symbolique et visible. Il s'agit en effet de créer de nouveaux mécanismes à l'état de l'art et de remettre en cause les avantages acquis par certains acteurs sur ce marché.

II.2 Obstacles à la création d'une bourse à Madagascar

L'opportunité de créer une Bourse à Madagascar, dans le contexte actuel, ne fait pas l'unanimité entre les acteurs, pas tant sur le fond et sur l'utilité à terme que sur le timing de mise en place, certains acteurs préférant le voir différé probablement après cette transition. L'opposition à la création d'une Bourse à court terme est principalement portée par le secteur bancaire, certains bailleurs de fonds et certains groupements d'entreprises. Le support à la mise en place d'un tel projet provient principalement des assureurs, des sociétés de capital risque, de certains bailleurs de fonds et de certains groupements d'entreprise. Parmi l'ensemble des arguments opposés à la mise en place d'une Bourse, seuls les arguments sur l'opportunité d'une Bourse dans le contexte actuel sont développés dans ce qui suit.

II.2.1 Les principaux arguments opposés à la création d'une Bourse à Madagascar

Le principal argument opposé à la mise en place d'une Bourse à Madagascar concerne la date cible d'ouverture. Certains acteurs considèrent que l'économie malgache n'est pas assez mature pour aborder le financement des entreprises par le marché. Il est trop tôt pour envisager ce mode de financement des entreprises :

L'économie malgache est une des économies les moins développées au monde avec un PIB nominal de 18,176 milliards de dollars (dollars internationaux constants de 2005) en 2011 soit au 130ème rang mondial contre 17,998 milliards de dollars (dollars internationaux constants de 2005) en 2010 soit au 128ème rang mondial selon la Banque mondiale. Le taux de bancarisation est très faible (en 2011, 2% de la population dispose d'un compte dans une institution bancaire contre 3,5% en 2009). Le taux d'épargne nationale et le niveau de l'épargne financière sont trop faibles pour mobiliser une épargne en direction d'investissements boursiers.

La gouvernance des entreprises malgaches ne permet pas aujourd'hui de disposer d'émetteurs nationaux transparents financièrement pour garantir aux investisseurs une sécurité d'investissement suffisante. La création d'une Bourse n'est pas prioritaire dans le contexte malgache. Parmi l'ensemble des défis que le pays doit relever, il est prioritaire de consacrer les efforts de réforme aux domaines tels que l'éducation, la santé, les infrastructures, le renforcement de l'Etat de droit, etc.

Le système financier actuel remplit son rôle de financement de l'économie productive, le financement par Appel Public à l'Epargne n'est pas nécessaire. L'offre de crédits bancaires à destination des entreprises est développée, les produits sont variés, les taux proposés sont compétitifs et les garanties demandées sont adaptées au contexte malgache. Le recours par les entreprises à l'Appel Public à l'Epargne ne leur permettra pas de disposer de conditions financières plus avantageuses. De manière indirecte, le coût de l'Appel Public à l'Epargne, via la transparence qu'il impose aux entreprises, engendrera des coûts supérieurs aux coûts de financement par le crédit.

A titre subsidiaire, parmi les réformes à mener au niveau du système financier, la mise en place d'une Bourse n'est pas prioritaire et les acteurs bancaires ne disposent pas des ressources suffisantes pour mener ces chantiers en parallèle. Afin de permettre au secteur

bancaire de se développer, il est avant tout prioritaire de travailler à la réforme du secteur foncier, à la modernisation du code des changes et à la modernisation des infrastructures de paiement.

Par ailleurs, la conduite de plusieurs projets structurants de réforme du secteur bancaire en parallèle (systèmes de paiements et création d'un marché boursier) pose d'évidents risques d'échecs de la mise en œuvre de ces réformes. Les acteurs bancaires ne pourront mobiliser des ressources qu'après la mise en œuvre du projet de modernisation du système de paiements.

II.2.2 Rappel des principaux problèmes relatifs à la gouvernance d'entreprise

Les entreprises malgaches ont une structure capitalistique à caractère familial, où de fortes relations interpersonnelles existent entre les actionnaires et les échanges de titres sont peu fréquents. Les sociétés font souvent partie d'un même « groupe », mais celui-ci reste informel, chacune des sociétés réalisant indépendamment leur déclaration fiscale et les états financiers n'étant pas consolidés pour l'ensemble du « groupe ».

Les informations financières des entreprises ne sont pas accessibles au public, l'obligation de remettre ses états financiers auprès du Registre du Commerce et des Sociétés n'est pas remplie systématiquement, il en va de même pour l'obligation de remettre ces éléments au Comité d'Entreprise. Les institutions de gouvernance censées garantir les droits des actionnaires (Conseil d'Administration et Assemblées Générales) ne jouent pas leur rôle essentiel de contrôle de l'activité et de responsabilisation des dirigeants. Les experts comptables sont en nombre insuffisant, et la qualité de l'expertise comptable est disparate selon les cabinets.

II.2.3 Divers

II.2.3.1 Problèmes relatifs à l'adhésion des émetteurs

Au-delà des problèmes de gouvernance d'entreprises, d'autres obstacles à l'introduction du capital d'entreprises malgaches sur le marché sont à signaler :

- ✓ Les entreprises sont peu informées et convaincues au fait des avantages que peuvent représenter l'introduction en Bourse d'une partie de leur capital pour financer leur développement, leurs investissements.
- ✓ Certaines sociétés malgaches ne souhaitent pas être cotées sur un marché boursier car l'introduction en Bourse d'actions de la société suppose un effort de transparence matérialisé par le prospectus.
- ✓ Le prospectus que doit produire une société faisant coter ses actions sur un marché boursier comprend des informations précises sur la société et sur ses dirigeants.
- ✓ La qualité de la gouvernance d'entreprise dans certaines sociétés n'est pas suffisante pour permettre leur introduction en Bourse (respect des critères d'admission notamment en termes de transparence financière, respect du droit des actionnaires).
- ✓ Les entreprises malgaches comprennent l'importance de la transparence financière pour recourir à l'Appel Public à l'Epargne. Cependant, elles ne souhaitent pas subir les conséquences fiscales que pourrait impliquer une telle transparence de leurs comptes.
- ✓ Les sociétés malgaches ne souhaitent pas ouvrir leur capital à des « étrangers » (clause d'agrément, capitalisme familial) de peur de perdre le contrôle sur les décisions de gestion de l'entreprise.
- ✓ Souvent elles sont encore des entreprises familiales gérées sur la base de liens interpersonnels forts entre les dirigeants et les actionnaires. Elles ne veulent pas perturber la gestion de l'entreprise par l'arrivée de nouveaux actionnaires.
- ✓ Elles ne veulent pas voir ces nouveaux actionnaires remettre en cause le pouvoir et les décisions des dirigeants.

II.2.3.2 Manque d'adhésion des intermédiaires et manque de capacités

Les Intermédiaires Membres de Bourse constituent un élément indispensable du modèle de Marché envisagé. Ce rôle est traditionnellement, dans les pays disposant d'un marché financier, joué par les banques. Les acteurs bancaires, qui disposent des capacités humaines et techniques pour jouer le rôle d'Intermédiaire Membre de Bourse, se sont déclarés

opposés à la mise en place d'un tel projet dans le contexte actuel. L'absence d'Intermédiaire Membre de Bourse filiales de banques est un obstacle au succès de la Bourse.

A l'inverse, des acteurs non bancaires se sont déclarés intéressés pour jouer le rôle d'Intermédiaire Membre de Bourse sans réserves relatives au délai de mise en œuvre. Cependant, contrairement aux acteurs bancaires, les acteurs non bancaires ne disposent pas des moyens suffisants en termes de capacités humaines et techniques.

II.2.3.3 Les raisons du manque d'adhésion des acteurs bancaires

A Madagascar, la plupart des acteurs bancaires se sont déclarés donc opposés à jouer un rôle dans le fonctionnement du Marché boursier à court terme compte tenu des éléments exposés ci-dessus et de leurs doutes relatifs à la viabilité du Marché.

Par ailleurs, outre les désaccords sur l'opportunité d'une Bourse à Madagascar dans le contexte actuel, les banques émettent des doutes quand à la viabilité du Marché et des Intermédiaires Membres de Bourse compte tenu du problème des volumes de transactions. Sans volumes suffisants, les Intermédiaires Membres de Bourse ne pourront pas dégager les commissions nécessaires pour supporter leurs charges de fonctionnement et donc être rentables.

D'autres raisons, non explicitement évoquées par les banques pourraient également expliquer leur position.

- Les banques étrangères installées à Madagascar développent une activité fondée sur le financement intermédié de l'économie. Elles n'ont pas intérêt à promouvoir le développement d'un marché boursier qui met face à face directement épargnants et entreprises et ainsi leur ferait perdre leur position dominante dans le financement de l'économie.
- Certains groupes bancaires internationaux disposent de structures de type Private Banking, basées à l'étranger dont la clientèle est composée d'une élite aisée ne souhaitant pas garder son patrimoine à Madagascar pour diverses raisons telles que le manque d'opportunité d'investissement, le manque de compétences locales, le risque pays et le risque fiscal. La mise en place d'un marché financier à Madagascar pourrait faire concurrence aux activités de ces structures et ainsi générer un manque à gagner.

Cette opposition des banques à la mise en place d'un Marché boursier est généralement observée au cours de la plupart des réformes comprenant la mise en place d'un système boursier.

II.2.3.4 Les obstacles à l'adhésion des acteurs non bancaires

Compte tenu du manque d'adhésion des banques, il est nécessaire de faire adhérer au projet des acteurs non bancaires pour jouer le rôle d'Intermédiaire Membre de Bourse, tel que les assureurs, les agents de change, des entrepreneurs indépendants ou des sociétés de Bourse étrangères. Comme pour les acteurs bancaires, les Intermédiaires Membres de Bourse non bancaires seront confrontés au problème de la rentabilité de leur infrastructure.

