



Union africaine

**Services Conseils pour la conduite de l'Étude
technique sur la Création d'un marché régional virtuel
comme étape importante sur la voie à suivre vers la
création d'une Bourse panafricaine de Valeurs**

RAPPORT FINAL

29 novembre 2012



The International Securities Consultancy Limited

9A, Carfield Commercial Building, 75-77 Wyndham Street, Central, Hong Kong
Tel +852 2877 3417 ♦ Fax +852 3017 8360 ♦ info@isc-global.com ♦ www.isc-global.com

TABLE DES MATIÈRES

ABRÉVIATIONS	1
SOMMAIRE	2
I. STRUCTURE DU MARCHÉ RÉGIONAL VIRTUEL COMME ÉTAPE IMPORTANTE SUR LA VOIE D'UNE BOURSE PANAFRICAINNE DE VALEURS	4
Introduction	4
Aperçu général	4
Règles et Règlementations	6
Technologie	6
Cotation	7
Intermédiaires	7
Systèmes internes des entreprises participantes	8
Bourses	9
Système des échanges	9
Surveillance	10
Compensation et règlement	10
Obstacles aux marchés	11
II. MODÈLES INTERNATIONAUX	11
Europe	11
Amérique latine	14
Les Caraïbes	14
Asie	15
III. LEÇONS APPRISSES DE L'EXPÉRIENCE EUROPÉENNE	15
Introduction	15
Une Bourse dominante	15
Monnaie et système juridique communs	16
Harmonisation des règles et des règlementations	16
Technologie des échanges	16
Compensation et règlement	17
Admission croisée à la cote	18
Passeport commun	19
IV. VUES DES ACTEURS ÉCONOMIQUES EN AFRIQUE	19
Base de la présente section	19
Étude de faisabilité	20
Atelier de validation	21
Vues actualisées	22
Vues des groupements régionaux	22
V. OBSTACLES MACROÉCONOMIQUES	22
Aperçu général	22
Le contrôle des échanges et autres obstacles aux flux transfrontaliers de capitaux	22
Absence de liens économiques régionaux	27
Divergences importantes dans le développement du marché financier et du marché de capitaux	29
Développement inadéquat des Institutions d'épargne	32
Appropriation mutuelle de bourses	33
Conclusions	34
Voie à suivre	35

VI.	RECOMMANDATIONS POUR DES NORMES COMPTABLES APPROPRIÉES	37
	Exigences de la Bourse	37
	Normes comptables recommandées	37
	Vers l'adoption des normes comptables internationales	38
	Admission croisée à la cote et cotation secondaire	38
	Auditeurs et comptables	39
	Normes internationales d'établissement de rapports financiers	39
VII.	PROCESSUS DE RÈGLEMENTATION RECOMMANDÉS EN VUE D'UN MARCHÉ EFFICACE ET RÈGLEMENTÉ DE MANIÈRE APPROPRIÉE.....	41
	Introduction	41
	Financement de l'Organisme de surveillance de la Bourse.....	41
	Caractéristiques pour un marché efficace.....	42
	Liquidité de marché.....	43
	Efficacité interne	44
	L'intégrité de marché	45
	Surveillance du marché en temps réel.....	45
VIII.	CONDITIONS RECOMMANDÉES POUR L'ADMISSION À LA COTE DE LA BOURSE RÉGIONALE VIRTUELLE.....	46
	Introduction	46
	Consultation avec la Bourse	47
	Composantes clés à inclure dans les conditions d'admission à la cote	47
	Autorité de la Bourse.....	48
	Acteurs du régime de cotation.....	48
	Parrains.....	48
	Vérificateurs, comptables et conseillers IFRS.....	49
	Responsabilités des commissaires aux comptes et des conseillers IFRS	50
	Annexes à soumettre	51
	Conditions d'admission à la cote de Bourse.....	51
	Méthodes et Procédures de cotation des valeurs mobilières en Bourse	52
	Déclarations avant l'admission à la cote et prospectus	53
	Circulaires, Pré-admission à la cote ; Déclarations/Prospectus et Annonces.....	54
	Obligations permanentes	55
	Sections spéciales portant sur différents types d'entreprises et titres spécialisés.....	58
	Documentation	58
	Documents à communiquer sur les opérations sur titres	58
	Documents à soumettre par le biais d'un parrain	59
	Double cotation et cotation en Bourse par des entreprises étrangères	59
IX.	CONDITIONS RECOMMANDÉES AUX PARTICIPANTS AUX ÉCHANGES DE LA BOURSE RÉGIONALE VIRTUELLE.....	60
	Introduction	60
	Conditions d'octrois de Licences aux entreprises participantes.....	60
	Connaissance de la réglementation requise de leurs opérateurs et agents de conformité	64
X.	RECOMMANDATIONS POUR UN RÉSEAU APPROPRIÉ D'INFRASTRUCTURES ET DE TÉLÉCOMMUNICATIONS	66
	Conception globale.....	66
	Composantes des systèmes.....	68
	Connectivité	69
	Autres Options.....	71

XI. CONDITIONS RECOMMANDÉES POUR LE SYSTÈME DE COMPENSATION, DE RÈGLEMENT, DE PAIEMENT ET DE DÉPÔT RELATIF AU MARCHÉ RÉGIONAL VIRTUEL.....	74
Introduction	74
Base juridique pour la compensation et le règlement.....	74
Date de règlement.....	75
Règlement.....	75
Compensation.....	76
Dépôt	78
Paiement.....	79
XII. CONDITIONS D'UN SYSTÈME DES ÉCHANGES	79
Échanges automatiques	79
Accès technique.....	80
Structure de marché.....	80
Types d'ordres.....	81
Paramètres d'ordre.....	82
Actions d'ordres	82
Marchés et Conseils d'administration	83
Séance de marché.....	83
Comptes des investisseurs/Pré-validation	84
Mesures de sauvegarde.....	84
Indices	85
Actions d'entreprise	85
Gestion de risques	85
XIII. INTERACTION RECOMMANDÉE ENTRE LES DIVERS ORGANISMES DE SURVEILLANCE DE LA BOURSE ET LA BOURSE	85
Introduction	85
Niveaux d'interaction entre les Organismes de surveillance de la Bourse et la Bourse.....	86
Processus de renouvellement de licences	87
XIV. CONDITIONS RECOMMANDÉES POUR LES SYSTÈMES DE SURVEILLANCE DE LA BOURSE ET DE L'ORGANISME DE SURVEILLANCE DE LA BOURSE	88
Introduction	88
Contributions.....	88
Fonctionnalité.....	88
XV. INSTRUMENTS JURIDIQUES POUR LA CRÉATION D'UNE BOURSE RÉGIONALE VIRTUELLE DE VALEURS	91
XVI. DÉVELOPPER UN PLAN DIRECTEUR POUR LA CRÉATION D'UNE BOURSE PANAFRICAINNE DE VALEURS	98
Aperçu	98
Étape 1 : Obtenir l'engagement du groupe ou sous-groupe régional.....	99
Étape 2 : Constituer le Comité directeur	100
Étape 3 : Nommer un chef de projet.....	100
Étape 4 : Établir des groupes de travail.....	100
Étape 5 : Élaborer un plan de mise en œuvre chiffré pour le marché régional virtuel	103
XVII. DÉTERMINER LE COÛT TOTAL DE MISE EN PLACE ET EN FONCTION DE LA BOURSE PANAFRICAINNE DE VALEURS	104

Abréviations

UMA	Union du Maghreb arabe
ASEA	Association des bourses africaines
ASEAN/ANASE	Association des nations de l'Asie du Sud-est
UA	Union africaine
Commission de l'UA	Commission de l'Union africaine
CC&G	Cassa di Compensazione e Garanzia SpA
CCP	Contrepartie centrale
CEN	Réseau de la Bourse des Caraïbes
CEN-SAD	Communauté des États sahélo-sahariens
CMA	Zone monétaire commune
COMESA	Marché commun de l'Afrique de l'Est et australe
COSSE	Comité de la Bourse de la SADC
DvP	Livraison contre paiement
CAE	Communauté de l'Afrique de l'Est
CE	Contrôle des échanges
CEEAC	Communauté économique des États de l'Afrique centrale
CEDEAO	Communauté économique des États de l'Afrique de l'Ouest
ECSE	Marché des valeurs mobilières de l'Est des Caraïbes
EMCF	Fonds européen de compensation multilatérale
UE	Union européenne
IDE	Investissement direct étranger
FIX	Échange d'information financière (Protocole)
IASB	Conseil des normes comptables internationales
IFRS	Normes internationales d'information financière
IGAD	Autorité intergouvernementale pour le développement
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
AISS	Association internationale de la sécurité sociale
JSE	Bourse de Johannesburg
LSEG	Bourse du Groupe de Londres
MILA	Marché intégré de l'Amérique latine
PAM	Procole d'accord multilatéral
PA	Protocole d'accord
MTF	Système multilatéral de négociation
CER	Communauté économique régionale
RTGS	Règlement brut en temps réel
SADC	Communauté de développement de l'Afrique australe
SGC	Bourse de Singapour
TMX	Bourse de Toronto
XAF	Franc CFA (Afrique centrale)
Xetra	Exchange Electronic Trading (plate-forme électronique d'échanges de titres financiers de la Deutsche Börse)
XOF	Franc CFA (Afrique de l'Ouest)

Sommaire

1. Nos propositions pour un marché régional virtuel ont été fondées sur :
 - L'expérience internationale ;
 - Les recommandations de l'Atelier de 2008 sur la validation du rapport sur l'Étude de faisabilité relative à la création d'une Bourse panafricaine de valeurs, selon lesquelles la création d'une Bourse panafricaine devrait :
 - S'inspirer des bourses existantes ; et
 - Être le produit de la création et des connexions des bourses nationales ou régionales.
2. Les modalités essentielles de la Bourse proposée sont les suivantes :
 - un groupe de marchés établit le principe d'un marché régional virtuel ;
 - les entreprises dûment établies dans ces pays reçoivent l'autorisation d'émettre des titres au public par le biais du régulateur du pays dans lesquels elles sont établies ; cette autorisation permet la vente de leurs valeurs mobilières au public dans tous les pays du groupe ;
 - ces entreprises pourront alors demander l'admission à une bourse au sein du groupe et elles devraient être acceptées à condition de satisfaire les conditions de cotation en bourse ; l'on s'attend à ce que les entreprises ne recherchent que la cotation à une seule bourse, mais cela ne les empêche pas d'effectuer des cotations multiples, si elles le désirent ;
 - Les intermédiaires reçoivent une licence octroyée par l'Organisme de surveillance de la Bourse de leur pays d'origine et leur conformité aux conditions d'octroi de licence est contrôlée par ce régulateur ; ils peuvent, toutefois, demander à négocier dans tous les marchés du groupe et devraient être acceptés à condition de satisfaire les conditions techniques (telles que les besoins relatifs à la connectivité au système) ; et
 - La technologie est partagée dans la plus grande mesure possible et la sous-traitance peut être assurée par un fournisseur de technologie commerciale ou une entreprise distincte établie par le groupe ; chaque marché demeure cependant responsable des règles liées aux opérations de négociation, de compensation, de règlement et de dépôt.
3. Les principaux avantages de ce modèle sont les suivants :
 - il n'est pas nécessaire d'achever l'harmonisation des législations, règlements, monnaies et autres infrastructures « souples » au sein du groupement régional :

- « la mise en commun » des coûts technologiques (infrastructure physique) peut se traduire par des économies très importantes pour le marché dans son ensemble, permettant ainsi aux courtiers et aux investisseurs de réduire leurs coûts des transactions et les coûts connexes ; et
 - les marchés peuvent se joindre au groupe après un certain temps.
4. Notre examen de la situation africaine, ajouté aux expériences d'intégration dans d'autres régions ont révélé un certain nombre de facteurs susceptibles de présenter des difficultés dont les principales sont :
- les contrôles du change (CE) et les obstacles similaires aux flux transfrontaliers de capitaux ;
 - le faible niveau d'intégration économique entre les pays africains ; et
 - la grande diversité de développement des marchés financiers.
5. Dans la mesure où le modèle de marché régional a été accepté comme étant l'aspect central de ce projet, une structure de gouvernance supranationale n'est pas nécessaire étant donné que le modèle régional virtuel est fondé sur des protocoles d'accord signés entre les différents organismes de surveillance de la Bourse nationaux participant au marché régional virtuel.
6. Toutefois, les organismes de surveillance de la Bourse devraient avoir leur propre « association des organismes de surveillance de la Bourse » sur une base régionale et/ou de communauté économique dans le cadre de laquelle les questions d'intérêt commun seront discutées et résolues. En substance, il s'agira d'une version de niveau régional/communauté économique de l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs), qui est l'Organisation internationale des organismes de surveillance de la Bourse nationaux (commissions des valeurs mobilières).

I. Structure du marché régional virtuel comme étape importante sur la voie d'une Bourse panafricaine de valeurs

Introduction

1. Nos propositions pour un marché régional virtuel ont été fondées sur :
 - L'expérience internationale (voir la section ci-dessous intitulée « Modèles internationaux ») ;
 - Les recommandations de l'Atelier de 2008 pour la validation du rapport relatif à l'Étude de faisabilité sur la création d'une Bourse panafricaine de valeurs¹ ; (voir section ci-dessous intitulée « Vues des acteurs économiques en Afrique), selon lesquelles la création d'une Bourse panafricaine devrait :
 - Être fondée sur les bourses existantes ; et
 - Être le produit de la création et des connections des bourses nationales ou régionales.

Aperçu général

Modalités

2. Les transactions effectuées sur les marchés des titres mobiliers impliquent le négoce, la compensation, le règlement et la conservation. Des marchés efficaces et transparents, des systèmes de compensation et de règlement efficaces, des coûts de transaction réduits, des systèmes bancaires solides et un cadre juridique solide sont par conséquent des prérequis pour parvenir à une exécution ordonnée des marchés des valeurs mobilières
3. Nous donnons une vue schématique du modèle boursier proposé à la figure 1.
4. Les Modalités essentielles de la bourse proposée sont les suivantes :
 - Un groupe de marchés établit le principe d'un marché régional virtuel ;
 - les entreprises qui sont enregistrées dans ces pays reçoivent l'autorisation, du régulateur de leur pays de constitution, d'émettre des valeurs mobilières au grand public ; cette autorisation leur permet de vendre leurs titres au grand public dans tous les pays du groupe ;
 - ces entreprises pourront alors demander l'admission à la cote à une bourse au sein du groupe et seront acceptés à condition de satisfaire les

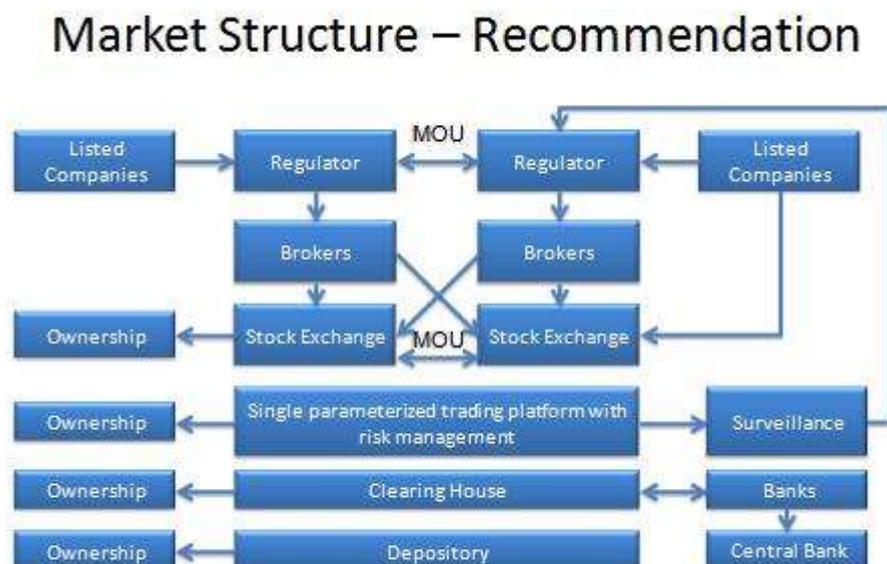
¹ Le Rapport sur l'Étude de faisabilité relative à la création d'une Bourse panafricaine de valeurs en date de décembre a été élaboré par le Département des Affaires économiques de la Commission de l'Union africaine. Un Atelier de validation de l'étude mentionnée s'est tenu à Addis-Abeba les 6 et 7 novembre 2008 pour examiner le rapport de 2008 et le rapport sur cet atelier a également été produit.

conditions de cotation en bourse ; l'on s'attend à ce que les entreprises ne recherchent que la cotation à une seule bourse, mais cela ne les empêche pas d'effectuer des cotations multiples, si elles le désirent ;

- Les intermédiaires reçoivent une licence octroyée par l'Organisme de surveillance de la Bourse de leur pays d'origine et leur conformité aux conditions d'octroi de licence est contrôlée par ledit organisme ; ils peuvent, toutefois, demander à négocier dans tous les marchés du groupe et devraient être acceptés à condition de satisfaire les conditions techniques telles que les besoins relatifs à la connectivité au système ; et
- La technologie est partagée dans la plus grande mesure possible et la sous-traitance peut être assurée par un fournisseur de technologie commerciale ou une entreprise distincte établie par le groupe ; chaque marché demeure cependant responsable des règles liées aux opérations de négociation, de compensation, de règlement et de dépôt.

5. Nous donnons une vue schématique du modèle boursier proposé à la figure 1.

Figure 1 : Modèle proposé : Marché régional virtuel



Avantages

6. Le principal avantage de ce modèle est qu'il n'est pas nécessaire d'achever l'harmonisation des lois, règlements, règles, monnaies ou autres infrastructures « douces » au sein du groupement régional. Toutefois, il convient de prendre une mesure d'harmonisation et d'établir les normes de base, dans ce cadre où les priorités nationales et les variations peuvent être prises en compte.

7. La mise en commun des coûts technologiques peut entraîner des économies très importantes pour le marché dans son ensemble, et permettre ainsi aux courtiers et aux investisseurs de réduire leurs coûts de transactions et les coûts connexes.
8. Les marchés peuvent se joindre au groupe, pendant une période donnée. Cela signifie qu'un noyau peut être créé, qui sera rejoint par certains au fur et à mesure que d'autres deviennent éligibles, c'est-à-dire qu'ils répondent aux critères de base définis par le groupe. Le marché régional virtuel n'attend donc pas le membre le plus lent pour améliorer son efficacité.

Règles et Règlementations

9. Ce que nous pouvons apprendre de l'expérience internationale, c'est qu'aucun modèle de réglementation ne sera satisfaisant pour les marchés régionaux ou marchés régionaux virtuels qui devraient se développer en Afrique. Toutefois, quelques structures de base peuvent être mises en place pour faciliter leur croissance. Il s'agit de :
 - Les organismes nationaux de surveillance de la Bourse devraient établir des normes réglementaires équivalentes pour les intermédiaires ;
 - Il conviendrait de signer des protocoles d'accord entre les organismes de surveillance de la Bourse pour permettre aux intermédiaires d'une autorité de réglementation reconnue d'accéder aux marchés relevant de leur compétence ;
 - Il convient de procéder aux échanges afin de faciliter l'accès à distance aux intermédiaires agréés ; et ;
 - De procéder aux échanges visant à développer les conditions d'admission à la cote qui permettent aux entreprises étrangères d'être également cotées à la bourse locale.
10. De plus :
 - Toutes les conditions qui empêchent les entreprises établies dans un pays d'être cotées à d'autres bourses devraient être levées au moins par rapport à d'autres pays du groupe ; et
 - Les restrictions générales sur la l'appropriation étrangère doivent être levées tant par les entreprises que par les gouvernements.

Technologie

11. Au plan technologique, toute technologie appropriée peut être considérée comme base pour le partage régional. Dans le cadre du marché d'aujourd'hui, quelques bourses développent leurs propres systèmes et la plupart sont des systèmes d'achat auprès des fournisseurs de systèmes de change. L'utilisation de systèmes appartenant à des tiers peut atténuer le problème

d'un marché commun au sein d'un groupe dominant la technologie, étant donné toutes les sensibilités politiques et liées à la taille du marché qui peuvent entraver les négociations.

12. Dans de nombreux cas, les fournisseurs de technologies sont disposés à offrir des solutions novatrices pour résoudre les problèmes du marché. Dans certains cas, ils fourniront non seulement des systèmes, mais ils les exploiteront aussi pour le compte d'un marché. Il se peut également qu'ils soient prêts à développer et à mettre en œuvre des systèmes sans charger de frais, mais en ne demandant qu'une commission pour la transaction. Ceci pourrait être utile lorsque le système est utilisé par plus d'un marché et que tous les marchés ne seront pas disposés à utiliser le nouveau système en même temps.
13. Certains marchés financiers en Afrique (par exemple la Bourse de Johannesburg) disposent déjà d'une technologie qui pourrait facilement être actualisée pour fournir des services à un marché régional. Toutefois, les offres de cette technologie n'ont pas encore été acceptables à d'autres bourses. Si la JSE était, par exemple, préparée à mettre en place une entreprise technologique distincte avec des actions offertes à d'autres bourses ou même au grand public, l'offre pourrait alors être acceptable dans la mesure où toute peur d'une concurrence déloyale de la part d'une bourse pourrait être dissipée/atténuée

Cotation

14. Il est souhaitable que les conditions d'admission à la cote des bourses au sein du groupe soient harmonisées autant que possible. Toutefois, il n'est pas nécessaire qu'elles soient identiques et quelques petites différences nationales peuvent être maintenues.
15. Les conditions d'admission à la cote permettront la cotation des entreprises dûment établies dans d'autres pays du groupe. Elles pourront de même permettre la cotation des entreprises étrangères.
16. Les entreprises qui souhaitent l'introduction en bourse peuvent par conséquent demander l'admission à la cote d'une bourse quelconque au sein du groupe, à condition de satisfaire les conditions d'admission. L'entreprise devra de même répondre aux exigences de la Législation sur les entreprises dans le pays où elle est dûment établie, même si cela ne devrait pas empêcher ou entraver la cotation au niveau régional.

Intermédiaires

17. Les intermédiaires obtiennent des licences par le biais de l'Organisme de surveillance de la Bourse et font l'objet de rapports réguliers et d'inspection par ledit organisme. Toutefois, à la suite d'un protocole d'accord signé entre l'autorité de contrôle de la Bourse au sein du groupe, les intermédiaires peuvent accéder directement, mais à distance, à tous les marchés du groupe.

18. Les intermédiaires devront satisfaire les conditions techniques pour accéder au système d'échange commercial et devront prendre les dispositions nécessaires pour accéder au système d'échange commercial à distance et effectuer des règlements efficaces et en temps opportun. Cela impliquera probablement un accès direct, bien qu'à distance, au dépôt lié au marché et la nomination d'une banque de règlement dans le pays concerné.
19. En cas d'adoption de cette politique, les bourses devraient supprimer toutes les restrictions à l'adhésion afin de permettre l'accès aux membres étrangers et éloignés. Il ne devrait pas être difficile pour une bourse de séparer l'appropriation de la participation. Toutefois, lorsqu'une bourse reste encore une « mutuelle », c'est-à-dire que les propriétaires sont également des membres, il serait peut-être nécessaire de prendre des dispositions spéciales pour les membres éloignés. Une catégorie distincte d'adhésion pourrait être mise en place pour les membres étrangers. Cette catégorie de membres donnerait aux participants étrangers le droit d'accès au marché à des fins de négociation sur le marché, mais ne leur permettrait pas de négocier pour le compte des clients nationaux, à savoir, des clients des pays où est basée la bourse. L'entreprise participante à l'étranger devrait donc fournir des liquidités au marché, mais sans être en concurrence directe avec des courtiers locaux des entreprises locales.

Systemes internes des entreprises participantes

20. Dans le cadre des marchés internationaux, le développement des systèmes internes comptables et de gestion des risques des entreprises participantes incombe aux entreprises participantes individuelles, sous réserve de l'approbation par l'organisme local de surveillance de la Bourse. Quelques bourses (à l'instar de la Bourse de Johannesburg (JSE) et de la Bourse de Singapour) ont développé des systèmes comptables de courtage pour les entreprises participantes en tant que partie intégrante et obligatoire du système d'échange commercial. Toutefois, même si ceci offre de nombreux avantages en termes de contrôle et de surveillance de la réglementation, cela empêche les entreprises participantes d'utiliser leur propre système interne commun quel que soit le lieu où l'entreprise participante oriente ses ordres. De plus, l'entreprise participante ne peut être une division de courtage d'une plus grande opération comme une banque. L'entreprise doit être une entité capitalisée distincte.
21. Au plan international, de nombreux intermédiaires achètent un « ensemble » auprès des fournisseurs de TI qui peuvent également fournir une assistance constante. Une fois de plus, le recours au partage de technologie peut réduire leurs coûts.
22. L'utilisation d'un protocole international (comme FIX) pour communiquer avec des bourses est encouragée en vue de normaliser les interfaces.

Bourses

23. En vue de faciliter davantage les affaires aux entreprises participantes qui garantissent des liquidités en accédant à différentes bourses, les bourses devraient harmoniser autant que faire se peut leurs mécanismes d'échanges commerciaux et leurs règles commerciales. Toutefois, certaines caractéristiques nationales devraient être prises en compte.
24. Chaque bourse nationale peut avoir ses propres mécanismes de négociation commerciale. La plupart des bourses exploitent un système continu de rapprochement d'ordres pendant les jours d'opération. D'autres bourses utilisent un système de vente aux enchères (où les ordres sont acceptés et appariés pendant une courte période d'enchères dans la tentative d'effectuer des rapprochements pour un nombre maximum d'ordres à un cours donné). La plupart des systèmes de négociation commerciale sont basés sur des paramètres et peuvent prendre en compte différents mécanismes de négociation à un niveau de sécurité individuelle.
25. La bourse peut aussi avoir ses propres règles de négociation, par exemple, ses heures de négociation, sa taille de lots, ses mouvements de cours minimum et ses conditions de sauvegarde. Une fois de plus, les systèmes de négociation peuvent prendre en compte ces règles fixées à un niveau de sécurité individuelle.

Système des échanges

26. Afin de permettre un accès direct et à distance aux systèmes des échanges, il est nécessaire que les échanges soient automatiques et que l'accès ne soit pas limité aux seules entreprises participantes au sein d'un seul bâtiment ou dans un seul lieu. L'accès doit être commun à tous les marchés de la région, en utilisant un outil tel que le protocole FIX.
27. L'utilisation d'une plate-forme unique d'échange pour un groupement régional devrait réduire considérablement le coût technologique global et partant, le coût de fonctionnement du marché.
28. Lorsque les systèmes sont utilisés en commun, la structure de gestion doit être mise en place pour faire en sorte de ne pas accorder de préférence à un marché par rapport à un autre, et tous les marchés devraient avoir une responsabilité égale en matière de sécurité opérationnelle et de résilience du système. En ce qui concerne les marchés internationaux, ce résultat est généralement obtenu par le biais de :
 - Sous-traitance de l'exploitation quotidienne du système par un fournisseur de systèmes commerciaux ou un opérateur régional TI ; ou
 - l'établissement d'une entreprise technologique distincte, indépendante des marchés individuels pour la gestion technologique.

29. Les systèmes des échanges devraient également comprendre des services d'information de données boursières et de gestion des risques de contrepartie tels que les limites d'exposition.

Surveillance

30. Un solide système de surveillance s'avère important pour la crédibilité du marché pour les investisseurs tant nationaux qu'internationaux. Le modèle suppose que chaque bourse et chaque organisme de surveillance de la Bourse est chargé de réglementer sa propre affaire. Toutefois, les bourses peuvent utiliser un système de surveillance simple et si possible une administration commune de réglementation qui sera mise en place lorsqu'une activité suspecte est signalée à l'Organisme de surveillance de la Bourse approprié.

Compensation et règlement

31. Des systèmes de compensation et de règlement efficaces sont très importants pour attirer les investisseurs institutionnels et internationaux vers un marché. Il y a quatre étapes fondamentales entre une opération sur valeurs mobilières et l'acquittement du passif entre toutes les parties concernées (règlement). Ces étapes sont les suivantes :
- établissement des responsabilités pour le règlement (Compensation) ;
 - déplacement des valeurs mobilières entre les participants à une transaction (règlement en actions) ;
 - transfert d'argent entre les participants à une transaction (règlement des fonds), et
 - déplacement de la propriété juridique des titres.
32. Les investisseurs internationaux sont généralement plus attirés par un marché où une contrepartie centrale crédible prend la responsabilité de s'assurer que les opérations soient réglées. Ceci est particulièrement le cas lorsque les entreprises participantes sur le marché ont un besoin relativement faible d'adéquation des fonds propres. Les marchés régionaux devraient donc se demander si un consortium de banques locales peut faire fonctionner le système de compensation ou si une chambre de compensation internationale serait disposée à assurer cette responsabilité.
33. Les dépositaires s'avèrent également très importants pour le bon fonctionnement des marchés financiers. Ils doivent faire montre d'efficacité et de fiabilité et être en mesure d'effectuer le mode livraison contre paiement pour tous les participants. De plus, les dépositaires sont un exemple d'une organisation où le coût unitaire diminue considérablement au fur et à mesure de la croissance du volume des transactions traitées, signifiant que les coûts fixes sont importants et que les coûts variables (coûts liés à l'augmentation du volume) sont relativement faibles.

34. Toutefois, selon l'exemple de la Bourse NASDAQ OMX et des marchés nordiques (voir chapitre 11 sur les modèles internationaux ci-dessous), chaque marché est doté de son propre dépositaire et ce modèle pourrait être approprié pour les marchés régionaux africains. L'inconvénient de ce modèle est que les dépositaires sont coûteux à développer et à exploiter, car ils augmentent le coût de l'ensemble du marché par le biais du recours à des dépositaires distincts. Cependant, un marché régional virtuel pourrait commencer par utiliser des dépositaires distincts et passer par la suite à un dépositaire indépendant.
35. Les investisseurs internationaux exigent que la livraison et le paiement aient lieu sur la base de livraison contre paiement (LCP) ou, du moins, qu'ils soient protégés pendant le processus de règlement pour ne pas perdre leurs valeurs mobilières et des espèces. L'utilisation d'un système efficace de paiement interbancaire, de préférence le Système de règlement brut réel (RBTR), s'avère donc essentielle.