De manière encore plus importante que pour les banques, le manque de capacités humaines et techniques est le principal obstacle rencontré par les potentiels Intermédiaires Membres de Bourse non bancaires. Ces acteurs, à l'exclusion des sociétés de Bourse étrangères, sont souvent malgaches et ne disposent pas des ressources des banques étrangères en terme de capitalisation d'expérience sur d'autres marchés boursiers, ni des modules des systèmes informatiques déployés à l'international par les banques. Par ailleurs, contrairement aux banques primaires, ces acteurs n'ont pas l'expérience du marché secondaire des BTA.

II.2.3.5 Justification du coût de mise en œuvre

La mise en place d'un marché boursier nécessite des travaux de mise en œuvre et des investissements pour l'achat des logiciels et des matériels pour les instances de Place (opérateur de Marché et Dépositaire Central) et pour le prestataire back-office. Selon une estimation, le budget de mise en œuvre nécessaire sera d'au moins 10 millions de dollars²⁶.

Les coûts de mise en œuvre apparaissent relativement élevés dans le contexte malgache au vu du nombre de sociétés cotées au cours des premières années et des volumes de transactions attendus. Cependant un tel investissement est nécessaire afin de créer les conditions de succès du futur marché. Un Marché émergent doit se fixer, comme objectif de départ, de se positionner au même niveau de qualité dans son fonctionnement quotidien que tous les Marchés matures, ce qui nécessite pour Madagascar un investissement important.

²⁶ EUROGROUP-MCA MADAGASCAR, *op. cit.*, page : 165

Cette exigence est un gage de succès et de reconnaissance internationale et ne nécessite pas nécessairement des investissements non compatibles avec une économie en voie de développement, les institutions de Marché pouvant évidemment être plus légères, avec des effectifs plus réduits que leurs homologues intervenant sur des Marchés matures.

Par ailleurs, pour un Marché qui, au démarrage, n'aurait pas respecté ces critères, le coût nécessaire pour se mettre, par la suite, au niveau des critères internationaux sera particulièrement élevé et le projet de mise à niveau difficile à mettre en œuvre compte tenu des mauvaises habitudes qui auront été prises par les différents acteurs.

Tout investisseur abordant un nouveau Marché Boursier se posera un certain nombre de questions concernant le fonctionnement de ce Marché afin d'évaluer le risque encouru à investir sur ce Marché. La venue de nouveaux investisseurs sera d'autant plus facilitée que les règles de Marché respecteront les normes internationales.

On vient d'analyser la possibilité de mise en place d'un marché boursier à Madagascar tant sur ses opportunités que sur ses obstacles, mais comment allons-nous procéder alors à cette création de marché boursier efficient dans notre pays.

PARTIE III : CRÉATION D'UN MARCHÉ BOURSIER À MADAGASCAR

Comme dans la plupart des pays émergents, le programme de privatisation constitue un des éléments clés du bon fonctionnement d'un marché boursier, tel est le cas des expériences vécu de la Tunisie, du Maroc, et des certains pays d'Afrique. Le renforcement de la transparence des comptes y contribue également. Pour parvenir à la réalisation de cette partie, on va élaborer les cadres légaux régissant un marché boursier, ensuite ses structures et enfin les recommandations nécessaires.

III.1 Cadre légal

III.1.1 Rappel de l'existant juridique relatif au marché boursier

Il existe déjà des lois malgaches relatives à la mise en place d'un marché boursier à Madagascar, notamment des éléments relatifs à l'Appel Public à l'Epargne et aux Valeurs Mobilières. En ce qui concerne les règlements légaux relatifs au fonctionnement des BTA, il existe également une partie des règles relatives au fonctionnement d'un marché réglementé primaire et secondaire de valeurs mobilières.

On peut les repérer dans la loi sur les sociétés commerciales.

- Loi N° 2003-036 du 30 janvier 2004 sur les sociétés commerciales :
 - Première partie : Dispositions générales sur la société commerciale :
 - TITRE IV : Appel Public à l'Epargne
 - Chapitre 1 : Champ d'application (articles 77 à 79) : indique les sociétés qui sont autorisées à faire l'appel public à l'épargne.
 - Chapitre 2 : Document d'information (article 80) : information du public et portant sur l'organisation, la situation financière, l'activité et les perspectives de l'émetteur ainsi que les droits attachés aux titres offerts au public.
 - Partie 2 : Dispositions particulières aux sociétés commerciales

- LIVRE IV : La Société Anonyme
 - TITRE II : Valeurs mobilières
 - Chapitre 1 : Dispositions communes (articles 738 à 742) :
indique la forme, le régime et les caractéristiques des Valeurs mobilières à émettre
 - Chapitre 2 : Dispositions relatives aux actions (articles 743 à 792)
 - Chapitre 3 : Dispositions relatives aux obligations (articles 793 à 834)
 - Chapitre 4 : Autres valeurs mobilières (article 835 à 849)
- Loi N° 96-011 mise à jour par la loi N° 2003-051 sur le « fonds de portage et de privatisation ».
- Projet de Loi N° 23-2007 du 11 juin 2007 sur les investissements à Madagascar.
- Décrets relatifs aux BTA :
 - Décret N° 97-656 et décret N° 98-896, modifiés par le décret N° 2006-285 fixant les conditions de souscription des BTA par voie d'adjudication.
 - Décret N° 2005-003 du 4 janvier 2005 portant règlement général sur la comptabilité de l'exécution budgétaire des organismes publics.
 - Décret N° 2007-481 portant augmentation du capital de la Banque Centrale de Madagascar.
 - Décret sur les Etablissements publics.

Cependant, le cadre juridique actuel est incomplet pour assurer le fonctionnement complet d'une Bourse sur le modèle d'un Marché réglementé. Ce type de Marché nécessite que soient définies les règles de fonctionnement du Marché (produits et services concernés), le rôle et les responsabilités des différents acteurs, les sanctions en cas de non respect des règles, etc.

III.1.2 Le nouveau cadre légal et réglementaire proposé

La mise en place d'un cadre légal spécifique, notamment sur le marché réglementé, demeure indispensable. On peut considérer les actions suivantes :

III.1.2.1 Définition d'un cadre juridique comportant quatre niveaux de textes

- Loi, décrets et arrêtés
- Règlement Général de la Commission des Marchés Boursiers,
- Règlement Général de la Bourse des Valeurs de Madagascar / Chambre de Compensation Boursière et de Garantie et Règlement Général du Dépositaire Central. Ces deux Règlements Généraux sont soumis à la validation de la Commission des Marchés Boursiers
- Instructions et Avis produits par la Commission des Marchés Boursiers, la Bourse des Valeurs de Madagascar / Chambre de Compensation Boursière et le Dépositaire Central pour expliciter, compléter et préciser des éléments de leur Règlement Général

III.1.2.2 Rédaction puis présentation à la Commission de Réformes du Droit des Affaires d'un projet de loi boursière.

- Cette loi aura pour objet²⁷ :

²⁷ Source d'inspiration :

a) EUROGROUP/MCA MADAGASCAR, *Assistance technique dans le contexte de la réforme du secteur financier à Madagascar*, Novembre 2008

b) Bulletins Officiels du Royaume du Maroc :

- n° 4223 du 06-10-1993 Page 513
- n° 4448 du 16-01-1997 Page 37
- n° 4828 du 07-09-2000 Page 749
- n° 5210 du 06-05-2004 Page 677,

Avis portant respectivement règlement général de la bourse des valeurs (Bourse de Casablanca) et des modifications introduites

c) Journal Officiel de la République Tunisienne :

- n° 006 du 23-01-1990 Page 0121-0131
- n° 077 du 24-09-1999 Page 1750-1751
- n° 079 du 04-10-2005 Page 2608-2615
- n° 079 du 02-10-2007 Page 3355-3359
- n° 033 du 22-04-2008 Page 1272-1274

Avis portant respectivement règlement général de la bourse des valeurs mobilières de Tunis et des modifications introduites

- de créer et d'organiser le marché boursier malgache en instaurant un cadre législatif destiné à régir ses acteurs, ses infrastructures et les opérations réalisées sur ce marché boursier ;
 - de créer et d'organiser l'ensemble des infrastructures du marché malgache, à savoir la Bourse des Valeurs de Madagascar, la Chambre de Compensation Boursière et de Garantie et le Dépositaire Central de Madagascar ;
 - d'instaurer une autorité dénommée Commission des Marchés Boursiers chargée du contrôle du marché boursier, de l'agrément et de la supervision des Intermédiaires de Marché Boursier et plus généralement de veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers, à l'information des investisseurs, au bon fonctionnement du marché boursier et de concourir à la régulation du marché boursier.
- Le projet de loi boursière sera articulé selon 5 titres :
 - Préliminaire : Dispositions générales et définitions
 - I. Les marchés boursiers
 - II. Les infrastructures de marché
 - III. Les Intermédiaires de Marché Boursier
 - IV. La Commission des Marchés Boursiers
 - V. Dispositions Diverses
 - Une articulation sera à prévoir avec la loi bancaire.
 - Pour garantir le monopole des Intermédiaires des Marchés Boursiers tout en laissant la possibilité aux Etablissements de Crédit d'offrir de nouveaux produits, créés par la loi boursière, lorsque ceux-ci ne sont pas cotés, tels que les instruments de couverture contre le risque de change et les instruments de couverture contre le risque de taux.
 - Rédiger un projet de loi relatif aux organismes de Placement Collectif (OPC)
 - Améliorer la loi sur les sociétés commerciales pour les aspects relatifs à l'Appel Public à l'Epargne.
 - Respecter les principes relatifs à l'IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) qui s'agit du forum international des autorités de surveillance des valeurs mobilières où les principes et les standards de la surveillance des marchés

boursiers sont élaborés et où une coopération plus étroite est envisagée. L'IOSCO est constitué de plus de 150 membres²⁸.