Obstacles aux marchés

36. La fusion des bourses de valeurs peut considérablement accroître la liquidité, réduire les coûts et contribuer au développement effectif des services financiers et à l'économie générale de la région en réduisant le coût de mobilisation des capitaux. Toutefois, si le développement d'un marché individuel est entravé par l'infrastructure juridique environnante, le régime fiscal ou des restrictions monétaires, le marché régional sera de même entravé (voir la Section ci-dessous intitulée « Les obstacles macro-économiques »).

II. Modèles internationaux

37. Dans cette section, nous avons établi la liste des appropriations et des structures opérationnelles majeures des principaux groupements internationaux. En plus de ces groupements, de nombreux marchés nationaux ont signé des protocoles d'accord et des accords de coopération les uns avec les autres.

Europe

38. La transition vers la fusion des marchés financiers en Europe à une longue histoire et la situation actuelle est plutôt complexe.
39. Les bourses/groupements majeurs en Europe sont les suivants :
 - Groupe de la Bourse de la CEE
 - Groupe Deutsche Börse ;
 - Groupe de la Bourse de Londres ;
 - NASDAQ OMX – Baltic ;
 - NASDAQ OMX – Nordic ; et
 - La Bourse de New York Euronext.

Groupe de la Bourse de la CEE

40. Ce groupe est l'actionnaire majoritaire des bourses de Vienne (Autriche), Budapest (Hongrie), Ljubljana (Slovénie) et Prague (République tchèque). Il a été lancé en septembre 2009. Le groupe opère sur la base du principe de « marché local », signifiant que les marchés locaux sont responsables des entreprises locales, mais coopèrent pour attirer et servir les entreprises et les investisseurs internationaux.
41. À l'heure actuelle ce groupe œuvre à :
- Mettre en place Xetra (la plate-forme de négociation développée par Deutsche Börse) en tant que système commun de négociation entre les quatre bourses de valeurs (deux d'entre elles utilisent déjà le système) ;
 - Développer l'adhésion croisée des membres ; et
 - Développer et mettre en place un système de compensation commun.
42. Il est encore tôt pour parler du succès ou non de ce groupement, compte tenu notamment des conditions de marché difficiles en Europe au cours des deux dernières années. Toutefois, il semble avancer dans la bonne direction.

Deutsche Börse

43. La Deutsche Börse est une entreprise cotée. Ce groupe comprend :
- La Bourse de Francfort ;
 - Eurex (le marché des produits dérivés) ;
 - La Compensation Eurex (compensation centrale en contrepartie)
 - La Bourse Tradegate (plate-forme de transaction gré à gré) ;
 - STOXX Ltd (un fournisseur d'indices) ; et
 - Clearstream (un dépositaire international).
44. Deutsche Börse est également un fournisseur de technologie à d'autres marchés financiers (comme le Groupe de la Bourse de la CEE).
45. Au début de 2012 un projet de fusion entre Deutsche Börse et NYSE Euronext a été bloqué par la Commission européenne.

Groupe de la Bourse de Londres

46. Le Groupe de la Bourse de Londres (LSEG) détient et exploite la Bourse de Londres. Les Entreprises britanniques participantes effectuent leurs règlements par Euronet LCH, qui agit en tant que contrepartie centrale et Crest, le dépositaire du Royaume-Uni, qui est détenu par Euroclear.

47. Le LSEG détient et exploite également Borsa Italiana et la contrepartie centrale associée (CC & G) et le fournisseur des services post transactions (dépositaire), Monte Titoli.
48. En plus des marchés susmentionnés, le LSEG détient le Millénium, une entreprise de technologie qui fournit des services TI à la Bourse, et fournit également des systèmes des échanges à d'autres bourses. Le Groupe détient également une participation chez Turquoise, qui est une entreprise conjointe avec 12 banques, et fournit un système de négociation commerciale multilatérale (MTF).
49. En 2011, le LSEG a fait une offre d'achat de la Bourse de Toronto (TMX). Cependant, cette offre a été retirée suite à son rejet par les actionnaires de TMX.
50. Le LSEG et la Bourse de Johannesburg (JSE) entretiennent une relation de longue date. En 2002, la JSE a commencé à utiliser le système de négociation commerciale LSE grâce à un lien de communication avec Londres. Toutefois, après avoir souffert de l'interruption de cette liaison en 2011, la JSE décida d'utiliser le nouveau système de négociation commerciale du Millénium au niveau local. Le nouveau système est devenu opérationnel en juillet 2012.

NASDAQ OMX

51. NASDAQ OMX détient un certain nombre de marchés européens, comme suit :
 - NASDAQ OMX Baltic n'est pas une entité juridique. Il s'agit fondamentalement d'une « marque » en vertu de laquelle les différents marchés, Tallinn (Estonie), Riga (Lettonie) et Vilnius (Lituanie) opèrent. Les marchés partagent une plate-forme de négociation commerciale. Chaque marché dispose d'un dépôt qui est totalement ou majoritairement détenu par une société NASDAQ OMX.
 - NASDAQ OMX - Nordic a le même mode de fonctionnement que NASDAQ OMX Baltic. NASDAQ OMX Nordic n'est pas une entité juridique. Les marchés individuels, Stockholm (Suède), Copenhague (Danemark), Helsinki (Finlande) et Islande sont tous détenus par NASDAQ OMX. Ils ont été acquis sur une période allant de 1998 à 2006. La grande majorité des transactions effectuées sur les marchés de Stockholm, Helsinki et Copenhague est compensée par le biais de la chambre de compensation européenne multilatérale (EMCF) qui est détenue par Nasdaq MOC (22 %) et une banque néerlandaise (ABN Amro). Chaque marché a son propre système de dépôt, même si les dépôts liés aux marchés suédois et finlandais sont la propriété d'Euroclear.
 - NASDAQ OMX Armenia ; les règlements sont effectués par le biais d'un dépositaire central de titres (CSD) associé.

NYSE Euronext

52. La Bourse NYSE Euronext a été créée en 2000 lorsque les Bourses de Paris, Amsterdam et Bruxelles ont été fusionnées pour former Euronext NV. Elles ont été rejointes en 2002 par Lisbonne. Euronext NV a été acheté par NYSE en 2007 et le nom a été changé en NYSE Euronext, qui est une entreprise officiellement détenue et cotée à la Bourse de New York, à New York. Le groupe des marchés européens de NYSE Euronext utilisent la plate-forme technologique d'Universal Trading, exploitée en dehors de Paris.
53. La Bourse NYSE Euronext a recours à une entreprise dénommée LCH.Clearnet pour ses activités de compensation. Cette entreprise est née de la fusion du LCH au Royaume-Uni et de Clearnet, son équivalent français.
54. Le Groupe NYSE Euronext utilise Euroclear pour leurs opérations de dépôt.

Autres marchés européens

55. Pour votre information, la liste d'autres marchés européens figure dans **l'Annexe A**.

Amérique latine

56. En mai 2011, un Marché intégré de l'Amérique latine (MILA) a été créé par les Bourses du Chili, du Pérou et de la Colombie. Le nouveau marché financier permet la négociation croisée de toutes les valeurs cotées aux bourses participantes par les entreprises qui demandent leur admission à la nouvelle bourse. Le Mexique et le Panama semblent également rejoindre ce nouveau marché.
57. Outre la création du MILA, il était envisagé de fusionner les bourses colombiennes et péruviennes. Toutefois, cette proposition a été annulée à la suite d'une élection au Pérou.
58. Il est indiqué que le montant recueilli par le biais d'introductions en bourse a dépassé les attentes. Toutefois, même s'il est un peu tôt pour évaluer la performance de la nouvelle bourse, les volumes des échanges sont décevants. Cette situation est attribuable aux facteurs suivants :
 - absence d'un régime fiscal commun ;
 - absence d'une monnaie commune ;
 - différentes notation de crédit ;
 - différentes règles de titrisation ; et
 - manque de flottant dans les valeurs mobilières cotées.

Les Caraïbes

59. Les Caraïbes ont été dotées d'une Bourse régionale depuis plus de 10 ans. Un marché unique, la Bourse de valeurs de l'Est des Caraïbes (ECSE) fonctionne pour huit territoires de langue anglaise dans les Caraïbes de l'Est,

Anguilla, Antigua-et-Barbuda, Dominique, Grenade, Montserrat, Saint-Kitts-Et-Nevis, Sainte-Lucie et Saint-Vincent et les Grenadines.

60. En 1989, les Bourses de Barbade, Jamaïque et Trinité-et-Tobago ont proposé la création d'une Bourse de valeurs des Caraïbes (CEN) au sein de laquelle les titres pourraient être cotés et négociés dans le cadre de plusieurs bourses. Toutefois, à la date de février 2012, cette initiative n'avait pas vu le jour. Initialement, il avait été proposé de créer une banque de règlement unique, mais cette idée a été abandonnée depuis lors.

Asie

61. En Asie, la Bourse de Singapour (SGX) a fait une offre pour la Bourse de l'Australie en 2011, mais l'autorisation a été refusée par l'Organisme de surveillance de la Bourse de l'Australie.
62. La création d'une bourse est proposée pour l'Association des Nations de l'Asie du Sud-est (ANASE), d'autres bourses pouvant s'y joindre par étapes. Les premiers participants seraient les Bourses de Malaisie et de Thaïlande, suivies par les Bourses de Singapour et des Philippines, puis deux ou trois ans plus tard, par la Bourse de Ho Chi Minh et la Bourse de Jakarta. Toutefois, ces propositions sont à un stade très précoce et peu de détails concrets sont disponibles à l'heure actuelle.

III. Leçons apprises de l'expérience européenne

Introduction

63. À la lumière de l'analyse qui précède, l'expérience internationale ne fournit pas de directives claires pour le développement des marchés à l'échelle continentale ou même sur une base régionale. L'on s'attendait peut-être à ce que l'Europe, avec sa monnaie unique et son union politique, soit plus avancée dans ce domaine. Toutefois, il est évident que la consolidation des places boursières n'a pas suivi les formations des groupements politiques au sein de l'Europe.

Une Bourse dominante

64. Dans les années 90, la stratégie de la Bourse Deutsche Börse était d'absorber d'autres bourses pour devenir une bourse supranationale. Toutefois, cette stratégie n'a pas été acceptable pour d'autres bourses nationales qui craignaient de perdre leur identité, et la Bourse Deutsche Börse a ainsi diversifié ses marchés en offrant une vaste gamme de services aux entreprises internationales qui le désirent (être cotées) et aux investisseurs internationaux.

Monnaie et système juridique communs

65. Sur les 17 pays de la zone euro (l'Union politique la plus étroite), 9 n'appartiennent pas à un des groupes boursiers. Le groupe Euronext ne compte que des pays qui ont une monnaie commune. Le groupe de la CEE comprend 2 pays qui sont dans la zone euro et deux autres qui ne le sont pas. Le groupe NASDAQ OMX Nordic dispose d'une bourse nationale qui est dans la zone euro au sein de l'Union européenne, deux bourses nationales qui sont en dehors de la zone euro, mais au sein de l'Union européenne et une bourse qui est en dehors de l'Union européenne et donc en dehors de la zone euro (mais candidat à devenir membre de l'Union européenne).
66. Cela semble indiquer que la monnaie commune et un système juridique commun ne sont pas des préalables pour le développement de groupes boursiers au service des marchés nationaux, régionaux et internationaux.
67. Le succès relatif des groupes NASDAQ OMX semble indiquer que, si une monnaie commune et un système juridique commun ne sont pas des facteurs indispensables pour assurer le succès d'un groupe, une certaine communauté de vues et de base juridique, une monnaie stable, des normes de base communes de réglementation et une volonté de réaliser les économies nécessaires sur l'infrastructure et la technologie sont essentiels pour le renforcement d'un groupe.

Harmonisation des règles et des réglementations

68. Le développement de l'Union européenne (UE) et la question des différentes directives relatives au développement du marché des capitaux ont entraîné un niveau considérable d'harmonisation des réglementations dans les pays de l'UE. Cela à son tour, a affecté les pays qui ne font pas partie de l'Union, mais ont été (ou sont) candidats, ou encore comptent sur le commerce avec l'UE pour une part importante de leur économie.
69. Toutefois, aucun de ces groupes n'a totalement harmonisé ses règles et réglementations. Chaque pays applique ses propres réglementations et chaque marché, au sein d'un groupe, a maintenu certaines règles spécifiques.

Technologie des échanges

70. Le moteur commun de ces groupes et non seulement en Europe, semble être la technologie. Dans tous ces cas, les marchés au sein d'un groupe utilisent la même technologie de négociation, ce qui réduit nettement le coût global opérationnel du marché, qui à son tour, réduit les coûts pour les entreprises cotées (dans le cadre de la mobilisation des capitaux), ainsi que pour les investisseurs et les intermédiaires.
71. En matière de négociation, chaque marché a sa propre stratégie :

- CEE : ce groupe est en train de mettre en place le système de négociation Xetran, qui est un système développé et fourni par Deutsche Börse ;
- Deutsche Börse utilise sa propre technologie de négociation, mais fournit également cette technologie à d'autres marchés ;
- La Bourse de Londres et Borsa Italia utilisent les technologies de négociation de Millenium ; LSEG a récemment acheté Millenium, qui fournit également la technologie à d'autres marchés (comme la Bourse de Johannesburg) ;
- Le Groupe NASDAQ OMX utilise la technologie OMX, qui est également fournie à d'autres bourses ; et
- NYSE Euronext utilise la technologie de la plateforme du système des échanges Universal de NYSE Euronext

Compensation et règlement

Stratégies de groupe

72. Une fois de plus, chaque groupe a adopté sa propre stratégie de compensation et de règlement :
- Le Groupe de la CEE est en train d'élaborer un système commun de compensation, mais en conformité avec le principe du marché local, chaque marché ayant son propre dépositaire associé ;
 - Deutsche Börse a un système intégral de compensation et utilise Clearstream en tant que son dépositaire. Clearstream a été l'un des deux « systèmes² internationaux de compensation » et continue de fournir des services de compensation internationale pour les obligations et entretient des liens avec de nombreux autres marchés obligataires et les marchés des actions ;
 - La Bourse de Londres ne dispose pas entièrement d'un système de compensation ou d'un dépositaire utilisé par ses participants ; la chambre de compensation LCH.Clearnet était détenue à 83 % par ses utilisateurs et à 17 % par ses bourses associées ; LSEG a cependant acquis une participation de 71 % en avril 2012. Crest est détenue par Euroclear ;
 - NASDAQ OMX ; La grande majorité des transactions commerciales exécutées sur les marchés de Stockholm, Helsinki et Copenhague sont compensées par la Chambre de compensation européenne multilatérale (EMCF) qui est détenue par Nasdaq MOC (22 %) et une banque

² Euroclear et Clearstream ont été originellement établis pour le règlement des Euro obligations. Ils ont par la suite facilité le règlement des actions et développé des liens avec plusieurs bourses nationales. Ils sont connus maintenant comme des « chambres de compensation internationales ».

néerlandaise (ABN Amro). Chaque marché a son propre système de dépôt, bien que les dépositaires liés aux marchés suédois et finlandais soient la propriété de Euroclear ;

- NYSE Euronext utilise une société du nom de LCH.Clearnet pour ses activités de compensation. Elle met en place une chambre de compensation pour ses marchés de dérivés. Le Groupe NYSE Euronext utilise Euroclear pour ses opérations de dépôt.

Euroclear

73. Le groupe Euroclear a réorganisé sa structure en 2000 et 2001, en transformant le système de compensation de l'entreprise Belge Euroclear (Société Coopérative) en Euroclear Bank SA /NV, qui assure actuellement la gestion du Système Euroclear et fournit les services qui étaient offerts auparavant par Morgan Guaranty Trust Company de New York, succursale de Bruxelles. En 2005, une nouvelle société holding belge, Euroclear SA /NV, a été créée en tant que propriétaire de toute la technologie et des services communs fournis à chacun des dépositaires centraux des titres (CSD) d'Euroclear et aux dépositaires centraux internationaux de titres (ICSD).
74. Euroclear SA /NV appartient à Euroclear plc., une entreprise constituée en vertu des lois d'Angleterre et du Pays de Galles, qui est détenue par les participants au marché qui utilisent les services d'Euroclear en leur qualité de membres.
75. Euroclear plc. et Euroclear SA/NV ont des conseils d'administration indépendants composés de représentants des utilisateurs d'Euroclear (principaux participants du marché des valeurs mobilières), et d'anciens utilisateurs et actionnaires des entreprises fusionnées (Euroclear France et Euroclear Royaume-Uni et Irlande).
76. Le Conseil d'administration d'Euroclear plc. prend les décisions stratégiques au nom du groupe. Il décide notamment des investissements stratégiques et des entreprises conjointes ainsi que des alliances. Les droits de vote des actionnaires sont limités à 5 %. Le Conseil est assisté par plusieurs comités comprenant des administrateurs non exécutifs. Le Conseil d'administration d'Euroclear SA/NV compte 24 administrateurs, qui sont tous également membres du conseil d'administration d'Euroclear plc. Les conseils d'administration d'Euroclear définissent les orientations politiques et les objectifs du groupe Euroclear, s'assurent de leur mise en œuvre par le comité de gestion, et procèdent à l'évaluation de sa performance. Ces politiques comprennent, entre autres, la tarification, la gestion des risques et l'admission des membres.

Admission croisée à la cote

77. Durant les années 80, de nombreuses entreprises ont été cotées à plusieurs bourses différentes. Ces entreprises ont pensé que leur admission à la cote dans un pays où ils sont établis conduirait à une plus grande reconnaissance

de leurs entreprises. Pour encourager cette tendance, les bourses ont souvent changé les règles de cotation pour faciliter les cotations secondaires des entreprises à d'autres bourses internationales. Toutefois, les coûts élevés d'admission et les résultats décevants des entreprises concernées ont inversé cette tendance. Les bourses ont de même observé que les résultats des admissions croisées à la cote ont été décevants, car, à moins que la bourse du pays d'origine n'ait été extrêmement inefficace, les échanges ont tendance à rester concentrés sur le marché intérieur du titre.

78. Même à l'heure actuelle, de nombreuses entreprises sont cotées à plus d'une bourse. C'est particulièrement le cas des sociétés minières et d'autres très grandes entreprises qui opèrent au niveau international. Lorsque cela se produit, la compagnie est généralement cotée à la bourse du pays où elle est dûment établie (par exemple en Australie, au Canada ou en Afrique du Sud), et à l'un des grands marchés internationaux spécialisés dans son type d'activité (par exemple la Bourse de Londres, NYSE ou Nasdaq).

Passeport commun

79. Un évènement survenu en Europe, qui a contribué au développement de groupements régionaux a été la délivrance d'un passeport unique. En vertu de la législation de l'UE, les intermédiaires qui ont été réglementés dans un pays de l'UE sont en mesure d'accéder aux marchés d'un autre pays de l'UE, à condition de répondre aux conditions techniques d'accès. Fondamentalement, les intermédiaires ne sont pas tenus d'avoir une présence dans le pays dans lequel le marché est basé, mais peuvent communiquer à distance. En plus de l'accès au moteur de négociation, les entreprises participantes ont besoin de services pour mener à bien les transactions comme, par exemple, avoir un compte bancaire de règlement dans le pays concerné. Il a fallu du temps pour concrétiser ce développement, qui a eu un impact considérable sur l'efficacité du marché européen.

IV. Vues des acteurs économiques en Afrique

Base de la présente section

80. Dans le cadre des termes de référence et du temps imparti pour ce projet, Il n'a pas été possible de visiter et/ou d'interviewer les acteurs économiques concernés par la création d'une Bourse panafricaine (ou régionale) de valeurs. Cette section est par conséquent basée sur :
- Le rapport sur l'Étude de faisabilité relative à la création de la Bourse panafricaine de valeurs préparé par la Commission de l'Union africaine, Département des Affaires économiques, en date de décembre 2008 (voir l'**Annexe B**) ;
 - Un rapport de l'Atelier de validation de l'Étude de faisabilité susmentionnée, qui a eu lieu à Addis-Abeba (Éthiopie) les 6 et 7 novembre 2008 (voir l'**Annexe B**) ;

- Les informations données par les participants à cet Atelier sur leurs points de vue actuels sur ces questions.

Étude de faisabilité

81. Cette Étude a été menée par le Département des Affaires économiques de la Commission, principalement par le biais d'une enquête effectuée en novembre et décembre 2007, au moyen de questionnaires distribués à travers le continent et des missions qui se sont rendues dans un certain nombre de pays membres pour demander conseil auprès des institutions concernées et des agents économiques. La Commission s'est également appuyée sur l'abondante documentation existante sur le développement et le progrès des bourses en Afrique, et sur des données économiques nationales et continentales.
82. Les questionnaires ont été envoyés aux ministères des Finances, aux Banques centrales de tous les pays africains, aux Bourses et aux organismes de surveillance des marchés financiers, aux institutions bancaires, aux compagnies d'assurance et aux associations d'employeurs sélectionnés
83. Plus de 130 questionnaires ont été envoyés, dont 36 ont été remplis et retournés représentant 15 pays et couvrant 5 régions africaines. Le type de répondant était comme suit :
 - Bourses (6) ;
 - Autorité des marchés des capitaux (7) ;
 - Ministères des Finances (2) ;
 - Banques centrales (15) ;
 - Communautés économiques régionales (2) ; et
 - Autres répondants (4).
84. Le questionnaire comprenait deux parties : une partie portant sur la collecte des données et l'autre portant sur le sondage des participants sur le développement des marchés boursiers, le projet de la Bourse panafricaine et sur les conditions nécessaires pour la mise en place de cette dernière. Dans le présent rapport, nous nous concentrerons sur ces dernières questions.
85. Plus de 70 % des personnes interrogées ont pensé que la Bourse panafricaine permettrait d'améliorer la mobilisation et l'allocation des ressources financières, fournirait des économies d'échelle et des bons rapports cout-efficacité, et améliorerait l'efficacité, la liquidité et la transparence. Toutefois, près de 80 % de répondants pensent que le concept d'une Bourse panafricaine est prématuré, dans la mesure où les pays sont à des stades de développement différents. Nous sommes convaincus que le modèle proposé dans le présent rapport atténue cette difficulté.
86. Pratiquement tous les répondants estiment que tout développement devrait être :

- Basé sur les bourses existantes ; et
- résulter de la création et des liens entre les bourses nationales ou régionales.

Atelier de validation

87. L'Atelier de validation s'est tenu à Addis-Abeba en novembre 2008. Les participants étaient répartis en deux groupes afin de discuter des options présentées dans le rapport et de formuler des recommandations pour la création d'une Bourse panafricaine de valeurs.
88. Les participants ont pris note du fait que la création d'une Bourse panafricaine de valeurs doit se faire progressivement en s'inspirant des bourses existantes et en établissant des alliances étroites pour assurer le renforcement au niveau des Communautés économiques régionales et des sous-régions.
89. Ils ont également été d'avis qu'il existe un nombre considérable d'obstacles au développement des marchés de capitaux à l'échelle nationale et régionale qui devraient être surmontés avant que des progrès significatifs soient réalisés. Il s'agit, entre autres de :
- L'assouplissement et de la levée des contrôles des changes ;
 - Des progrès vers la convertibilité des monnaies (l'expérience européenne démontre que la convertibilité complète n'est pas nécessaire, mais les taux de change stables sont nécessaires pour encourager toute forme d'échanges transfrontaliers) ;
 - l'existence de règles claires, précises et applicables sur la faillite ;
 - l'existence de liens technologiques à un niveau minimal, ceux-ci nécessitant des réseaux de télécommunications stables et efficaces et un approvisionnement fiable en électricité ;
 - Des progrès anticipés pour l'assouplissement et la levée du contrôle des changes ;
 - le progrès anticipé pour la rationalisation des opérations de compensation et de règlement dans la mesure où leur efficacité et leur rentabilité dépendent de leur volume ;
 - les progrès envisagés et le mouvement vers la privatisation des fonds de retraite et des conditions qui encouragent et soutiennent la mise en place d'une culture de gestion des actifs du secteur privé et de l'industrie ; et
 - l'élimination des règlements prescrits pour l'allocation d'actifs (à l'instar des fonds de retraite) ou à tout le moins, l'engagement des gouvernements à les éliminer dans le court terme.
90. Nous sommes convaincus que le modèle proposé dans le présent rapport rend la création d'un marché régional de capitaux réalisable, et il ne sera un

succès que si les gouvernements apportent des solutions aux questions connexes énoncées ci-dessus.

Vues actualisées

91. Dans le cadre de ce projet, nous avons tenté de contacter tous les participants à l'Atelier de validation afin de solliciter leurs points de vue actuels. Nous n'avons reçu aucune réponse à notre requête.

Vues des groupements régionaux

92. Il a été convenu que la Commission de l'Union africaine prendra contact avec les huit Communautés économiques régionales (CER), COMESA, CAE, SADC, CEN-SAD, CEDEAO, CEEAC, IGAD, UMA et les associations régionales des bourses de valeurs ; COSSE, ASEA pour leur demander la situation actuelle des travaux entrepris et les progrès accomplis dans leurs domaines.
93. La Commission de l'UA n'a reçu aucune réponse à sa lettre.

V. Obstacles macroéconomiques

Aperçu général

94. Le concept d'intégration décrit dans le présent rapport aborde l'harmonisation des réglementations et des liaisons plutôt que la bourse supranationale. Cette section traite plus spécifiquement des obstacles qui se dressent devant cette entreprise.
95. Notre examen de la situation africaine, qui comprend les expériences d'intégration des autres régions, a révélé qu'il existe un nombre de facteurs pouvant poser des difficultés. Les principales mentionnées sont les suivantes :
- les contrôles des échanges (CE) et autres obstacles semblables des mouvements transfrontaliers de capitaux ;
 - l'intégration économique encore faible des états africains ; et
 - la grande diversité de développements du marché de capitaux

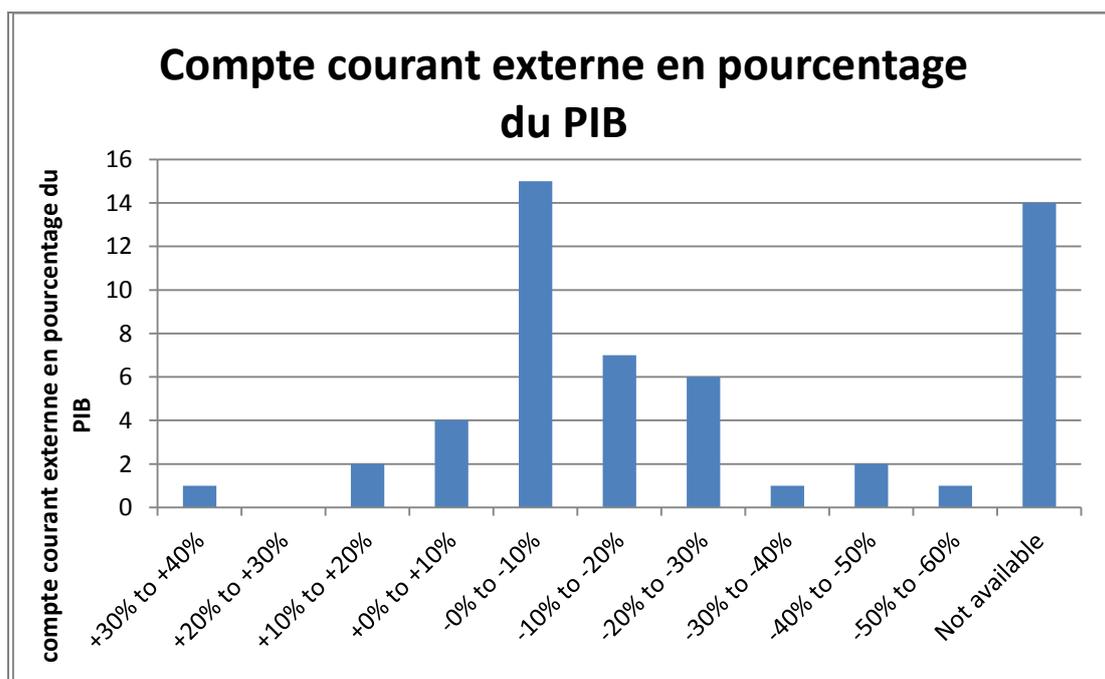
Le contrôle des échanges et autres obstacles aux flux transfrontaliers de capitaux

Obstacles typiques

96. Tout modèle d'intégration sous-entend la présence d'investisseurs d'un pays pouvant acheter des actifs d'un autre pays, ce qui n'est possible que si les deux pays bénéficient de la convertibilité de comptes de capitaux afin que :
- le pays de l'investisseur permette des sorties de fonds ; et que
 - le pays des actifs permette des entrées de fonds.

97. Les pays dont la balance de paiements enregistre des déficits persistants et qui ont une pénurie de devises qui en découle sont susceptibles de rencontrer des obstacles à l'exportation des capitaux. Il peut s'agir de :
- Structures formelles des règles de contrôle des changes qui limitent/interdisent l'exportation des capitaux. Celles-ci peuvent être à plusieurs niveaux à l'instar de la Zone monétaire commune couvrant l'Afrique du Sud, la Namibie, le Swaziland et le Lesotho où l'Afrique du Sud contrôle les entrées globales, et, en plus de cela, les pays ont chacun leur propre régime de contrôle de échanges. Elles peuvent de même, varier entre les types d'entités – L'Afrique du Sud permet aux individus d'investir à l'étranger, mais limite les montants qui peuvent y être investis à long terme.
 - Les structures moins formelles par lesquelles l'exportation des capitaux nécessite une autorisation au cas par cas de la Banque centrale qui, en pratique, n'est jamais accordée. Des nombreux exemples en Afrique comprennent le Mozambique où chaque transfert vers l'extérieur nécessite l'approbation préalable de la Banque centrale.
98. Les déficits de balance de paiements sont la norme en Afrique. Le Schéma 2 résume les résultats de la balance des paiements des comptes courants pour 2009 (la dernière année pour laquelle la plupart des pays ont produit des données). Sur les 53 pays, le compte courant de six pays avait une balance des paiements excédentaire en 2009. Les 47 autres n'ont pas donné de résultats ou étaient déficitaires.