III.1.3 La loi boursière

La Loi boursière devra être élaborée avec un souci de simplicité dans le découpage des Titres et des Chapitres. On pourra proposer les contenus de la loi boursière suivants :

III.1.3.1 Dispositions Générales et Définitions

L'objectif est de mettre en exergue la création et l'organisation du marché boursier malgache, l'instauration d'un cadre législatif destiné à régir ses acteurs, ses infrastructures, ses autorités de tutelle.

Ce Titre pourrait contenir les principales définitions qui constitueront un préalable nécessaire à la compréhension du texte. Ainsi, seront données les définitions des nouvelles notions introduites : celles d'instruments financiers, de services financiers, de services accessoires, d'Intermédiaires de marché boursier, de sociétés de gestion, de marché boursier.

III.1.3.2 Les marchés boursiers

Ce titre régira le fonctionnement du marché boursier et contiendra la règle de la concentration des ordres et l'obligation d'intermédiation qui a pour conséquence d'obliger les investisseurs à passer par le marché pour faire exécuter leurs ordres. Pour des instruments financiers cotés sur un marché boursier, le passage par le marché constituera une obligation sauf dérogation prévue par la loi.

Par ailleurs, une partie de ce titre premier peut contenir les règles qui régissent les opérations sur les titres. Il s'agit des règles applicables aux acquisitions de valeurs mobilières. On peut également insérer les déclarations de franchissement de seuils de participation et les atteintes à la transparence des marchés boursiers. L'objectif est d'assurer la transparence et la sécurité du marché boursier en mettant en évidence les indications d'un marché efficient et transparent. Du fait de leur caractère d'ordre public, leur non respect peut être accompagné de sanctions disciplinaires ou pénales.

²⁸ VOLZ STEFANIE, « *La surveillance des bourses en France et en Allemagne- une comparaison analytique* », Université Robert Schuman, Strasbourg III, 2003

III.1.3.3 Les Infrastructures de Marché

Il s'agit de créer des entités afin d'assurer un fonctionnement régulier du marché boursier. Plus précisément, ce titre organise l'architecture du marché en créant les entités qui auront un rôle central dans le bon déroulement des opérations sur le marché boursier de la conclusion d'une transaction jusqu'à son dénouement. Ces entités seront : la Bourse des Valeurs mobilières de Madagascar, la Chambre de Compensation, Le Dépositaire Central de Madagascar.

La Bourse des Valeurs mobilières de Madagascar

Ce sera une Société Anonyme ayant pour mission principale d'assurer le fonctionnement régulier des marchés boursiers malgaches et qui réalise les actes afférents à l'organisation et l'exploitation de chaque marché boursier qu'elle gère.

La Chambre de compensation (filiale de la Bourse des Valeurs de Madagascar)

Elle aura pour mission de déterminer la position nette en titres et capitaux de chaque participant, appelé Intermédiaire de marché boursier à l'issue de chaque jour de bourse et assure la bonne fin des négociations.

Le Dépositaire Central de Madagascar

Ce sera une société anonyme dont l'objet est d'enregistrer dans un compte spécifique les instruments financiers, d'ouvrir des comptes au nom des intermédiaires de Marché Boursier des dépositaires centraux étrangers et des émetteurs et, enfin, d'assurer la circulation des titres.

III.1.3.4 Les Intermédiaires de Marché Boursier

Concernant les services financiers, cette activité est incompatible avec toute autre activité exercée à titre habituel. Des exceptions seront prévues au profit du Trésor Public, de la Banque Centrale, des Etablissements de crédit en ce qui concerne seulement les instruments financiers non cotés, des Organismes de Placement Collectif et de leurs sociétés de gestion.

Ils traiteront en premier lieu de la procédure d'agrément devant la Commission des Marchés Boursiers et les éléments examinés par celle-ci afin de déterminer si l'agrément peut être donné et s'il doit être modifié. Il va prévoir des sanctions en cas de non-respect des monopoles mis en place au profit des Intermédiaires de Marché Boursier. En second lieu, il

exposera les obligations des Intermédiaires du Marché Boursier, qu'il s'agisse des normes de gestion, des obligations comptables, ainsi que les règles de bonne conduite et l'ensemble des règles visant la protection des clients des Intermédiaires du Marché Boursier.

III.1.3.5 La Commission des Marchés Boursiers

Il s'agit de protéger l'épargne investit dans les instruments financiers, veiller à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés boursiers, elle apporte son concours à la régulation des marchés boursiers au plan régional et international.

Il prendra des décisions à caractère réglementaire relative aux pratiques professionnelles, à l'organisation du marché boursier malgache et ce dans le cadre d'un règlement général et d'instructions, et d'autre part, des décisions à caractère individuel liées à l'agrément, aux sanctions pécuniaires et disciplinaires, à la recevabilité des offres publiques.

Elle dispose enfin d'un pouvoir de sanction à l'encontre de certains professionnels. Cette procédure se décompose en une procédure d'enquête, suite à laquelle le Collège se réunit afin d'étudier le dossier qui lui est transmis. Ces procédures sont susceptibles d'appel devant la Cour d'appel.

III.1.3.6 Dispositions Diverses ou transitoires

Sont notamment envisagées les modalités de l'exercice, durant la période transitoire postérieure à l'entrée en vigueur de la Loi mais précédant la mise en place des infrastructures, de la fonction de Chambre de Compensation et de Garantie, de l'activité de Dépositaire Central de Madagascar, et de celles de la Commission des Marchés Boursiers. Dans chacun des cas, la mise en œuvre des dispositions transitoires est renvoyée à un Décret pris en conseil de gouvernement.

Par ailleurs, sont déterminées également dans ce dernier titre, les "Dispositions de coordination" qui visent à préciser l'ensemble des textes devant être modifiés incidemment afin de conserver à l'ensemble législatif une cohérence.

III.1.4 Rappel des autres éléments restant

III.1.4.1 Règlement Général de la Commission des Marchés Boursiers²⁹

Il s'agit des règles relatives au fonctionnement des marchés boursiers et au comportement des acteurs placés sous son contrôle. Ce règlement et ses modifications ultérieures, doivent être préalablement homologués par un arrêté pris par le Ministre chargé des Finances.

- Sur le plan de la **réglementation des pratiques professionnelles**
 - la bonne conduite et les obligations professionnelles que doivent respecter à tout moment les personnes et entités placées sous son autorité ;
 - les conditions d'exercice des activités par les Intermédiaires de Marché Boursier ;
 - les procédures en matière de lutte contre le blanchiment d'argent.
- Sur le plan du fonctionnement des **infrastructures des marchés boursiers**
 - les principes généraux d'organisation et de fonctionnement de la Bourse des Valeurs de Madagascar et de la Chambre de Compensation Boursière et de Garantie ;
 - à la publicité des transactions sur instruments financiers admis sur le marché boursier mais également la fixation des règles présidant aux offres publiques obligatoires et aux retraits obligatoires, elle veille également à l'information des investisseurs ;
 - les conditions d'habilitation par la Commission des Marchés Boursiers, du Dépositaire Central de Madagascar ainsi que les conditions dans lesquelles elle approuve les règles de fonctionnement du Dépositaire Central de Madagascar.
- Sur le plan du **fonctionnement du marché boursier**
 - les règles relatives au **fonctionnement du marché boursier** et à la suspension des négociations, à la compensation et à la garantie des négociations ;

²⁹ cf.: EUROGROUP/MCA MADAGASCAR, op. cit, page: 299

- les conditions dans lesquelles la **Commission des Marchés Boursiers approuve les règles applicables à un marché boursier** ;
- les règles relatives à **l'admission, aux négociations et à la radiation des instruments financiers** ;
- les règles relatives à **l'établissement d'un prospectus pour les instruments financiers**, qui ne sont pas des instruments financiers cotés sur un marché boursier ;
- les conditions dans lesquelles les **projets d'acquisition de blocs de contrôle et de blocs de titres sont déclarés et réalisés**, ainsi que les conditions dans lesquelles les offres publiques obligatoires et les offres publiques facultatives sont initiées, acceptées, réalisées et réglées, les procédures à suivre et les moyens de défense ;
- les règles relatives à **l'information de la Commission des Marchés Boursiers et du public** concernant les ordres et les transactions sur instruments financiers cotés sur un marché boursier ;
- les modalités d'exécution par dépôt et de diffusion par voie de presse écrite, par voie électronique ou par la mise à disposition gratuite d'imprimés, des **obligations de publicité et d'information édictées par la loi boursière et ses règlements** au titre de la transparence des marchés boursiers et dans le cadre des opérations d'appel public à l'épargne ;
- les règles applicables aux **Organismes de Placement Collectif et aux Sociétés de Gestion** telles que prévues par la loi sur les Organismes de Placement Collectif ;
- les règles relatives aux procédures en matière de **lutte contre le financement du terrorisme et la criminalité financière**.

III.1.4.2 Règlement Général de la Bourse des Valeurs de Madagascar / Chambre de Compensation et de Garantie

Il s'agit des règlements qui fixent :

- les conditions d'accès au Marché Boursier et l'admission à la cotation, les dispositions d'organisation des transactions,
- les conditions de suspension des négociations d'un ou de plusieurs instruments financiers,
- les règles relatives à l'enregistrement et à la publication des négociations d'un ou de plusieurs instruments financiers.

Il faut cependant garder à l'esprit que la Commission des Marchés Boursiers détermine les principes généraux d'organisation et de fonctionnement que doit respecter le marché boursier ainsi que les règles relatives à l'exécution, au compte-rendu.

III.1.4.3 Règlement Général du Dépositaire Central de Madagascar

Ce règlement concerne les règles techniques applicables à cette infrastructure. Il s'agit des règles :

- relatives à l'enregistrement des titres sur des comptes,
- pour assurer la circulation des instruments financiers par virement entre les comptes de ses adhérents,
- pour assurer les opérations de règlement-livraison des négociations effectuées sur un marché boursier, assurer les services accessoires à ces fonctions, assurer la codification des instruments financiers cotés.

III.2 STRUCTURE DU MARCHÉ FINANCIER

Cette partie présente sous forme synthétique les principales caractéristiques du futur Marché Boursier.