Schéma 2 : Compte courant externe en pourcentage du PIB 2009



Source : Banque mondiale

99. Les pays qui affichent des déficits budgétaires persistants ont tendance à se méfier des entrées de devises. Ces entrées, à moins d'être stérilisées par l'émission d'obligations pour « éponger » la liquidité créée lorsque ces devises sont converties en monnaie nationale, entraînent l'expansion de la masse monétaire interne et des pressions inflationnistes. Les pays qui ont des déficits budgétaires doivent déjà mobiliser des fonds pour financer le déficit par des emprunts intérieurs qui sont difficiles, surtout si le marché obligataire local n'est pas bien développé. De manière générale, l'émission des obligations supplémentaires pour stériliser les entrées est supérieure à la force du marché obligataire local. Par conséquent, si un pays peut aimer la perspective des flux d'investissements étrangers, dans la pratique, la nécessité de stériliser conduira probablement à des contrôles quantitatifs de ces investissements étrangers. En 2008, la Banque mondiale disposait des données des déficits budgétaires sur 20 pays africains pour 2009. 6 pays sur les 20 étaient excédentaires et les 14 autres étaient déficitaires.
100. Par ailleurs les pays peuvent avoir :
- Des obstacles à l'appropriation étrangère des actifs nationaux : il est fréquent d'avoir des restrictions sur l'appropriation étrangère des terres et sur l'appropriation étrangère des industries jugées stratégiques. Certains pays vont plus loin et restreignent durement l'appropriation étrangère pour toutes les industries.
 - Une préférence pour les investissements directs étrangers (IDE) par rapport aux investissements de portefeuilles. Cela peut refléter une préférence politique ou une crainte plus précise de permettre des flux de portefeuilles qui sont souvent considérés comme des capitaux spéculatifs, signifiant des investissements qui peuvent être liquidés rapidement et avoir par conséquent un effet déstabilisateur. Il est intéressant de noter au passage que le régime de contrôle strict tend à encourager une approche de capitaux spéculatifs, étant donné que les investisseurs vont prendre plus facilement peur s'ils perçoivent un risque de blocage de leur capital. Cela est encore plus vrai avec des régimes de contrôle informels.

Sommaire de la situation en Afrique

101. De nombreuses monnaies africaines sont non convertibles : ce qui signifie qu'il existe des contrôles ou d'autres obstacles empêchant la convertibilité de ces monnaies en d'autres monnaies sans autorisation. L'obtention de cette autorisation nécessite généralement que la transaction apporte un bénéfice direct et immédiat au pays : comme le paiement pour les importations. Des contrôles peuvent être effectués sur les opérations touchant le compte de capital du reste des monnaies qui sont convertibles. Cette situation est présentée dans le Tableau 1 ci-dessous.

Tableau 1 : Pays africains qui n'ont pas de monnaies convertibles ou de contrôles des changes du compte de capital

	Nombre de	
	Pays	Monnaies
Monnaies non convertibles	28	28
Zones monétaires dont les monnaies sont non convertibles	14	2

Monnaies convertibles, mais avec des contrôles des changes du compte de capital	5	5
Monnaies convertibles et sans contrôles	6	6
	53	41

Source : Nordea.com, Exchangecontrol.net, Commission de l'UA.

102. Le Tableau ci-dessus montre que seuls six pays ont déclaré qu'ils n'effectuent pas de contrôle sur les flux bidirectionnels de capitaux. Tous les autres pays ont une monnaie entièrement non convertible ou des contrôles sur les flux de capitaux.
103. Toutefois, ceci est une surestimation du niveau de contrôle : de nombreux pays, dont Maurice, le Kenya et le Nigeria, ont assoupli ou supprimé les contrôles sur les investissements de portefeuilles. Ces allègements peuvent, à première vue, sembler résoudre le problème du contrôle des changes au moins pour les pays qui ont des entrées de capitaux libres. Cependant, les contrôles qui sont encore effectués demeurent un obstacle à l'intégration du marché des capitaux pour deux raisons :
- Les investisseurs étrangers ont tendance à être nerveux par l'existence de contrôles, même lorsque ces contrôles permettent des entrées de capitaux. Lorsqu'il y a des contrôles, il existe toujours la possibilité que les autorités, s'ils perçoivent une crise, réimposent des contrôles sur les capitaux étrangers pour les empêcher de retirer leurs fonds. La Thaïlande en 2007 et la Malaisie en 1998 sont des exemples de pays qui, à court terme, ont radicalement changé leur manière de traiter les investissements de portefeuilles et, en conséquence, les deux pays sont confrontés à une grave perte de crédibilité auprès des investisseurs étrangers.
 - Un marché africain de capitaux véritablement intégré nécessite que les Africains investissent dans d'autres pays africains. L'existence de restrictions sur le contrôle des échanges signifie que de manière générale, les investisseurs africains ne peuvent pas obtenir les capitaux en devises étrangères pour investir dans d'autres pays africains. Cela étant le cas, les seules entrées ne pourront provenir que de l'extérieur de l'Afrique. Le résultat serait un marché africain dominé par des investisseurs non africains – ce qui est tout à fait inconcevable.

Les obstacles aux contrôles de changes peuvent-ils être réduits ?

104. Les contrôles des changes quasi universels en Afrique constituent un obstacle majeur et, à notre avis, l'obstacle le plus important au développement d'un marché financier régional. Il existe des modèles acceptables pour un marché régional qui utilisent des proxys/des produits dérivés afin d'atténuer les effets du contrôle des changes, et nous allons brièvement mentionner trois d'entre eux :

- Modèle de certificat de dépôt : une entité dans un pays A acquiert des parts dans une entreprise constituée dans ce pays. Une entité associée dans le pays B permet aux investisseurs dans le pays B d'acquérir des actifs qui sont garantis par les actions détenues par l'entité dans le pays A. Les investisseurs dans le pays B auront une exposition aux actions du pays A : bien qu'ils ne seraient pas en mesure de percevoir des dividendes ou de voter pour leurs holdings.
 - Modèle dérivé : une entité dans le pays B met en place un marché des produits dérivés basé sur des actions des entreprises constituées dans le pays A. Les produits dérivés sont réglés en espèces – en particulier, des investisseurs dans le pays B font des paris sur les cours des actions dans le pays A- il n'est donc pas nécessaire d'effectuer des transferts transfrontaliers d'actions ou de fonds. Une fois encore, les investisseurs ne seront pas en mesure de recevoir des dividendes ou de voter ;
 - Modèle de fonds de fonds : des fonds communs de placement sont mis en place dans chaque pays (pays B, C, D, E, etc.) et une entité dans le pays A crée une structure de fonds de fonds sur la base d'un portefeuille pondéré des fonds communs de placement des pays B, C, D, E, etc. En fait, ce modèle est similaire au modèle de certificat de dépôt dans la mesure où aucun actif ne peut être déplacé entre les pays, mais le plus vaste portefeuille permet un plus grand attrait possible aux investisseurs qui sont hors de la région.
105. Il convient de noter que le présent rapport ne vise pas à appuyer ces modèles, qui sont abordés par souci de comparaison exhaustive – dans la mesure où ils peuvent être évoqués à un certain stade lors des discussions sur les marchés régionaux. En pratique, ils sont susceptibles de tomber sous le coup de la réglementation dans tous les pays concernés, étant donné qu'il s'agit de modèles artificiels conçus pour éviter les contrôles.
106. Des voies et moyens plus légitimes pour réduire les obstacles aux contrôles des changes comprennent une ou plusieurs des mesures suivantes :
- Reconnaître que les actions susceptibles d'être échangés au-delà des frontières seront en petit nombre dans un premier temps et que les flux monétaires y relatifs seront initialement faibles. Les pays pourraient alors relâcher les contrôles sur les mouvements de capitaux transfrontaliers liés à ces actions - avec les garanties appropriées.
 - Assouplir graduellement les contrôles à l'exemple de l'Inde, en permettant des flux de devises jusqu'à des niveaux globaux annuels spécifiés à l'avance.
 - Réduire les contrôles sur les flux des capitaux au sein des zones monétaires et des groupements économiques communs. L'Afrique compte un certain nombre de groupements économiques (décrits ci-dessous) et trois zones monétaires communes - le Franc d'Afrique

centrale (XAF), le franc d'Afrique de l'Ouest (XOF) et la Zone monétaire commune (ZMC)³, et plusieurs autres sont prévus comme la monnaie commune prévue pour la zone monétaire ouest-africaine d'ici 2015⁴. Si cette option présente des avantages en raison de son évolution graduelle, elle a le grave inconvénient de limiter la liquidité au sein de la zone monétaire en excluant non seulement d'autres investisseurs africains, mais également des investisseurs internationaux susceptibles d'être des sources importantes de flux de capitaux vers l'Afrique.

- Assouplir les contrôles (dans le cadre des limites globales) pour certains types d'investisseurs. Toutefois, ces limitations ont tendance à réduire la liquidité en excluant les principaux types d'investisseurs - et peuvent de même restreindre le développement des investisseurs institutionnels en Afrique au détriment général du développement du marché.

Absence de liens économiques régionaux

107. Les marchés régionaux de capitaux ont deux objectifs :

- Encourager les mouvements transfrontaliers de capitaux dans la région, et
- Attirer des investisseurs de l'extérieur de la région pour investir dans la région.

108. La proximité géographique n'est pas suffisante pour le développement des flux de capitaux transfrontaliers et un marché financier régional – tel que démontré⁵ par l'exemple de l'intégration des marchés de capitaux dans la région de l'Association sud-asiatique de coopération régionale (SAARC). En dépit de leur proximité et de nombreux éléments culturels communs, la région SAARC n'est pas développée en tant qu'une région économique et ses marchés de capitaux ne sont intégrés d'aucune manière. L'intégration économique est un préalable crucial de l'intégration du marché de capitaux, et l'intégration économique peut être mieux démontrée par l'importance des échanges interrégionaux. Le Tableau 2 montre les niveaux des échanges interrégionaux au sein d'un certain nombre de groupements⁶ régionaux.

³ (XAF) – Le Franc CFA de la région de l'Afrique centrale couvrant 6 pays - Cameroun, République centrafricaine, Tchad, République du Congo, Guinée Équatoriale et Gabon. XOF – Franc CFA de la région d'Afrique de l'Ouest couvrant 8 pays – Bénin, Burkina Faso, Cote D'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo. ZMC couvrant 4 pays – Afrique du Sud, Namibie, Swaziland, et Lesotho.

⁴ La zone monétaire de l'Afrique de l'Ouest est un groupe de 6 pays au sein de la Communauté des États de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO) – Gambie, Ghana, Guinée, Liberia, Nigeria et Sierra Leone.

⁵ L'Association sud-asiatique de coopération régionale (SAARC) est un groupement régional comprenant l'Afghanistan, le Bangladesh, le Bhoutan, l'Inde, les Maldives, le Népal, le Pakistan et Sri Lanka.

⁶ La comparaison est un peu déroutante étant donné qu'en dehors de l'Afrique, les groupes ont été créés avec l'objectif spécifique d'accroître les échanges commerciaux.

Tableau 2 : Échanges interrégionaux de divers groupements régionaux

Groupement régional	Échange interrégional en pourcentage du total des échanges (2009)
Union européenne	65 %
Association de libre-échange nord-américain (NAFTA)	39 %
Association des nations de l'Asie du Sud-est (ASEAN)	25 %
Mercado Común del Sur (Mercosur – Amérique du Sud)	16 %
AFRIQUE	10-12 %
SAARC/SAFTA	5 %

Source : Diverses, Union africaine

109. Le niveau des échanges interrégionaux en Afrique est faible par rapport à la plupart des autres groupements régionaux - un fait bien connu dans la région. La SAARC souffre également d'un niveau élevé de contrôle des changes et des mêmes obstacles aux mouvements transfrontaliers de capitaux. Les raisons sont nombreuses - y compris l'inadéquation des infrastructures et les obstacles artificiels – et la conséquence de cette situation pour les marchés de capitaux est :
- Qu'il existe peu de mesures pour encourager les investissements transfrontaliers en faveur des flux commerciaux sous-jacents telles que l'acquisition de filiales par des entreprises dans les pays où ils exportent ;
 - La connaissance des autres économies et opportunités d'investissement dans la région Afrique est limitée ; et
 - Il y a peu de convergence économique de sorte que les situations de développement des pays sont très différentes.
110. Toutefois, si le niveau des échanges commerciaux interrégionaux et l'intégration économique à travers l'Afrique dans son ensemble sont faibles, un certain nombre de groupements régionaux actifs font montre d'un objectif économique. Presque tous les pays africains sont membres d'au moins un de ces types de groupements. Le Tableau 3 montre les principaux groupes qui opèrent sous l'égide de la Communauté économique africaine (une organisation de l'Union africaine). Certains d'entre eux sont plus actifs que d'autres dans la sphère économique comme l'indique le Tableau ci-après.

Tableau 3 : Groupements économiques régionaux

Organisation		Nombre de membres
Communauté des États sahélo-sahariens	CEN-SAD	28
Marché commun de l'Afrique de l'Est et australe	COMESA	20
Communauté économique des États de l'Afrique de l'Ouest	CEDEAO	15
Communauté de l'Afrique de l'Est	CAE	5
Communauté économique des États de l'Afrique centrale	CEEAC	6
Communauté de développement de l'Afrique australe	SADC	15
Autorité intergouvernementale pour le développement	IGAD	8
Union du Maghreb arabe	UMA	5

Source : Wikipedia

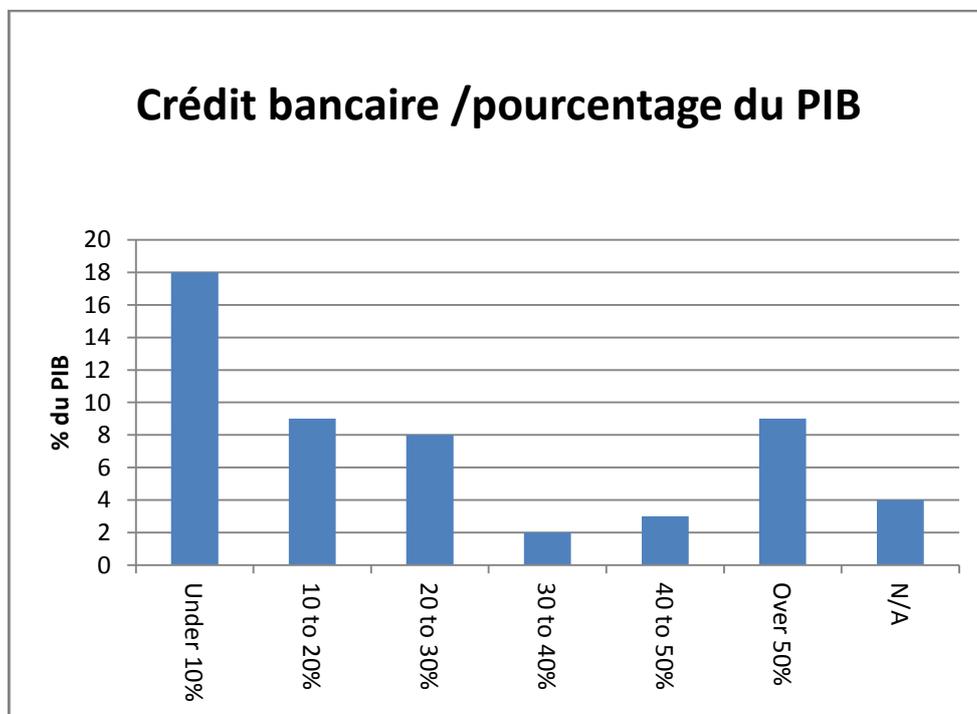
111. Ces groupements, dont certains représentent des unions douanières et des zones monétaires - ont un niveau d'intégration économique plus élevé que celui du continent dans son ensemble. Par conséquent, la perspective de l'intégration du marché de capitaux au sein de ces régions est plus avantageuse - en particulier, si les groupes sont en mesure de faciliter les contrôles des flux de capitaux entre les membres.
112. Par ailleurs, il existe d'importants développements du marché des capitaux, y compris :
- Les groupements de pays se transforment en bourses, tels que la BRVM et Namibia /Southern Africa link ; et
 - la coopération entre les bourses est observée, en particulier, et la bourse de l'Afrique de l'Est qui compte le Kenya, la Tanzanie, l'Ouganda et le Rwanda, qui devrait devenir un marché unique.

Divergences importantes dans le développement du marché financier et du marché de capitaux

113. La présente section porte sur les obstacles créés par les niveaux élevés de différences de développement des marchés des capitaux africains. Les divergences dans le développement économique entre les pays africains sont bien connues et elles ont naturellement des conséquences sur le développement du marché financier et de capitaux. De nombreux pays africains ont de très faibles systèmes financiers – ayant la majorité des actifs monétaires détenus en espèces plutôt que dans des dépôts bancaires. L'utilisation d'une mesure des dépôts bancaires en pourcentage du PIB montre le faible niveau de profondeur des finances en Afrique. Le Schéma 3 ci-dessous présente une distribution de la fréquence de la variable pour les

pays africains et montre que plus de la moitié des pays africains en 2008 ont eu un crédit bancaire inférieur à 20 % du PIB – Dans ce cadre, les taux des autres pays en développement étaient : Inde 68 %, Bangladesh 60 %, Cambodge et Laos 16 % et 10 % respectivement.

Schéma 3 : Crédit bancaire en pourcentage du PIB – Pays africains, 2008



Source : Banque mondiale

114. À quelques exceptions près, les marchés de capitaux sont à un stade de développement précoce. Il n'y a pas de liste définitive des bourses, le chercheur ayant trouvé des références sur 26 bourses. Sur les 26 bourses, 24 sont des marchés nationaux et 2 sont des marchés régionaux (BRVM couvrant 8 pays et BVMAC couvrant 5 pays⁷). 37 pays au total ont accès à une bourse de valeurs. Le Tableau 4 ci-dessous montre les bourses et le nombre d'entreprises dont les actions sont cotées en tant que mesure de développement du marché.

Tableau 4 : Nombre d'entreprises dont les actions sont cotées

Nombre d'entreprises dont les actions sont cotées			
Algérie	5	Mozambique	2
Botswana	38	Namibie	24
BVMAC	0	Nigeria	204

⁷ La Bourse régionale des Valeurs mobilières (BRVM) couvre le Bénin, le Burkina Faso, la Guinée - Bissau, la Côte d'Ivoire, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo. Bourse des Valeurs mobilières de l'Afrique centrale (BVMAC) couvre la République centrafricaine, Tchad, République Démocratique du Congo, Guinée Équatoriale, et Gabon.

BVRM	28	Rwanda	4
Cameroun	6	Sierra Leone	1
Cap-Vert	4	Afrique du Sud	392
Rep. Arabe d'Égypte	214	Soudan	38
Ghana	35	Swaziland	6
Kenya	57	Tanzanie	17
Libye	7	Tunisie	58
Malawi	14	Ouganda	9
Maurice	39	Zambie	23
Maroc	77	Zimbabwe	81

Source : Sites des bourses et sources internes.

115. Un certain nombre de bourses sont devenues membres de la World Federation of Exchanges, WFE (Association de l'ensemble des marchés réglementés du monde). La WFE est ouverte aux échanges qui répondent à certaines normes minimales en termes de réglementation de l'infrastructure, etc. ainsi qu'aux membres à part entière de longue date – Casablanca, Égypte, Johannesburg et Maurice - L'Afrique compte actuellement un certain nombre de bourses correspondantes ou de bourses affiliées à WFE telles que BRVM, Ghana, Lusaka, Nairobi, Nigeria et Namibie.
116. La petite taille des marchés pose des problèmes aux Organismes de surveillance de la Bourse qui ne disposent pas souvent de finances suffisantes et de capacités de règlementation. L'OICV recommande que les organismes de surveillance de la Bourse soient opérationnellement indépendants et disposent de ressources propres leur permettant de s'acquitter de leurs fonctions et d'exercer leurs pouvoirs. Cela est plus facilement réalisable si l'organisme de réglementation dispose d'une source indépendante de financement, mais ce n'est souvent pas possible et les organismes de surveillance des petits marchés ont tendance à être financés par le gouvernement. Tout en compromettant de manière potentielle les actions indépendantes de ces organismes, le financement gouvernemental est généralement très limité et les organismes de surveillance de la Bourse sont souvent assez mal payés – par rapport à ceux qui travaillent dans l'industrie qu'ils règlementent.
117. Ces faiblesses sont importantes pour l'intégration régionale parce que l'intégration nécessite que les organismes de surveillance de la Bourse aient confiance aux autres organismes de surveillance de la Bourse. Plus précisément, la reconnaissance mutuelle, la structure qui permet aux intermédiaires et aux émetteurs de participer aux marchés des capitaux étrangers sans être supervisés directement par l'Organisme local de surveillance de la Bourse, nécessite cette confiance. Les organismes de surveillance de la Bourse des marchés les plus développés d'Afrique pourraient être réticents à déléguer l'autorité de règlementation à ceux qu'ils peuvent estimer être des organismes de surveillance de la Bourse moins solides et moins efficaces.

118. L'ANASE œuvre à trouver une solution à deux vitesses à ce problème⁸ et une approche similaire pourrait être possible en Afrique. L'Afrique compte 14 organismes de surveillance de la Bourse qui ont été qualifiés pour être membres de l'OICV (Tableau 5).

Tableau 5 : Membres de l'OICV en Afrique

Membres de l'OICV en Afrique	
Algérie	Nigeria
Égypte	Afrique du Sud
Ghana	Tanzanie
Kenya	Tunisie
Malawi	Ouganda
Maurice	UMOA*
Maroc	Zambie

Source : OICV

* UMOA – Union monétaire ouest-africaine – Organisme de surveillance de la Bourse du BVRM

119. Ces 14 organismes de surveillance de la Bourse pouvaient permettre d'évoluer plus rapidement vers l'intégration. Toutefois, comme nous l'avons déjà noté, l'Afrique tend à avoir des identités liées à des groupements régionaux. L'approche accélérée contreviendrait aux groupements et perdrait l'harmonie qui devrait exister entre les membres d'un groupe. On peut dire qu'une meilleure approche pourrait être fondée sur les groupements régionaux, les marchés les plus développés (où s'effectueraient probablement la plupart des échanges transfrontaliers) assurant le rôle de premier plan dans l'assistance des membres les moins développés du groupe vers les normes requises pour l'intégration.

Développement inadéquat des Institutions d'épargne

120. Dans leurs premiers stades, les marchés de capitaux et des actions ont tendance à être dominés par les banques et par des personnes fortunées. Cela ne s'est pas avéré être un bon modèle à plus long terme – la fonction appropriée des banques est de prêter directement aux entreprises et aux particuliers et des particuliers fortunés ne sont pas suffisamment nombreux ou suffisamment riches pour financer les besoins nationaux de développement. Les investisseurs étrangers jouent souvent un rôle à mesure que les marchés se développent, mais il n'est généralement pas acceptable que des investisseurs étrangers dominent le marché, de sorte que leur rôle doit nécessairement demeurer relativement faible. La solution est de mobiliser l'épargne des particuliers. Actuellement les ratios d'épargne en Afrique sont

⁸ Marchés de l'ANASE les plus développés – Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande avancent leur intégration à un rythme plus rapide que celui des marchés moins développés du Laos, du Vietnam et du Cambodge.

relativement faibles, mais les revenus s'accroissent à mesure que les niveaux de l'épargne augmentent. La mobilisation est assurée par les institutions d'épargne à long terme - généralement des fonds de retraite, des compagnies d'assurance et des fonds communs de placement.

121. Les marchés où les investisseurs à long terme sont importants sont généralement mieux que les marchés dominés par des investisseurs individuels, parce que :
- les institutions prennent des vues qui sont davantage fondées sur l'information du marché plutôt que sur des spéculations ; et
 - les institutions ont tendance à avoir une vue à plus long terme, mais également en raison de leur taille, à fournir la liquidité sur le marché ; et
 - Les institutions sont plus susceptibles (bien que cela ne soit pas certain) de se conformer à la réglementation que les autres investisseurs – elles préfèrent traiter avec des marchés propres et par conséquent, éviter eux-mêmes d'avoir des comportements abusifs.
122. Toutefois, en raison de leur taille, les institutions peuvent également présenter des risques importants pour le marché - les risques d'échec, les risques d'effectuer de mauvais investissements des fonds qui leur sont confiés, et les risques, en raison de leur taille, de tenter d'exploiter le marché. Il leur faut par conséquent une forte structure par le biais d'un cadre juridique et d'une réglementation appropriés en vue d'atténuer ces risques. Peu de pays en Afrique ont réussi à développer des institutions d'épargne durables, et relativement peu sont dotés de l'infrastructure juridique/réglementaire nécessaire. La croissance des investisseurs institutionnels est susceptible d'être une partie clé du développement des marchés locaux et régionaux africains. Il est donc impératif de mettre en place des cadres pour les réglementer. Ces cadres devraient être prudents et assurer que les règles - par exemple celles qui régissent les mandats d'investissement des institutions - ne les empêchent pas de participer aux marchés des capitaux régionaux.

Appropriation mutuelle de bourses

123. Relativement peu de bourses africaines sont organisées en tant qu'organisations commerciales à but lucratif. Des bourses et des mutuelles gouvernementales (entités sans but lucratif détenues et contrôlées par leurs membres) sont la norme. Des tendances similaires étaient courantes dans d'autres régions où les bourses ont d'abord été mises en place - au début, des courtiers se sont mis ensemble pour organiser et réglementer les échanges en mettant en place une mutuelle, ou alors des gouvernements ont créé des bourses dans le cadre d'une politique de développement. Étant donné que la nature des activités des marchés boursiers a changé - en particulier la nécessité d'une composition de membres plus diversifiée, la nécessité d'investir dans la technologie, la nécessité de développer de nouveaux produits et, plus récemment, la reconnaissance que le renforcement des marchés boursiers génère des gains importants - les bourses et leurs utilisateurs ont conclu que davantage de structures d'entreprises

commerciales plus conventionnelles seraient plus appropriées. Dans la plupart des régions, des mutuelles ont été démutualisées pour devenir des entreprises privées dont les membres sont les actionnaires, tandis que les bourses détenues par les gouvernements ont été privatisées. Dans de nombreux cas, les entreprises boursières sont cotées à la bourse au sein de laquelle elles opèrent.

124. L'organisation des bourses a des implications importantes pour l'intégration du marché de capitaux. Les bourses qui sont contrôlées par leurs membres seront naturellement prudentes en permettant aux membres d'autres bourses d'avoir accès à leurs bourses. Elles avanceront que le marché local a été développé par des courtiers locaux et que toute l'infrastructure a été également payée par eux - alors, pourquoi permettre l'accès des courtiers de l'extérieur ? Les Bourses détenues par les gouvernements ont tendance à avoir la même réticence à s'ouvrir à l'extérieur. Il convient de noter que les bourses d'Afrique de l'Est qui ont un objectif de fusion à long terme sont composées de bourses qui ont actuellement des structures d'appropriation différentes susceptibles d'entraver⁹ la fusion envisagée.
125. Certaines bourses africaines sont créées comme des entreprises privées – au Maroc par exemple - et d'autres œuvrent à la démutualisation – comme au Kenya - mais dans la mesure où la majorité reste des mutuelles ou sont détenues par le gouvernement, elles constitueront un obstacle à l'intégration.

Conclusions

126. La présente section a identifié les obstacles macro-économiques au développement d'un marché régional de capitaux plus vaste en Afrique :
- Les Restrictions imposées sur les mouvements de devises sont très courantes et constituent un sérieux obstacle. Un certain assouplissement a été observé, mais dans la plupart des cas, cet assouplissement visait à permettre des flux d'investissements. De nombreux obstacles aux sorties de capitaux existent encore et tant que durera cette situation, il sera peu probable de voir le développement d'un marché de capitaux transfrontaliers véritable. Un assouplissement progressif et contrôlé des sorties de fonds, éventuellement sur une base sous-régionale, pourrait constituer un bon point de départ sur la voie de l'élimination de ces contrôles.
 - L'intégration des marchés de capitaux tend à être liée à une plus grande intégration économique générale qui reste faible en Afrique - l'une des faiblesses du plan d'intégration de l'ANASE est le manque d'échanges interrégionaux entre ses membres (bien qu'elle soit considérablement plus importante qu'en Afrique). Les raisons de ce

⁹ Le Kenya œuvre à la démutualisation. Il convient de noter que la fusion des bourses européennes, après plusieurs faux départs, s'est effectivement renforcée lorsque les bourses ont été privatisées et devenues des entreprises orientées vers les échanges commerciaux.

faible niveau d'échanges interrégionaux en Afrique sont bien connues - l'inadéquation des infrastructures et les obstacles artificiels aux échanges commerciaux. La question des obstacles artificiels aux échanges commerciaux peut et devrait être abordée pour toutes les raisons habituelles - l'accroissement des échanges commerciaux apporte des avantages évidents. Toutefois, les groupements régionaux sont solides en Afrique et susceptibles d'avoir des liens commerciaux plus forts. Ces groupements pourraient former la base d'une première étape de l'intégration du marché de capitaux – comme cela a été le cas dans certaines parties du continent.