III.2.1 La Bourse des Valeurs de Madagascar et la Chambre de Compensation et de Garantie

III.2.1.1 Opérateur de Marché

La loi boursière prévoira la création de la Bourse des Valeurs de Madagascar. Elle a pour mission principale d'assurer le fonctionnement régulier des marchés boursiers malgaches et effectue les actes afférents à l'organisation et l'exploitation de chaque Marché Boursier qu'elle gère. Elle veille à ce que chaque Marché Boursier remplisse en permanence les exigences qui lui sont applicables.

La BVM est une SA. Ses actions seront au départ détenues par l'Etat et seront progressivement ouvertes aux acteurs privés. Comme sur la plupart des Marchés, l'actionnariat n'est pas réservé aux intermédiaires de Marché.

III.2.1.2 Système électronique de négociations

Le modèle de marché envisagé prévoit la mise en place d'un système électronique de négociation pour garantir la transparence des négociations d'où le coût élevé de la mise en œuvre. Selon une estimation d'EUROGROUP, il s'agit d'environ 15 millions de dollar.

III.2.1.3 Nombre de jours de négociation dans la semaine

Ce facteur est essentiellement dépendant de la liquidité du marché. Au démarrage il est envisagé que la négociation ait lieu un jour par semaine, via un fixing, afin de concentrer la liquidité. La fréquence de négociation sera accrue en parallèle du développement du marché.

III.2.1.4 Instruments financiers et organisation de la cote

Le Marché Boursier organise la négociation de 5 types d'instruments financiers :

1. les valeurs mobilières
2. les obligations et autres titres de créance émis par l'Etat
3. les parts d'Organismes de Placement Collectif

4. les parts de fonds de portage et de privatisation
5. les instruments financiers à terme

Au démarrage, la cote sera organisée en 4 compartiments :

1. Les valeurs mobilières des grandes entreprises
2. Les valeurs mobilières des entreprises de croissance
3. Les obligations et titres de créance émis par l'Etat
4. Les obligations et autres titres de créance émis par des sociétés privées

L'admission à chaque compartiment de Marché est conditionnée au respect d'un certain nombre de critères.

III.2.1.5 Chambre de Compensation

La loi boursière prévoit la mise en place d'une Chambre de Compensation Boursière et de Garantie (CCBG). La CCBG est une SA. Les deux tiers du capital de cette Chambre seront détenus par la Bourse des Valeurs de Madagascar. L'unique activité de la CCBG est d'assurer la compensation et la bonne fin des transactions conclues sur les marchés boursiers. Cet acteur est nécessaire afin de sécuriser les transactions compte tenu du fait que les Intermédiaire Membre de Bourse (IMB) n'ont pas la capacité de choisir leur contrepartie du fait du principe de centralisation des ordres.

Les Intermédiaires de Marché Boursier constituent, auprès de la Chambre de Compensation Boursière et de Garantie, des dépôts de garantie et répondent aux appels de marge de cette dernière.

III.2.2 Le Dépositaire Central et le règlement / livraison

III.2.2.1 Dépositaire Central

La loi boursière prévoit la mise en place d'un Dépositaire Central qui exerce les fonctions suivantes :

1. il enregistre dans un compte spécifique l'intégralité des instruments financiers cotés ;
2. il ouvre des comptes au nom des Intermédiaires de Marché Boursier, des dépositaires centraux étrangers et des émetteurs ;

3. il assure la circulation des instruments financiers par virement entre les comptes de ses adhérents ;
4. il assure les opérations de règlement-livraison des négociations effectuées sur un Marché Boursier ;
5. il assure les services accessoires à ces fonctions ;
6. il assure la codification des instruments financiers cotés.

III.2.2.2 Système de dénouement informatisé

Le modèle de marché envisagé prévoit une procédure de règlement / livraison gérée en Banque Centrale. Une fois les soldes espèces des Intermédiaire Membre de Bourse (IMB) vérifiés, les mouvements titres et espèces sont réalisés de manière concomitante sur les comptes titres des IMB ouverts auprès du Dépositaire Central et sur les comptes espèces des IMB ouverts à la Banque Centrale. Les dénouements sont irrévocables.

III.2.2.3 Cycles de dénouement fixes

Le modèle de marché envisagé prévoit un délai normalisé de règlement / livraison :
Jour de Négociation + 3.

III.2.2.4 Système de reporting

Le système de négociation électronique autorise un reporting automatique de toute négociation.

Le système du Dépositaire Central autorise un reporting automatique des mouvements titres et espèces sur les comptes des Intermédiaire Membre de Bourse et un reporting de leurs positions.

III.2.3 Les intermédiaires

III.2.3.1 Forme des Intermédiaires Membres de Bourse

Les Intermédiaires de Marché Boursier doivent être constitués sous forme de société anonyme. Ils doivent obtenir un agrément délivré par la Commission des Marchés Boursiers. L'obligation de créer des sociétés dédiées à l'activité d'IMB est la contrepartie du monopole qui leur est accordé. L'objectif est de pouvoir superviser cette activité financière à des fins de sécurité et de créer les conditions d'une concurrence vertueuse entre des acteurs filiales de banques et des acteurs indépendants.

III.2.3.2 Monopole accordé aux Intermédiaires Membres de Bourse sur les services financiers

Les IMB ont le monopole des services suivants :

1. l'exécution d'ordres pour compte de tiers qui consiste à agir pour le compte d'un donneur d'ordres en vue de réaliser une transaction sur instruments financiers pour son compte ;
2. la négociation pour compte propre, qui est une activité exercée par l'Intermédiaire de Marché Boursier qui achète ou vend des instruments financiers pour son propre compte. Cette activité ne constitue un service financier que lorsqu'elle est exercée en dehors de ses opérations de trésorerie ou de prise de participation ;
3. la gestion de portefeuille pour compte de tiers qui consiste en l'administration d'un ensemble d'instruments financiers soit par gestion individuelle soit par gestion collective ;
4. la prise ferme qui est l'activité par laquelle tout Intermédiaire de Marché Boursier souscrit ou acquiert directement des instruments financiers, en son nom et pour son compte, auprès de l'émetteur ou du cédant en vue de procéder à leur placement auprès des clients ;
le placement qui consiste à rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers ;
5. l'administration d'instruments financiers, qui consiste à comptabiliser les avoirs correspondant aux instruments financiers inscrits en compte dans un compte d'administration ;
6. la conservation d'instruments financiers, qui consiste à inscrire en compte les instruments financiers au nom de leur titulaire selon des modalités propres à chaque instrument financier.

III.2.4 Les autres acteurs

III.2.4.1 Dépositaire International de titres

La présence d'un dépositaire international (global custodian), tel que Bank of New York, Citigroup, BPSS ou SGSS est justifiée dans le cas des changes libéralisés. Cependant, certains dépositaires internationaux pourraient être intéressés par la fonction de prestataire back-office.

III.2.4.2 Intervenants de marché étrangers

Les Intermédiaires Membres de Bourse seront des acteurs indépendants locaux ou des filiales locales de banques ou des brokers étrangers.

III.2.4.3 Prestataire back-office

Le modèle de Marché prévoit la mise en place d'un prestataire back-office afin de permettre aux IMB qui le souhaitent de sous-traiter une partie de leur activité. L'objectif est de permettre aux IMB de fonctionner avec des coûts d'exploitation réduits via la mutualisation de leurs systèmes informatiques et de certaines tâches administratives.

III.2.4.4 Investisseurs

Dans un premier temps, le Marché sera ouvert aux particuliers et aux institutionnels malgaches. Dans un second temps, le Marché sera ouvert aux investisseurs institutionnels étrangers. L'objectif de départ est de favoriser un financement des entreprises malgaches par des capitaux malgaches.

III.3 EFFICIENCE DU MARCHÉ

III.3.1 Principes généraux

III.3.1.1 Marché national³⁰

Seul ce modèle est viable dans les pays en voie de développement compte tenu des problèmes rencontrés par le modèle de marchés régionaux (gouvernance, localisation des opérations, choix de la devise de transaction, harmonisation du droit des sociétés et de l'appel public à l'épargne, code des changes). La mise en place d'une Bourse nationale permettra de développer et de créer localement une industrie financière nationale.

III.3.1.2 Instance de régulation / Marché réglementé³¹

Le modèle de marché envisagé prévoit la mise en place d'une Autorité de Marché (marché réglementé), la Commission des Marchés Boursiers. Tout marché financier ne peut fonctionner de manière efficiente sans une réglementation ayant pour objectif de protéger les acteurs les plus faibles, et les épargnants individuels.

Un marché de gré à gré peut fonctionner entre professionnels mais il n'est pas adapté à la protection des actionnaires particuliers. Le Marché de gré à gré établit une simple relation contractuelle bilatérale entre les deux négociateurs. Chacun des négociateurs dépend de la bonne foi de sa contrepartie. En cas de défaillance de sa contrepartie, le négociateur de bonne foi n'a pas d'autre recours que de poursuivre le défaillant devant la justice. La défaillance d'un Intermédiaire Membre de Bourse se répercutera sur ses clients individuels et l'image de la Bourse sera durablement ternie auprès des investisseurs.

III.3.1.3 Marché dirigé par les ordres

Tous les Marchés Boursiers ont mis en place la gestion d'un carnet d'ordres (modèle du marché dirigé par les ordres). Ce modèle assure une meilleure transparence et efficience pour la détermination des prix.

L'Intermédiaire Membre de Bourse, qui ne se porte pas systématiquement contrepartie, ne doit pas immobiliser un capital pour acheter et porter les titres que son client souhaite vendre.

³⁰ NDONG BENJAMIN, op. cit,

³¹ LAUTIER DELPHINE ET SIMON YVES, op. cit, p. 3-6.

Les marchés boursiers malgaches seront régis par un principe de centralisation et d'intermédiation des transactions sur le Marché Boursier selon lequel les Intermédiaires de Marché Boursier sont seuls chargés des cessions ou négociations directes ou indirectes d'instruments financiers cotés sur un marché boursier malgache, ils transmettent les ordres collectés au système de négociation central de la Bourse des Valeurs de Madagascar. Sont nulles les négociations et cessions d'instruments financiers cotés effectuées par une personne qui n'est pas un Intermédiaire de Marché Boursier.