- Les pays africains sont à des stades très différents de développement économique et de développement du marché de capitaux. Ceci est important parce que l'intégration des marchés de capitaux implique la reconnaissance mutuelle - les organismes de surveillance de la Bourse d'un pays A ont confiance aux organismes de surveillance de la Bourse d'un pays B et sont donc disposés à permettre aux entités du pays B à accéder au marché des capitaux du pays A. Si les organismes de surveillance de la Bourse et les infrastructures du marché dans le pays B sont nettement moins développés que dans le pays A, les organismes de surveillance de la Bourse du pays A seraient réticents à accorder la reconnaissance mutuelle. La solution à deux vitesses de l'ANASE semble moins appropriée pour l'Afrique et une solution régionale où les plus grands marchés financiers aident les autres du groupe pourrait être préférable. La SADC serait un modèle pour ce type de structure.
- Le développement des institutions d'épargne durables est à un stade précoce en Afrique. Les institutions d'épargne durables sont bénéfiques pour le développement du marché de capitaux. Les pays devraient mettre en place des cadres juridiques/de réglementation pour soutenir ces institutions et veiller à ce que ces cadres ne les empêchent pas inutilement d'investir au niveau régional.
- L'appropriation de la bourse a un impact important sur l'intégration régionale. Typiquement, les bourses privées et axées uniquement sur des objectifs commerciaux sont plus susceptibles de considérer l'intégration régionale comme une occasion positive (en plus d'être plus susceptibles d'innover et de servir les utilisateurs du marché). L'Afrique a un mélange de types d'appropriation - certaines sont des mutuelles, certaines appartiennent au gouvernement et d'autres sont privées. Une évolution vers des structures plus commerciales serait favorable à l'intégration régionale.

Voie à suivre

127. Les obstacles décrits ci-dessus constituent des obstacles importants à l'intégration rapide des marchés des capitaux africains. Toutefois, des mesures conformes aux propositions énoncées dans le présent rapport pourraient être prises en vue de faire avancer le processus d'intégration :

- Les obstacles décrits peuvent être abordés sur la base d'un groupe plutôt qu'à l'échelle continentale. L'importance des groupements régionaux a été notée et les groupements actuels pourraient constituer une base possible pour les communautés où les marchés de capitaux sont de plus en plus intégrés. Il existe déjà des propositions telles que le Groupement des Bourses de l'Afrique de l'Est. Au sein de ces groupements, il pourrait être possible, par exemple, d'assouplir les obstacles aux flux de capitaux avec la garantie que l'assouplissement n'est pas général, mais limité au groupement.
- Au sein des groupements régionaux, les organismes nationaux de surveillance de la Bourse pourraient établir des liens plus forts que jamais - menant à la coopération et à une harmonisation éventuelle. Des liens pourraient de même être consolidés par des groupes de travail réguliers. Ces groupes de travail devraient constituer des séances pratiques et les participants à ces groupes de travail devraient être ceux qui sont directement impliqués dans les marchés de capitaux - plutôt que des fonctionnaires du ministère des Finances qui ont une participation peu directe dans les marchés financiers. Ils devraient de même se concentrer sur des sujets spécifiques, suivre un ordre du jour (mesures à prendre, suivi, etc.) et bénéficier, si possible d'une assistance extérieure.
- Les différents niveaux de développement des marchés financiers constituent un problème de confiance pour les organismes de surveillance de la Bourse qui envisagent la reconnaissance mutuelle des intermédiaires et des émetteurs. Une approche sérieuse à cet égard serait d'élaborer des normes de base qui seraient adoptées au sein d'un groupement. Les normes seraient le minimum requis pour donner à leurs organismes de surveillance de la Bourse confiance en l'efficacité des autres organismes de surveillance au sein du groupement. Dans ce cadre, chaque organisme national de surveillance de la Bourse serait libre de super-imposer des normes supplémentaires - peut-être plus contraignantes ou reconnaissant les spécificités de leur marché national.
- Les normes de base devraient être établies de manière à refléter les spécificités du marché africain, mais elles devraient également prendre en compte les meilleures pratiques internationales. Diverses normes existent déjà – les Principes de l'OICV en matière de réglementation (voir l'**Annexe C**), Les Principes de gestion d'entreprise de l'OCDE 2004, les Directives de la CACG – Les Principes de gestion d'entreprise au sein du Commonwealth, version finale, novembre 1999, les Directives de la CEA pour la promotion de la bonne économie et la bonne gestion d'entreprise en Afrique, projet final, mai 2002, les Caractéristiques de qualification pour les membres de la bourse du WFE (voir l'**Annexe D**) etc. Au fil du temps, les normes entre les groupements régionaux devraient converger vers une plus grande reconnaissance mutuelle des groupements régionaux.

- Les gouvernements ont un rôle majeur à jouer dans le développement des marchés régionaux et du marché continental éventuel. De par leur engagement vis-à-vis du concept d'échanges commerciaux en Afrique, les gouvernements ont reconnu l'importance de l'intégration et les avantages qui en découleront. Le contrôle des changes constitue un obstacle majeur à l'intégration du marché de capitaux en Afrique et les barrières commerciales artificielles entravent de même une intégration économique plus grande. Les participants aux marchés financiers et les gouvernements (ou les banques centrales en qualité de représentant du gouvernement dans le domaine de la gestion de devises) devraient œuvrer de concert pour élaborer des plans conjoints en vue d'un assouplissement progressif des contrôles qui reconnaissent la nécessité pour le gouvernement de protéger la monnaie et pour le marché de capitaux de promouvoir les flux de capitaux. Un élément clé de ces plans devrait être une affirmation des avantages du développement du marché de capitaux et un engagement à éliminer les autres obstacles, tels que les procédures de faillite et les normes comptables.

VI. Recommandations pour des normes comptables appropriées

Exigences de la Bourse

128. Les conditions d'admission à la cote fixées par une bourse et approuvées par l'Organisme de surveillance de la Bourse doivent être basées sur les normes comptables applicables que les entreprises cotées sont tenues de respecter en permanence.
129. Une bourse peut exiger le respect de ses seules normes comptables nationales qui ne sont pas nécessairement des normes internationales ou exiger le plein respect des dernières normes internationales d'information financière (IFRS)¹⁰. Dans ce dernier cas, lorsque les conditions propres de la bourse sont celles des IFRS, même si les exigences juridiques du pays de domicile ne requièrent pas cette conformité ; l'entreprise devra acquérir les compétences et les connaissances nécessaires pour se conformer aux exigences de la bourse.

Normes comptables recommandées

130. Lorsque nous envisageons le développement d'une bourse régionale virtuelle, l'harmonisation des normes comptables des échanges est de toute évidence très souhaitable.
131. Tous les pays ont appliqué leurs propres normes comptables au fil des ans. Dans de nombreux pays ces normes peuvent ne pas avoir suivi le rythme de la complexité en constante évolution des normes internationales nouvelles et

¹⁰ Le Conseil des normes comptables internationales (IASB) élabore et publie des normes internationales d'information financière (IFRS)

révisées élaborées par le Conseil international des normes comptables (IASB). Ainsi, les normes comptables locales de nombreux pays ne sont pas aussi complètes que les IFRS établies par l'IASB.

132. De manière générale, l'on s'attend à ce que l'adoption des IFRS à travers le monde soit bénéfique pour les investisseurs et les autres utilisateurs des états financiers, en réduisant les coûts de comparaisons avec d'autres investissements et en augmentant la qualité de l'information. Les entreprises devraient également en bénéficier, étant donné que les investisseurs seront plus disposés à fournir un financement. Les entreprises qui ont des niveaux d'activités internationales élevés font partie du groupe qui bénéficierait d'un passage aux IFRS. Les entreprises qui sont impliquées dans des activités étrangères et d'investissement bénéficient du changement en raison de la comparabilité accrue d'un ensemble de normes comptables.

Vers l'adoption des normes comptables internationales

133. Les procédés de fixation des normes comptables nationales diffèrent d'un pays à un autre. Dans certains pays, ces procédés sont effectués par des organismes gouvernementaux et dans d'autres par l'Institut de Comptables professionnels. Avant de décider d'adopter et de mettre en œuvre ces normes, les organismes chargés de l'établissement des normes comptables doivent examiner attentivement les incidences des difficultés potentielles sur les entreprises de mise en œuvre de ces normes dont de nombreuses exigent une plus grande divulgation d'informations que par le passé. Les systèmes comptables utilisés peuvent permettre de répondre à ces exigences et devront être modifiés ou remplacés. Lorsque c'est le cas, ces organisations adoptent généralement les normes après avoir examiné ces questions et accorderont du temps à la communauté d'affaires pour adopter et mettre en œuvre ces normes.
134. La Législation sur les entreprises locales ou la législation équivalente peut être modifiée pour tenir compte de l'adoption des normes IFRS qui permettra de prolonger la période pré mise en œuvre.
135. Il est recommandé que les groupements régionaux des bourses agissent comme le moteur et le catalyseur de ce changement qui résultera à une modification des conditions d'admission à la cote par lesquelles toutes les entreprises cotées devront présenter des états financiers annuels vérifiés et conformes aux IFRS dans « x » nombre d'années. La communauté d'audit devra par conséquent être en mesure de satisfaire les conditions d'admission à la cote.

Admission croisée à la cote et cotation secondaire

136. Les sociétés cotées doivent produire leurs états intermédiaires intérimaires annuels (semi-annuels ou trimestriels) des comptes en conformité avec les normes comptables énoncées dans les conditions d'admission à la cote de la bourse ou des bourses auxquelles elles sont cotées ou demandent une admission à la cote.

137. La bourse ou les bourses à laquelle ou auxquelles l'entreprise demande une admission à la cotation peut ou peuvent ne pas être nécessairement basée(s) dans leur pays de résidence et partant, ces normes peuvent être différentes de celles en vigueur dans leur pays de résidence. Dans ce cas, l'entreprise sera/pourra être obligée de préparer des états financiers annuels distincts pour satisfaire les conditions légales de son pays de résidence ainsi que ceux du (des) pays (s) où est (sont) basée(s) la (les) bourse(s) préférée (s).
138. Dans le cas de cotation secondaire à une telle bourse, la condition d'utiliser un auditeur accrédité peut être moins stricte et peut nécessiter une attestation de « bonne réputation » délivrée par le corps professionnel des auditeurs et des comptables ou de l'Organisme de surveillance de la Bourse du pays et, entre autres, une lettre de reconnaissance du cabinet d'audit certifiant qu'il a les compétences IFRS et l'expérience nécessaires pour se conformer aux conditions d'admission à la cote de la bourse.

Auditeurs et comptables

139. Il convient de noter que, quelles que soient les normes comptables choisies, les règles de cotation doivent définir un calendrier pour la publication et la diffusion des états financiers produits par les entreprises cotées. À tout le moins, les états financiers annuels doivent être vérifiés. Le calendrier doit être au moins aussi rigoureux que celui exigé par la Loi pertinente sur les sociétés ou son équivalent.
140. Lorsqu'une valeur mobilière est admise à la cote sur le marché primaire d'une bourse, de nombreuses bourses demandent que les entreprises aient recours à un auditeur figurant sur la liste des auditeurs agréés. Ceci vise à réduire le risque d'exposer les investisseurs à des auditeurs ou à des comptables inexpérimentés, mal équipés ou sans compétence.
141. Dans le cadre de certains marchés (par exemple, la JSE) la bourse établit les normes et les conditions relatives à l'inclusion d'un auditeur ou d'un commissaire aux comptes sur la liste. Pour d'autres marchés, par exemple Nairobi, les organismes de surveillance de la Bourse ont un régime d'enregistrement pour tous les avocats, les comptables/auditeurs qui offrent des services de conseils sur les offres publiques. Seuls les comptables et les vérificateurs enregistrés auprès de l'autorité de réglementation sont autorisés à fournir des services de comptabilité/audit aux entreprises publiques.

Normes internationales d'établissement de rapports financiers

Aperçu général

142. Les Normes internationales d'information financière (IFRS) sont des normes fondées sur des principes adoptés par le Bureau international des normes comptables (IASB).

143. Bon nombre des normes qui font partie des IFRS sont connues par l'ancien nom de Normes comptables internationales (IAS). Les IAS ont été établies entre 1973 et 2001 par le Conseil d'Administration du Comité international des Normes comptables (IASC). Le 1er avril 2001, l'IASB a pris de l'IASC la responsabilité d'établir des Normes internationales comptables. Lors de sa première réunion, le nouveau Conseil a adopté les IAS actuelles et les Normes Standards du Comité d'interprétations (SIC). L'IASB a continué à élaborer des normes appelées les Nouvelles normes IFRS.

Structure des IFRS

144. Les IFRS sont considérées comme un ensemble de normes « fondées sur des principes » dans ce sens qu'elles fixent les règles générales ainsi que des traitements spécifiques.
145. Les Normes internationales d'établissement de rapports financiers comprennent :
- Les Normes internationales d'information financière (IFRS)-normes établies après 2001 ;
 - Les normes comptables internationales (IAS) - normes publiées avant 2001 ;
 - Le Comité permanent d'Interprétations (SIC) - mis en place avant 2001 ; et
 - Le Cadre conceptuel d'établissement de rapports financiers (2010).

Objectif des états financiers

146. Un état financier doit refléter fidèlement la situation des affaires de l'organisation. Étant donné que ces états sont utilisés par les différentes composantes de l'entreprise/organismes de surveillance de la Bourse, ils doivent refléter la situation financière de l'organisation, car cela est nécessaire pour vérifier la situation financière de l'entreprise pour une période déterminée.

Adoption des IFRS

147. Les IFRS sont utilisées dans de nombreuses régions du monde, y compris l'Europe, l'Inde, Hong Kong, l'Australie, la Malaisie, le Pakistan, les pays du CCG, la Russie, l'Afrique du Sud, Singapour et la Turquie. Depuis août 2008, plus de 113 pays à travers le monde, y compris l'ensemble de l'Europe, requièrent effectivement ou permettent l'établissement de rapports sur les IFRS et 85 demandent l'établissement de rapports IFRS sur toutes les entreprises locales, les sociétés cotées, conformément à la Commission américaine de réglementation et de contrôle des marchés financiers.

VII. Processus de réglementation recommandés en vue d'un marché efficace et règlementé de manière appropriée

Introduction

148. Les organismes de surveillance de la Bourse jouent un rôle important dans l'approbation des règles et réglementations des bourses et des organismes associés, ainsi que dans l'agrément des intermédiaires (voir Section XI). Elles jouent en outre un rôle important pour garantir un marché équitable et transparent aux investisseurs. La présente section traite des divers processus qui devraient être effectués par l'Organisme de surveillance de la Bourse en vue de contribuer au développement et au maintien d'un marché règlementé de manière appropriée.
149. Un organisme de surveillance de la Bourse sans connaissance du marché et sans expérience est inutile et dangereux. Toutefois, l'éducation, l'expérience et les connaissances requises pour un organisme de surveillance de la Bourse ne sont pas traitées dans le cadre du présent rapport.
150. Il importe de reconnaître et d'admettre qu'il existe un « conflit d'intérêts » inhérent par lequel les acteurs du marché ne veulent pas nécessairement un marché efficace, alors que les organismes de surveillance de la Bourse le veulent ! Ceci, parce qu'il est beaucoup plus facile de faire des profits dans un marché moins efficace que dans un marché efficace. C'est une erreur de penser que les marchés efficaces sont toujours liquides. L'inverse est souvent vrai et l'Organisme de surveillance de la Bourse doit être conscient et sensible à cette problématique.
151. À mesure qu'un marché arrive à maturité, les participants deviennent plus conscients du risque de leur réputation et tendent ainsi à devenir naturellement plus conformes. Cela permet à l'Organisme de surveillance de la Bourse de cibler ses ressources sur les participants les moins conformes.
152. C'est à ce niveau que les compétences et l'expérience d'un organisme de surveillance de la Bourse « qui connaît le marché » s'avèrent être d'une grande importance pour l'équilibre de l'application effective de la réglementation afin d'aborder ces points à la lumière de l'infrastructure, de la structure actuelle, des conditions et des participants au marché.