III.3.2 Recommandations

Les compétences variées d'un grand nombre de spécialistes et d'institutions capables de prendre des risques permettent de constituer une grille complète de services « affutés » et novateurs. C'est là encore l'avantage décisif de Londres et de New York par rapport aux autres places. Les banques ayant la responsabilité d'alimenter le marché, c'est à elles qu'il revient de faire un effort particulier de recrutement et de formation. Mais il faut aussi que des spécialistes « pointus » et complémentaires (contrepartistes, conseils en investissement, gérants de portefeuilles) aient des surfaces suffisantes face à l'ampleur des enjeux. Si en France les grandes banques sont dans une situation favorable, on se méfiera en revanche des petites officines sans moyens.

Sont nécessaire également un ou plusieurs système de négociation (Système CAC, marché de blocs, etc.), un réseau de distribution des produits et des informations étendues et pénétrant (comme au Japon et en Grande-Bretagne). Il peut être situé avantageusement dans les banques, mais aussi dans des établissements spécialisés dans la distribution. Il faut encore un bon équipement technique avec l'informatisation totale du marché.

La régulation ne doit pas brider les initiatives et doit inspirer confiance aux épargnants. Quelles que soient les contraintes immédiates de la concurrence, un marché sûr, transparent et équitable est à terme un atout décisif.

La transparence du marché est d'un point de vue technique, la conséquence d'une bonne diffusion des informations de bourse, tant à l'usage du public que des professionnels. Mais elle implique un comportement en ce sens des émetteurs et des intermédiaires. C'est l'un des objectifs majeurs de la régulation du marché par des autorités publiques et professionnelles.

Le second marché doit être repensé et relancé, afin d'améliorer les moyens de financement des PME. Enfin, il faut tenir compte des épargnants, assise indispensable pour la mobilisation de l'épargne, la régularité du marché et l'appui « politique » au système financier. Les banques doivent donc faire un effort de réduction des coûts et de traitement commercial de leur clientèle pour ne pas rejeter de façon systématique les « petits ». Le coût relativement bas de la prestation de service boursière (courtage et impôt) constitue en outre un avantage concurrentiel.

L'effort des banques à l'adresse des investisseurs individuels ne signifie pas que l'importance des institutionnels et de la gestion collective va se réduire. Mais les banques ont intérêt à enrichir ses relations avec les particuliers, afin de les faire mieux participer, même au travers de cet écran, à la vie, aux résultats et aux perspectives des sociétés.

La modernisation de la gestion de la dette publique permet de multiplier le volume de transactions sur actions et celui des obligations. Le compartiment le plus liquide du marché des actions est le marché à règlement mensuel, mais avec une grande inégalité entre les titres.

La contrepartie qui amène l'intermédiaire à prendre des positions pour son compte propre va à l'encontre d'une culture boursière traditionnelle fondée sur le rôle des courtiers. Elle expose l'intermédiaire à des risques importants et n'est possible qu'à condition d'avoir une grande surface financière.

CONCLUSION

Certes, le marché financier permet d'effectuer des collectes d'épargnes et la mobilisation de capitaux. C'est un lieu privilégié de financement direct dans la mesure où il permet la rencontre entre agents à besoin de financement et agents à capacité de financement. À la différence du financement bancaire, le jeu entre l'offre et la demande de capitaux est extrêmement développé et diversifié, c'est la raison qui permet une plus grande mobilité du capital. Enfin, sur le marché financier s'échangent à la fois des titres de créances et des titres de propriété. Ce qui permet d'offrir un choix plus large pour les agents à besoin de financement. D'après les expériences d'implantation de marché boursier à l'étranger, notamment dans les pays africains qui ont vu succès, la privatisation est un élément fondamental à ce propos. Le choix du marché réglementé demeure le plus approprié pour le modèle de marché envisagé à Madagascar et que la concentration de tous les ordres concernant une valeur cotée sur le marché boursier s'avère primordiale.

La création d'un marché boursier est un signe fortement visible et effectif de la modernisation d'un pays qui permet d'en accélérer le développement via la mise en place d'un cercle vertueux concourant à améliorer l'économie et qui est, en même temps, un facteur de stabilité financière et un élément du progrès social. Elle peut également diversifier les instruments de financement des projets, elle s'inscrit dans une politique économique tendant à assurer à Madagascar un financement national des entreprises qui lie le sort de l'investisseur épargnant, non au financement du déficit public, mais au développement du secteur privé.

Elle correspond également à un rééquilibrage du financement de l'économie, en faisant appel aux ressources longues pour financer des besoins longs. Le financement des projets d'infrastructure et des projets d'entreprise est le propre du marché boursier et permettrait d'améliorer l'adéquation actif-passif de l'économie malgache, de manière à répondre aux besoins de financement longs de l'économie par des emplois longs d'épargne et au titre notamment des fonds de retraites et d'assurance-vie.

Cependant, l'opportunité de créer une Bourse à Madagascar, dans le contexte actuel, ne fait pas l'unanimité entre les acteurs, pas tant sur le fond et sur l'utilité à terme que sur le

timing de mise en place, certains acteurs préférant le voir différé probablement après cette transition. L'opposition à la création d'une Bourse à court terme est principalement portée par le secteur bancaire, certains bailleurs de fonds et certains groupements d'entreprises. Le support à la mise en place d'un tel projet provient principalement des assureurs, des sociétés de capital risque, de certains bailleurs de fonds et de certains groupements d'entreprise.

Par ailleurs, Il existe déjà des lois malgaches relatives à la mise en place d'un marché boursier à Madagascar, notamment des éléments relatifs à l'Appel Public à l'Epargne et aux Valeurs Mobilières. Il existe également une partie des règles relatives au fonctionnement d'un marché réglementé primaire et secondaire de valeurs mobilières. La loi boursière prévoit la création de la Bourse des Valeurs de Madagascar. Elle a pour mission principale d'assurer le fonctionnement régulier des marchés boursiers malgaches et effectue les actes afférents à l'organisation et l'exploitation de chaque Marché Boursier qu'elle gère. Elle veille à ce que chaque Marché Boursier remplisse en permanence les exigences qui lui sont applicables. La Chambre de Compensation Boursière et de Garantie a pour rôle d'assurer la compensation et la bonne fin des transactions conclues sur les marchés boursiers. Les Intermédiaires de Marché Boursier constituent, auprès de la Chambre de Compensation Boursière et de Garantie, des dépôts de garantie et répondent aux appels de marge de cette dernière. Le Dépositaire Central enregistre dans un compte spécifique l'intégralité des instruments financiers cotés et assure sa circulation ainsi que sa codification; il ouvre des comptes au nom de quelques intervenants du marché ; il assure les opérations de règlement-livraison des négociations effectuées sur un Marché Boursier. Les Intermédiaires de Marché Boursier supervisent cette activité financière à des fins de sécurité et de créer les conditions d'une concurrence vertueuse entre des acteurs filiales de banques et des acteurs indépendants.

Malgré la crise que vit notre pays actuellement et les endettements lourds allant dans un cercle vicieux, ne sera-t-il pas nécessaire, dès maintenant, voir même urgent, de trouver d'autres sources de financement nationales comme le marché boursier?

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- 1) CHOINEL, ALAIN ET ROUYER, GÉRARD « *Le marché financier : structures et acteurs* », La Revue Banque Editeur, 18, rue La Fayette, 75009 Paris, page : 35
- 2) BANQUE CENTRALE DE MADAGASCAR ET DIRECTION GENERALE DU TRESOR, « *Marché des bons du trésor par adjudication- Manuel de procédure* », novembre 2006
- 3) BANQUE MONDIALE, « *Indicateurs du développement dans le monde, Capitalisation boursière des entreprises cotées (% du PIB)* »
- 4) BANQUE MONDIALE, « *Indicateurs du développement dans le monde, PIB par habitant en dollars internationaux constants de 2005.*
- 5) BANQUE MONDIALE, « *Indicateurs du développement dans le monde, PIB par habitant (en dollars internationaux constants de 2005)* »
- 6) NDONG, BENJAMIN -Université de Franche Comté- UFR de Sciences Juridiques Économique Politiques et de Gestion-École Doctorale Louis Pasteur, « *Marchés boursiers émergents et problématique de l'efficience : Le cas de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM)* », 13 septembre 2007
- 7) NDONG, BENJAMIN -Université de Franche Comté- UFR de Sciences Juridiques Économique Politiques et de Gestion-École Doctorale Louis Pasteur, « *Marchés boursiers émergents et problématique de l'efficience : Le cas de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM)* », 13 septembre 2007
- 8) JACQUILLAT, BERTRAND et SOLNIK, BRUNO « *Marchés Financiers : gestion de portefeuille et des risques* », 4ème Edition, Dunod, Paris, 2002, page : 7
- 9) LAUTIER, DELPHINE ET SIMON, YVES « *Les 100 mots des marchés dérivés* », P.U.F. « Que sais-je ? », 2009, p. 3-6.
- 10) DAUTRESME, DAVID, « *Economie et marché de capitaux nationaux* », LA REVUE BANQUE EDITEUR, 18, rue Lafayette 75009 Paris, 1985, p. 21-22
- 11) DIRECTION DES ÉTUDES ET DES PREVISION FINANCIERES/MINISTERE DE L'ECONOMIE ET DES FINANCES/Royaume du Maroc, « *Introduction à la bourse de Casablanca : tendances, déterminants et résultats techniques* », Novembre 2009.

- 12)EUROGROUPE/MCA MADAGASCAR, «*Assistance technique dans le contexte de la réforme du secteur financier à Madagascar* », Novembre 2008
- 13)EUROGROUPE/MCA MADAGASCAR, «*Assistance technique dans le contexte de la réforme du secteur financier à Madagascar* », Novembre 2008
- 14)EUROGROUPE/MCA MADAGASCAR, «*Assistance technique dans le contexte de la réforme du secteur financier à Madagascar* », Novembre 2008, page : 165
- 15)CHARREAUX, Gérard Variation sur le thème : à la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise, Finance Contrôle Stratégie, Paris, septembre 2002, page : 8
- 16) SAINT-GEOURS, JEAN « *Les marchés financiers*», DOMINOS, FLAMMARION, 1994, page 12-13.
- 17)SAINT-GEOURS, JEAN, « *Les marchés financiers*», DOMINOS, FLAMMARION, 1994, page 98-99
- 18)SAINT-GEOURS, JEAN, « *Les marchés financiers*», DOMINOS, FLAMMARION, 1994, page 39
- 19)DURAND, MICHEL « *La bourse* », Édition La Découverte, 9 bis, rue Abel-Hovelacque 75013 Paris, 1993, page 37-38
- 20)DURAND, MICHEL, « *La bourse* », Édition La Découverte, 9 bis, rue Abel-Hovelacque 75013 Paris, 1993
- 21)JOHMANI, MONIA « *Modernisation de la cotation électronique et dynamique boursière : le cas de la bourse en ligne* », ISG de Gabes, Tunis, 2007
- 22)ARTUS, PATRICK – BETBEZE, JEAN PAUL - DE BOISSIEU, CHRISTIAN ET CAPELLE-BLANCARD, GUNTHER, « *La Crise des Subprimes* », La Documentation française, Paris, 2008
- 23)AROYO, PHILIPPE - D'ARVISET, PHILIPPE – SCHOB, THIERRY, « *Finance appliqué*», DUNOD, Paris 1993, page : 136
- 24)AROYO, PHILIPPE - D'ARVISET, PHILIPPE – SCHOB, THIERRY, « *Finance appliqué*», DUNOD, Paris 1993, page : 139-142
- 25)AROYO, PHILIPPE - D'ARVISET, PHILIPPE – SCHOB, THIERRY, « *Finance appliqué*», DUNOD, Paris 1993, page : 151
- 26)RAMAROLAHY, CHRISTIAN - RAKOTOARISOA MAHOLY, « *Réflexions sur la création d'un marché financier à Madagascar -Vol I : Analyse du Système et introduction au marché financier* », CREAM, Décembre 2007

- 27) RAMAROLAHY, CHRISTIAN - RAKOTOARISOA MAHOLY, « *Réflexions sur la création d'un marché financier à Madagascar -Vol II : Essai de modélisation* », CREAM, Décembre 2007
- 28) VOLZ, STEFANIE, « La surveillance des bourses en France et en Allemagne- une comparaison analytique », Université Robert Schuman, Strasbourg III, 2003

Journal/ Bulletin Officiel :

a) Bulletins Officiels du Royaume du Maroc :

- n° 4223 du 06-10-1993 Page 513
- n° 4448 du 16-01-1997 Page 37
- n° 4828 du 07-09-2000 Page 749
- n° 5210 du 06-05-2004 Page 677,

Avis portant respectivement règlement général de la bourse des valeurs (Bourse de Casablanca) et des modifications introduites

b) Journal Officiel de la République Tunisienne :

- n° 006 du 23-01-1990 Page 0121-0131
- n° 077 du 24-09-1999 Page 1750-1751
- n° 079 du 04-10-2005 Page 2608-2615
- n° 079 du 02-10-2007 Page 3355-3359
- n° 033 du 22-04-2008 Page 1272-1274

Avis portant respectivement règlement général de la bourse des valeurs mobilières de Tunis et des modifications introduites

c) Journal Officiel de la République Tunisienne 1994, loi n° 94-117 du 14 novembre 1994

Web :

[http://lexinter.net/JF/droit_des_marches_financiers.htm/les marchés financiers](http://lexinter.net/JF/droit_des_marches_financiers.htm/les_marchés_financiers)

http://www.fimarkets.com/pages/marches_financiers.php

<http://ses.ac-dijon.fr/iufm/dissertations/marchfinroissance.htm>

<http://ses.ac-dijon.fr/iufm/dissertations/marchfinroissance.htm>

http://www.fimarkets.com/pages/marche_definition.php

<http://fr.wikipedia.org/wiki/R%C3%A8glement/livraison>

http://www.comprendrelabourse.com/Initiation/init_6.htm

<http://www.boursereflex.com/lexique/cotation>

ANNEXE

- Loi N° 2003-036 du 30 janvier 2004 sur les sociétés commerciales :
 - Première partie : Dispositions générales sur la société commerciale :
 - TITRE IV : Appel Public à l'Epargne

- **Chapitre 1 : Champ d'application de l'Appel Public à l'Epargne (articles 77 à 79)**

. 77 - Sont réputées faire publiquement appel à l'épargne :

1° les sociétés dont les titres sont inscrits à la bourse des valeurs, à dater de l'inscription de ces titres ;

2° les sociétés qui, pour offrir au public des titres, quels qu'ils soient, ont recours soit à des établissements de crédit ou agents de change, soit à des procédés de publicité quelconque, soit au démarchage.

Il y a également appel public à l'épargne, dès lors qu'il y a diffusion des titres au-delà d'un cercle de cinquante personnes. Pour l'appréciation de ce chiffre, chaque société ou organisme de placement collectif en valeurs mobilières constitue une entité unique.

Art. 78 - Il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la présente loi de faire publiquement appel à l'épargne par l'inscription de leurs titres à la bourse des valeurs ou par le placement de leurs titres dans le cadre d'une émission.

L'appel public à l'épargne est interdit pour les sociétés à responsabilité limitée, les sociétés unipersonnelles et les sociétés anonymes sans conseil d'administration.

Art. 79 - L'offre de titres visée à l'article 77 s'entend du placement de titres dans le cadre soit d'une émission soit d'une cession.

- **Chapitre 2 : Document d'information (article 80)**

Art. 80 - Toute société qui fait publiquement appel à l'épargne pour offrir des titres doit, au préalable, publier dans un journal d'annonces légales un document destiné à l'information du public et portant sur l'organisation, la situation financière, l'activité et les perspectives de l'émetteur ainsi que les droits attachés aux titres offerts au public.

Les modalités d'application de cet article seront fixées par décret en Conseil de Gouvernement.

- Partie 2 : Dispositions particulières aux sociétés commerciales

- LIVRE IV : La Société Anonyme

- TITRE II : Valeurs mobilières

- **Chapitre 1 : Dispositions communes (articles 738 à 742)**

- **SECTION I**

- **Définition**

Art. 738 - Les sociétés anonymes émettent des valeurs mobilières dont la forme, le régime et les caractéristiques sont énumérés au présent Titre.

Elles confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès directement ou indirectement à une quotité du capital de la société émettrice, ou à un droit de créance général sur son patrimoine. Elles sont indivisibles à l'égard de la société émettrice.

L'émission de parts bénéficiaires ou de parts de fondateur est interdite.

- **SECTION II**

- **Forme des titres**

-

Art. 739 - Les actions et les obligations revêtent la forme de titres au porteur ou de titres nominatifs qu'elles soient émises en contrepartie d'apports en nature ou d'apports en numéraire.

Toutefois la forme exclusivement nominative peut être imposée par des dispositions du présent texte ou des statuts.

Art. 740 - Les valeurs mobilières, qu'elles soient nominatives ou au porteur, peuvent être représentées par une inscription dans un compte ouvert au nom de leur propriétaire et tenu, soit par la société émettrice, soit par un intermédiaire financier habilité par le Ministère chargé des Finances. Dans ce cas, elles se transmettent par virement de compte à compte.

Les modalités d'application du présent article feront l'objet d'un décret pris en Conseil de Gouvernement.

Art. 741 - Le propriétaire de titres faisant partie d'une émission qui comprend des titres au porteur a la faculté, nonobstant toute clause contraire, de convertir ses titres au porteur en titres nominatifs et réciproquement.

• SECTION III

• Nantissement des titres

Art. 742 - Sous réserve des dispositions prévues aux articles 786 et 787, la constitution en gage de valeurs mobilières inscrites en compte est réalisée tant à l'égard de la personne morale émettrice qu'à l'égard des tiers, par une déclaration datée et signée par le titulaire. Cette déclaration contient le montant de la somme due ainsi que le montant et la nature des titres constitués en gage.

Les titres nantis sont virés sur un compte spécial ouvert au nom du titulaire et tenu par la personne morale émettrice ou l'intermédiaire financier, selon le cas.

Une attestation de constitution de gage est délivrée au créancier gagiste.

En cas d'ouverture d'une procédure collective d'apurement du passif de l'intermédiaire financier teneur de compte, les titulaires de valeurs mobilières inscrites en compte font virer l'intégralité de leurs droits à un compte tenu par un autre intermédiaire financier ou par la personne émettrice.

Le tribunal de commerce est informé de ce virement. En cas d'insuffisance des inscriptions en compte, les titulaires font une déclaration au représentant des créanciers pour le complément de leurs droits.

Pour les titres nominatifs prévus au 1° de l'article 778, le nantissement s'opère par inscription sur les registres de transfert de la société. Il en est de même pour le séquestre.

– **Chapitre 2 : Dispositions relatives aux actions (articles 743 à 792)**

• **SECTION I**

• ***Les différentes formes d'actions***

Art. 743 - Les actions de numéraire sont celles dont le montant est libéré en espèces ou par compensation de créances certaines, liquides et exigibles sur la société, celles qui sont émises par suite d'une incorporation au capital de réserves, bénéfices, ou primes d'émission.

Les actions de numéraire sont aussi celles dont le montant résulte pour partie d'une incorporation de réserves, de bénéfices ou de primes d'émission et pour partie d'une libération en espèces. Dans ce cas les actions doivent être intégralement libérées lors de la souscription.

Toutes les autres actions sont des actions d'apport.

Art. 744 - L'action de numéraire est nominative jusqu'à son entière libération.

L'action d'apport n'est convertible en titre au porteur qu'après deux ans.

Art. 745 - Le montant nominal des actions ou coupures d'action ne peut être inférieur à un montant fixé par décret pris en Conseil de Gouvernement.

• **SECTION II**

Droits attachés aux actions

• **§1. Droit de vote**

Art. 746 - A chaque action, est attaché un droit de vote proportionnel à la quotité du capital qu'elle représente et chaque action donne droit à une voix au moins.

Art. 747 - Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité du capital qu'elles représentent, peut être conféré par les statuts ou l'assemblée générale extraordinaire à toutes les actions nominatives entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis au moins deux ans au nom d'un même actionnaire.

De même, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, de bénéfices ou de primes d'émission, le droit de vote double peut être conféré dès leur émission aux

actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison des actions anciennes pour lesquelles il bénéficie déjà de ce droit.

Art. 748 - Le droit de vote double cesse en cas de conversion de l'action nominative en action au porteur.

- - **§2. Droit au dividende**

- - **A - Premier dividende**

Art. 749 - A chaque action, est attaché un droit au dividende, proportionnel à la quotité du capital qu'elle représente.

Les statuts ou l'assemblée générale extraordinaire peuvent accorder aux actions un droit au premier dividende dans les conditions prévues à l'article 163.

- **B - Actions à dividende prioritaire sans droit de vote**

- - **B.1. Création**

Art. 750 - Nonobstant les dispositions de l'article précédent, lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de priorité jouissant d'avantages par rapport à toutes les autres actions. Ces avantages peuvent notamment être une part supérieure dans les bénéfices ou le boni de liquidation, un droit de priorité dans les bénéfices, des dividendes cumulatifs.

Il peut de même être créé des actions à dividende prioritaire sans droit de vote dans les conditions prévues aux articles 751 et 752.

Art. 751 - La création d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote n'est permise qu'aux sociétés qui ont réalisé au cours des deux derniers exercices des bénéfices distribuables au sens de l'article 160.

Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote peuvent être créées par augmentation de capital ou par conversion d'actions ordinaires déjà émises. Elles peuvent être converties en actions ordinaires.

Elles ne peuvent représenter plus du quart du montant du capital social. Leur valeur nominale est égale à celle des actions ordinaires ou, le cas échéant, des actions ordinaires de l'une des catégories précédemment émises par la société.

Art. 752 - Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote peuvent être converties en actions ordinaires.

En cas de conversion d'actions ordinaires déjà émises en actions à dividende prioritaire sans droit de vote ou en cas de conversion d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote en actions ordinaires, le commissaire aux comptes établit un rapport spécial attestant que les conditions légales requises sont remplies.

Au vu de ce rapport spécial, l'assemblée générale extraordinaire :

- 1° détermine le montant maximal d'actions à convertir ;
- 2° détermine, le cas échéant, la catégorie d'actions ordinaires de référence ;
- 3° et fixe les conditions de conversion.

Art. 753 - La décision de l'assemblée générale extraordinaire n'est définitive qu'après approbation :

- 1° par l'assemblée spéciale des titulaires d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote ;
- 2° et par l'assemblée générale extraordinaire des titulaires d'obligations avec bons de souscription, d'obligations convertibles ou échangeables contre les actions.

L'offre de conversion est faite en même temps et à proportion de leur part dans le capital social à tous les actionnaires, à l'exception des personnes mentionnées à l'article 763. L'assemblée générale extraordinaire fixe le délai pendant lequel les actionnaires peuvent accepter l'offre de conversion.

• B.2. Droits y attachés

Art. 754 - Les titulaires d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote bénéficient des droits reconnus aux autres actionnaires, à l'exception du droit de participer et de voter, du chef de ces actions, aux assemblées générales des actionnaires de la société.

Art. 755 - Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote donnent droit à un dividende prioritaire prélevé sur le bénéfice distribuable de l'exercice avant toute autre affectation.

S'il apparaît que le dividende prioritaire ne peut être intégralement versé en raison de l'insuffisance du bénéfice distribuable, celui ci doit être réparti à due concurrence entre les titulaires d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote.

Le droit au paiement du dividende prioritaire qui n'a pas été intégralement versé en raison de l'insuffisance du bénéfice distribuable est reporté sur l'exercice suivant et, s'il y a lieu, sur les deux exercices ultérieurs ou, si les statuts le prévoient, sur les exercices ultérieurs. Ce droit s'exerce prioritairement par rapport au paiement du dividende prioritaire dû au titre de l'exercice.

•

Art. 756 - Le dividende prioritaire ne peut être inférieur ni au premier dividende visé à l'article 163, ni à un montant égal à 7,5% du montant libéré du capital représenté par les actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Ces actions ne peuvent donner droit au premier dividende.

Après prélèvement du dividende prioritaire ainsi que du premier dividende, les actions prioritaires sans droit de vote ont, proportionnellement à leur montant nominal, les mêmes droits que les actions ordinaires, y compris sur les réserves distribuées au cours de l'existence de la société.

Art. 757- Lorsque le dividende prioritaire n'a pas été intégralement versé pendant trois exercices, les actions retrouvent un droit de vote identique à celui attaché aux actions ordinaires.

Ce droit de vote subsiste jusqu'à l'expiration de l'exercice au cours duquel le dividende prioritaire aura été intégralement versé, y compris le dividende dû au titre des exercices antérieurs.

• **B.3. Assemblée générale des titulaires**

Art. 758 - Les titulaires d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote sont réunis en assemblée spéciale dans des conditions fixées par les articles 576 et suivants.

Tout actionnaire possédant des actions à dividende prioritaire sans droit de vote peut participer à l'assemblée spéciale. Toute clause contraire est réputée non écrite.

Art. 759 - Sous réserve des articles 761, 762 et 763, toute décision modifiant les droits des titulaires d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote n'est définitive qu'après approbation de l'assemblée spéciale, statuant selon les conditions de quorum et de majorité prévues aux articles 577 et suivants.

Art. 760 - L'assemblée spéciale des actionnaires à dividende prioritaire sans droit de vote peut émettre un avis avant toute décision de l'assemblée générale. L'avis est

transmis à la société. Il est porté à la connaissance de l'assemblée générale et consigné à son procès-verbal.

L'assemblée spéciale peut désigner un ou, si les statuts le prévoient, plusieurs mandataires chargés de représenter les actionnaires à dividende prioritaire sans droit de vote à l'assemblée générale des actionnaires et, le cas échéant, d'y exposer leur avis avant tout vote de cette dernière. Cet avis est consigné au procès-verbal de l'assemblée générale.

Art. 761 - L'assemblée spéciale des actionnaires à dividende prioritaire sans droit de vote peut en outre être consultée par l'assemblée des actionnaires sur toute question intéressant la vie sociale. Son avis est transmis à la société. Il est porté à la connaissance de l'assemblée générale et consigné au procès-verbal.

• **B.4. Cas d'augmentation de capital**

Art. 762 - En cas d'augmentation de capital par apports en numéraire, les titulaires d'actions à dividende sans droit de vote bénéficient d'un droit préférentiel de souscription dans les mêmes conditions que les actionnaires ordinaires.

Toutefois, l'assemblée générale extraordinaire peut décider, après avis de l'assemblée spéciale prévue à l'article 758 qu'ils auront un droit préférentiel à souscrire, dans les mêmes conditions, de nouvelles actions à dividende prioritaire sans droit de vote qui seront émises dans la même proportion.

Art. 763 - L'attribution gratuite d'actions nouvelles, à la suite d'une augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, s'applique aux titulaires d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote.

Toutefois, l'assemblée générale extraordinaire peut décider, après avis de l'assemblée spéciale prévue à l'article 758, que les titulaires d'action à dividende prioritaire sans droit de vote recevront au lieu et place d'actions ordinaires, des actions à dividende prioritaire sans droit de vote qui seront émises dans la même proportion.

Art. 764 - Toute majoration du montant nominal des actions existantes à la suite d'une augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission s'applique aux actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Le dividende prioritaire prévu à l'article 755 est alors calculé, à compter de la réalisation de l'augmentation du capital, sur le nouveau montant nominal.

- **B.5. Prohibition**

Art. 765 - Le président et les membres du conseil d'administration, les directeurs généraux, ou directeurs généraux adjoints, les administrateurs généraux, les gérants d'une société en commandite par actions et leur conjoint ainsi que les enfants mineurs non émancipés ne peuvent détenir, sous quelque forme que ce soit, des actions à dividende prioritaire sans droit de vote émise par cette société.

- **B.6. Rachat par la société**

Art. 766 - Il est interdit à la société qui a émis des actions à dividende prioritaire sans droit de vote d'amortir son capital. En cas de réduction de capital non motivé par des pertes, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote sont, avant les actions ordinaires, achetées dans les conditions prévues aux deux derniers alinéas de l'article 767 et annulées.

Art. 767 - Les statuts peuvent donner à la société la faculté d'exiger le rachat, soit de la totalité de ses propres actions à dividende prioritaire sans droit de vote, soit de certaines catégories d'entre elles, chaque catégorie étant déterminée par la date de son émission.

Le rachat d'une catégorie d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote doit porter sur l'intégralité des actions de cette catégorie.

Le rachat ne peut intervenir que si le dividende prioritaire dû au titre des exercices antérieurs et de l'exercice en cours a été intégralement versé. Il ne peut être exigé par la société que si une stipulation particulière a été insérée à cet effet dans les statuts avant l'émission de ces actions. Il est décidé par l'assemblée générale statuant dans les conditions fixées aux articles 660 et suivants.

Les actions rachetées sont annulées conformément à l'article 670 et le capital réduit de plein droit.

Art. 768 - La valeur des actions à dividende prioritaire sans droit de vote est déterminée au jour du rachat. Elle est fixée d'un commun accord entre la société et une assemblée spéciale des actionnaires vendeurs, statuant selon les conditions de quorum et de majorité prévues aux articles 577 et suivants. En cas de désaccord, il est fait application de l'article 784.

Art. 769 - Il n'est pas tenu compte des actions à dividende prioritaire sans droit de vote pour l'application des règles relatives aux participations et aux filiales.

- **C - Paiement unique**

Art. 770 - Nonobstant toute clause contraire des statuts de la société émettrice, l'ensemble des intérêts, dividendes ou autres produits périodiques revenant aux actions pour un exercice social déterminé devra être payé en une seule fois.

La date du paiement unique sera fixée par l'assemblée générale des actionnaires. Cette dernière pourra toutefois charger le conseil d'administration de procéder à cette fixation.

- **§3. Droit préférentiel de souscription**

Art. 771 - Les actionnaires ont, proportionnellement au montant de leurs actions, un droit de préférence à la souscription des actions en numéraire émises pour réaliser une augmentation de capital.

Ce droit est négociable dans les mêmes conditions que l'action elle-même pendant la durée de la souscription.

Art. 772 - L'application des dispositions de l'article précédent ne peut être écartée que par l'assemblée générale statuant aux conditions de quorum et majorité d'une assemblée extraordinaire. Elle statue à peine de nullité sur le rapport du conseil d'administration ou de l'administrateur général, selon le cas, et sur celui du commissaire aux comptes.

Le conseil d'administration ou l'administrateur général, selon le cas, indiquent dans leur rapport à l'assemblée générale les motifs de l'augmentation de capital, ainsi que les personnes auxquelles seront attribuées les actions nouvelles et le nombre d'actions attribuées à chacune d'elles, le taux d'émission, et les bases sur lesquelles il a été déterminé.

- **SECTION III**

- **Négociabilité des actions**

Art. 773 - Les actions ne sont négociables qu'après immatriculation de la société au registre du commerce et des sociétés ou de l'inscription de la mention modificative à la suite d'une augmentation de capital.

Art. 774 - La négociation de promesse d'actions est interdite à moins qu'il ne s'agisse d'actions à créer à l'occasion de l'augmentation de capital d'une société dont les anciennes actions sont déjà inscrites à la cote officielle d'une bourse de valeurs. En ce cas, la négociation n'est valable que si elle est effectuée sous la condition suspensive de la réalisation de l'augmentation de capital. A défaut d'indication expresse, cette condition est présumée.

Art. 775 - Les actions de numéraire ne sont négociables qu'après avoir été entièrement libérées.

Art. 776 - Les actions demeurent négociables après la dissolution de la société et jusqu'à la clôture de la liquidation.

Art. 777 - L'annulation de la société ou d'une émission d'actions n'entraîne pas la nullité des négociations intervenues antérieurement à la décision d'annulation si les titres sont réguliers en la forme. Toutefois, l'acquéreur peut exercer un recours en garantie contre son vendeur.

• **SECTION IV**

• ***Transmissibilité des actions***

Art. 778 - Les actions sont en principe librement transmissibles. La transmission des actions s'opère selon les modalités suivantes :

- 1° pour les sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne :
 - a) - par transfert sur les registres de la société pour les actions nominatives, les droits du titulaire résultant de la seule inscription sur les registres de la société ;
 - b) - par simple tradition pour les actions au porteur. Le porteur du titre est réputé en être le propriétaire;
- 2° pour les sociétés faisant appel public à l'épargne : outre l'option pour les modalités ci-dessus, qu'elles soient nominatives ou au porteur, les actions peuvent être représentées par une inscription dans un compte ouvert au nom de leur propriétaire et tenu soit par la société émettrice, soit par un intermédiaire financier agréé par le Ministre chargé des Finances ; la transmission s'opère alors par virement de compte à compte.

SECTION V

Limitations à la cession des actions

Art. 779 - Nonobstant le principe de la libre transmissibilité énoncée à l'article 778, les statuts peuvent stipuler certaines limitations à la transmission des actions dans les conditions ci-après :

1° les clauses de limitation ne sont valables dans une société que si toutes les actions sont nominatives ;

2° les statuts peuvent prévoir que la transmission d'actions à un tiers étranger à la société, soit à titre gratuit, soit à titre onéreux, sera soumise à l'agrément du conseil d'administration ou de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ;

3° les limitations à la transmission des actions ne peuvent s'opérer en cas de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de cession soit à un conjoint, soit à un ascendant ou un descendant.

Art. 780 - Si l'agrément est conféré par l'assemblée, le cédant ne prend pas part au vote et ses actions sont déduites pour le calcul du quorum et de la majorité. Il en est de même si le cédant est administrateur lorsque l'agrément est donné par le conseil d'administration.

Art. 781 - Si une clause d'agrément est stipulée, le cédant joint à sa demande d'agrément adressée à la société par lettre recommandée ou tout autre moyen laissant trace écrite, les nom, prénoms, qualité et adresse du cessionnaire proposé, le nombre d'actions dont la transmission est envisagée et le prix offert.

Art. 782 - L'agrément résulte soit d'une notification, soit du défaut de réponse dans le délai de trois mois à compter de la demande.

Art. 783 - Si la société n'agrée pas le cessionnaire proposé, le conseil d'administration ou l'administrateur général, selon le cas, sont tenus dans le délai de trois mois à compter de la notification du refus, de faire acquérir les actions soit par un actionnaire, soit par un tiers, soit avec le consentement du cédant, par la société en vue d'une réduction de capital.

Art. 784 - A défaut d'accord entre les parties, le prix de cession est déterminé à dire d'expert désigné par le président du tribunal de commerce statuant en référé à la demande de la partie la plus diligente.

Art. 785 - Si à l'expiration du délai de trois mois, l'achat n'est pas réalisé, l'agrément est considéré comme donné.

Toutefois, au cas où un expert avait été désigné par le président du tribunal de commerce pour fixer le prix, ce dernier pourrait proroger le délai pour une période qui ne peut excéder trois mois.

- **SECTION VI**
- ***Nantissement des actions***

Art. 786 - Si la société a donné son consentement à un projet de nantissement d'actions, ce consentement emporte agrément du cessionnaire en cas de réalisation forcée des actions nanties, à moins que la société ne préfère racheter ces actions sans délai en vue de réduire son capital.

Le projet de nantissement d'actions n'est opposable à la société que s'il a été agréé par l'organe désigné à cet effet par les statuts pour accorder l'agrément à la transmission des actions.

Art. 787 - Le projet de nantissement doit avoir été préalablement adressé à la société, par lettre recommandée ou tout autre moyen laissant trace écrite, indiquant les nom, prénoms et le nombre d'actions devant être nanties.

L'accord résulte soit d'une acceptation du nantissement communiquée dans les mêmes formes que la demande d'agrément du nantissement, soit du défaut de réponse dans le délai de trois mois à compter de la demande.

- SECTION VII**
- Défaut de libération des actions***

Art. 788 - Les actions de numéraire doivent être libérées au moins du quart de leur valeur à la souscription, le solde étant versé au fur et à mesure des appels du conseil d'administration dans un délai maximum de trois ans à compter de la date de souscription.

Art. 789 - Au cas de non paiement des sommes restant à verser sur les actions non libérées, aux époques fixées par le conseil d'administration ou l'administrateur général selon le cas, la société adresse à l'actionnaire défaillant une mise en demeure par lettre recommandée ou tout autre moyen laissant trace écrite.

Un mois après cette mise en demeure restée sans effet, la société poursuit de sa propre initiative la vente de ces actions. A compter du même délai, les actions pour lesquelles les versements exigibles n'ont pas été effectués cessent de donner droit à l'admission aux votes dans les assemblées d'actionnaires et elles sont déduites pour le calcul du quorum et des majorités.

A l'expiration de ce même délai d'un mois, le droit au dividende et le droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital attachées à ces actions sont suspendus jusqu'au paiement des sommes dues.

Art. 790 - Dans le cas visé à l'article 789 alinéa 2, la vente des actions cotées s'effectue en bourse; celle des actions non cotées est effectuée aux enchères publiques par un agent de change ou un notaire.

Avant de procéder à la vente prévue à l'alinéa précédent, la société publie dans un journal habilité à recevoir les annonces légales, trente jours après la mise en demeure prévue à l'article 789, les numéros des actions mises en vente. Elle avise le débiteur et, le cas échéant, ses codébiteurs de la mise en vente par lettre recommandée ou tout autre moyen laissant trace écrite contenant l'indication de la date et du numéro du journal dans lequel la publication a été effectuée. Il ne peut être procédé à la mise en vente des actions moins de quinze jours après l'envoi de l'avis.

L'actionnaire défaillant reste débiteur ou profite de la différence. Les frais engagés par la société pour parvenir à la vente sont à la charge de l'actionnaire défaillant.

Art. 791 - L'actionnaire défaillant, les cessionnaires successifs et les souscripteurs sont tenus solidairement du montant non libéré de l'action.

La société peut agir contre eux soit avant ou après la vente, soit en même temps pour obtenir tant la somme due que le remboursement des frais exposés.

Celui qui a désintéressé la société dispose d'un recours pour le tout contre les titulaires successifs de l'action. La charge définitive de la dette incombe au dernier d'entre eux.

- **SECTION VIII**
- ***Amortissement des actions***

Art. 792 - L'amortissement des actions par voie de tirage au sort est interdit nonobstant toutes dispositions contractuelles contraires.

- Chapitre 3 : Dispositions relatives aux obligations (articles 793 à 834)
 - Chapitre 4 : Autres valeurs mobilières (article 835 à 849)
- Loi N° 96-011 mise à jour par la loi N° 2003-051 sur le « fonds de portage et de privatisation ».
- Projet de Loi N° 23-2007 du 11 juin 2007 sur les investissements à Madagascar.
- Décrets relatifs aux BTA :
 - Décret N° 97-656 et décret N° 98-896, modifiés par le décret N° 2006-285 fixant les conditions de souscription des BTA par voie d'adjudication.
 - Décret N° 2005-003 du 4 janvier 2005 portant règlement général sur la comptabilité de l'exécution budgétaire des organismes publics.
 - Décret N° 2007-481 portant augmentation du capital de la Banque Centrale de Madagascar.