Financement de l'Organisme de surveillance de la Bourse

153. Les Objectifs et principes de la régulation financière de l'OICV incluent les principes suivants relatifs à l'Organisme de surveillance de la Bourse
- Les responsabilités de l'Organisme de surveillance de la Bourse doivent être claires et exposées de façon objective (1).
 - L'Organisme de surveillance de la Bourse doit être indépendant sur le plan opérationnel et rendre des comptes dans l'exercice de ses fonctions et pouvoirs (2).

- L'Organisme de surveillance de la Bourse doit disposer de pouvoirs suffisants, de ressources adéquates et de la capacité à exercer ses fonctions et ses pouvoirs (3).
- L'Organisme de surveillance de la Bourse doit s'assurer que les conflits d'intérêts et l'inégalité des incitations sont évités, éliminés, divulgués ou gérés autrement.

154. Nous recommandons, chaque fois que cela est possible, que le financement soit fait par les parties réglementées plutôt que par le gouvernement afin de faciliter la réalisation des principes ci-dessus. Nous reconnaissons cependant que, dans les petits et les nouveaux marchés, cette situation ne serait pas économiquement viable et qu'une subvention par le gouvernement est, par conséquent, inévitable.

Caractéristiques pour un marché efficace

155. Ce projet ne vise pas à effectuer la comparaison des différents marchés africains ou d'autres marchés et leurs caractéristiques pour faire un bilan sur leur efficacité relative et sur la façon dont ils sont réglementés. En revanche, l'objectif est de recommander les processus de réglementation pour des marchés efficaces et réglementés de manière appropriée.

156. Un nombre important de documents a été publié sur les caractéristiques qui constituent un marché efficace. La plupart des commentateurs conviennent que les critères minimaux requis pour maintenir un marché efficient comprennent :

- La disponibilité des informations fiables et en temps voulu sur les cours et les volumes des instruments financiers pour les transactions actuelles et antérieures ;
- la liquidité du marché, signifiant que l'instrument financier peut être acheté ou vendu rapidement à un cours proche du cours de la transaction précédente (à savoir le maintien du cours), en supposant qu'aucune nouvelle information n'a été reçue ; le maintien du cours nécessite la profondeur, ce qui signifie que de nombreux acheteurs et vendeurs potentiels doivent être prêts à négocier à des niveaux de prix différents, supérieurs et inférieurs au cours du marché ;
- La faiblesse des coûts de transaction par rapport à la valeur de l'échange (appelée efficacité interne), qui comprend le coût de l'entrée sur le marché, les frais de courtage et les frais de transfert de l'actif ;
- Cours rapidement adaptés aux nouvelles informations de sorte que le cours de l'instrument financier reflète les informations disponibles ;
- Tous les coûts de transaction sont transparents et divulgués au client sous-jacent ; ;
- L'intégrité du marché ; et

- Surveillance du marché pour établir que tous les points ci-dessus sont mis en œuvre de manière correcte et qu'il existe des sanctions si un participant enfreint les règles du marché.
157. Les paragraphes suivants mettent l'accent sur les mesures qui doivent être prises par l'Organisme de surveillance de la Bourse à l'appui de ces caractéristiques.
 158. Des informations opportunes et fiables sont disponibles sur les cours et les volumes des instruments financiers des transactions actuelles et antérieures.
 159. La bourse doit avoir des règles claires et sans ambiguïté en ce qui concerne les mécanismes et le calendrier par le biais desquels les prix et les volumes des valeurs mobilières sont divulgués au marché - à la fois pré-négociation et post-négociation.
 160. L'Organisme de surveillance de la Bourse doit veiller à ce que ces règles soient réalistes au sein de la structure actuelle du marché de sorte à ne favoriser aucun groupe de participants par rapport à un autre.
 161. L'Organisme de surveillance de la Bourse doit veiller à ce que ces règles soient respectées et devrait également avoir les pouvoirs et la liberté d'imposer des sanctions appropriées qui peuvent être appliquées. Il doit avoir accès aux écrans des cours du marché et devrait être en mesure d'interroger la bourse lorsqu'il semble que les règles ne sont pas respectées. Les participants au marché sont une source très utile pour prouver que les règles sont bafouées lors de leur examen.

Liquidité de marché

162. Ceci veut dire que l'instrument financier peut être acheté ou vendu rapidement à un cours proche du cours de la transaction précédente (par exemple le maintien du cours), en supposant qu'aucune nouvelle information n'a été reçue. Le maintien du cours requiert la profondeur, signifiant que de nombreux acheteurs et vendeurs potentiels doivent être prêts à négocier à des niveaux de cours différents supérieurs ou inférieurs au cours du marché.
163. Cette caractéristique est la plus difficile à obtenir dans le cadre des petits marchés en développement et même dans ceux des pays développés ! Cependant, plus le marché est grand et que la base d'investissement est large, plus le marché est susceptible d'être liquide. La possibilité pour les courtiers d'un pays d'avoir accès à d'autres marchés devrait permettre d'injecter des liquidités dans le marché cible.
164. L'Organisme de surveillance de la Bourse des pays en développement peut faire très peu pour s'assurer de la présence de ces attributs, dans la mesure où un petit marché a, par définition, peu d'acheteurs et de vendeurs et que ceux qui y opèrent sont souvent de grands acteurs institutionnels qui ne veulent pas « jouer cartes sur table » par des négociations fréquentes et par le biais des mêmes entreprises participantes.

165. De plus, certains marchés interdisent à ces grandes entreprises institutionnelles de vendre ces titres avec profit, de sorte qu'elles ne deviennent que des investisseurs.
166. Ce type de réglementation restrictive entrave la croissance du marché, compromettant ainsi la croissance de marchés liquides.
167. Il semble également y avoir un problème dans les pays qui ont adopté le système juridique de l'OHADA (voir paragraphe 388) en ceci que les entreprises publiques sont tenues d'avoir une valeur nominale minimum de 10.000. Cela peut entraîner des titres ayant un prix unitaire très élevé, ce qui peut également inhiber la liquidité. Lorsque l'Organisme de surveillance de la Bourse a le pouvoir d'outrepasser la loi en vertu d'une disposition réglementaire pour permettre à l'entreprise de « diviser » les actions en actions à valeur nominale inférieure, il doit le faire.

Efficacité interne

168. Les coûts de transaction doivent être faibles par rapport à la valeur de l'échange (appelé efficacité interne). Cela comprend le coût d'admission au marché, les frais de courtage et le coût du transfert de l'actif. En général, il est préférable d'encourager la concurrence pour faire baisser les coûts, par exemple, permettre la négociation des commissions de courtage et d'autres frais.
169. Le niveau de ces coûts peut agir/agit comme un obstacle sérieux au développement des petits marchés. L'Organisme de surveillance de la Bourse a un rôle difficile qui nécessite un bon équilibre des objectifs des divers participants au cycle commercial/de règlement et des investisseurs qui désirent absolument développer un marché efficace.
170. Dans le cadre des petits marchés en développement, ces coûts peuvent être considérablement plus élevés par rapport à la valeur de l'échange, que sur les marchés plus développés et liquides.
171. L'ajustement rapide des cours aux nouvelles informations et cours de l'instrument financier reflète l'information disponible
172. L'Organisme de surveillance de la Bourse ne peut pas faire grand-chose dans ce cadre du point de vue du processus, étant donné que les mouvements des cours dépendent de nombreuses variables, dont l'une est d'avoir beaucoup d'acheteurs et de vendeurs actifs.
173. Tous les coûts et transactions sont transparents et divulgués au client sous-jacent.
174. Il s'agit d'un domaine où l'Organisme de surveillance de la Bourse peut jouer un rôle décisif. Les règlements et les règles de la bourse approuvés par la

suite doivent être sans ambiguïté en vue de la divulgation totale de tous les frais de toutes les parties au cycle de négociation/règlement/conservateur.

L'intégrité de marché

175. C'est la caractéristique la plus importante d'un marché efficace et fiable. Sans elle et sans participants qui en font montre dans toutes leurs transactions, aucun marché ne peut se développer, produire et s'épanouir, en plus d'autres variables !
176. Les procédés de l'Organisme de surveillance de la Bourse devraient assurer que tous les règlements et les règles de la bourse soient orientés vers le renforcement, l'amélioration et le maintien de l'intégrité dans les marchés et tout aussi important, de sa propre intégrité.
177. De nombreux livres et articles ont été écrits sur l'intégrité des marchés et les dégâts que son absence peut causer à une bourse, au pays, et à la région plus vaste. Il est beaucoup plus difficile de recouvrer d'un manque d'intégrité que de l'établir. Toute une vie d'efforts peut être anéantie en un éclair par les actions d'un seul participant escroc, même à la suite d'une action insignifiante en apparence !
178. L'intégrité de l'Organisme de surveillance de la Bourse est d'une importance cruciale pour le fonctionnement d'un marché¹¹ efficace.
179. L'indépendance de l'Organisme de surveillance de la Bourse des influences du gouvernement, des politiciens et des personnes estimées puissantes est encore plus cruciale que les compétences et l'expérience au sein de son bureau.
180. La triste réalité est que tous les participants considèrent l'intégrité comme la première priorité dans leurs relations d'affaires et cette attitude doit être comprise lorsque la Bourse rédige ses règles pour approbation ultérieure par l'Organisme de surveillance de la Bourse. L'organisme doit toujours viser à être plutôt trop strict et être ainsi vu comme étant bien réglementé plutôt que l'inverse.
181. Les Marchés réglementés de manière appropriée attirent plus d'entreprises vers leurs Bourses que ceux qui sont moins réglementés avec toutes les retombées largement comprises et recherchées pour les participants et les pays.

Surveillance du marché en temps réel

182. Il est essentiel d'instaurer une surveillance du marché en temps réel, c'est-à-dire un examen des ordres et des transactions en temps réel pour identifier

¹¹ L'ensemble des principes de l'OICV pour les organes de surveillance de la Bourse se rapportant à l'indépendance, etc. est devenu la norme de la meilleure pratique internationale. Les organes de surveillance de la Bourse qui se conforment aux principes de l'OICV ont tendance à être plus efficaces. Voir *Annexe C, pour le document de l'OICV*.

les comportements abusifs tels que le front running (manipulation boursière) ou le délit d'initiés. Ce type de surveillance est généralement mené conjointement par la Bourse et l'Organisme de surveillance de la Bourse. La Bourse examine les activités du marché au moyen d'un système de surveillance permettant de générer des « alertes » susceptibles d'indiquer un comportement abusif. La Bourse mène des enquêtes sur ces « alertes » et, si elles révèlent un comportement abusif chez un courtier, elle est en mesure d'imposer des sanctions conformes aux règles de la Bourse. L'imposition de ces sanctions est ensuite rapportée à l'Organisme de surveillance de la Bourse qui peut prendre d'autres mesures, conformément aux lois et règlements.

183. Lorsque les analystes boursiers relèvent un comportement abusif de la part d'un investisseur, l'information est généralement transmise à l'Organisme de surveillance de la Bourse, pour suite à donner, puisque la Bourse ne dispose d'aucune compétence juridique directe sur les investisseurs.
184. Les organismes de surveillance de la Bourse peuvent également ouvrir une enquête lorsqu'elles soupçonnent des pratiques de délit d'initié ou autres comportements abusifs à la suite d'informations externes
185. Les exigences de base d'un système de surveillance sont détaillées dans la Section XIV – « Les conditions recommandées relatives aux systèmes de surveillance des Bourses et aux systèmes de réglementation ».

VIII. Conditions recommandées pour l'admission à la cote de la Bourse régionale virtuelle

Introduction

186. Dans le cadre de ce modèle de Bourse régionale virtuelle, il revient à la Bourse nationale de déterminer les conditions d'admission à la cote de sa Bourse pour les entreprises qui le souhaitent. Ces conditions devraient permettre la cotation des entreprises dûment établies dans d'autres pays du groupe (d'autres pays avec lesquels l'Organisme de surveillance de la Bourse a signé un protocole d'accord) et devraient exiger que les entreprises cotées permettent l'accès aux investisseurs étrangers, sauf s'il existe des raisons exceptionnelles de restreindre l'appropriation¹².
187. Il est très important que les règles soient claires et aient par conséquent une fiabilité juridique. Il importe de même que toutes les conditions nécessaires soient définies (les règles d'admission à la cote commencent généralement par une section portant sur les définitions) et que ces règles définies soient utilisées en permanence.

¹² Dans certains pays, les entreprises impliquées dans les industries telles que les télécommunications ou les compagnies aériennes ont des exigences restrictives en matière d'appropriation.

188. Les règles doivent être précises et définir de manière exacte ce que les personnes réglementées sont tenues de faire. Les normes de l'OICV relatives aux « Processus de réglementation » sont incluses dans les objectifs et principes de l'OICV en matière de réglementation des valeurs mobilières qui figurent à l'**Annexe C** du présent rapport.
189. Les conditions d'admission à la cote des Bourses devraient comprendre les éléments clés identifiés ci-dessous. Lorsqu'un pays souhaite créer une Bourse, les règles d'admission à la cote peuvent être développées en s'inspirant des composantes ci-après comme guide. Toutefois, les conditions d'admission à la cote expérimentées par des Bourses voisines sont une source pour un début rapide d'élaboration des règles détaillées sur les conditions d'admission à la cote.
190. Ces composantes ont été compilées à la suite de l'examen d'un certain nombre de conditions d'admission à la cote.

Consultation avec la Bourse

191. Contrairement aux règles telles que celles relatives à l'admission ou aux règles de négociation commerciale, il n'est pas possible pour les règles d'admission à la cote de définir toutes les circonstances qui pourraient survenir dans la vie d'une entreprise cotée. Les entreprises cotées sont donc invitées à consulter le service d'admission en Bourse chaque fois qu'il y a une mesure qui pourrait nécessiter la délivrance d'une attestation ou l'inclusion de certains renseignements dans un document pour l'admission à la cote.

Composantes clés à inclure dans les conditions d'admission à la cote

192. Les éléments clés à inclure dans les Conditions d'admission à la cote comportent les rubriques suivantes :
- Autorité de la Bourse ;
 - Acteurs du régime de cotation ;
 - Parrains ;
 - Vérificateurs ;
 - Conditions d'admission à la cote ;
 - Méthodes et procédures de cotation des titres en Bourse ;
 - Cotation primaire ;
 - Déclarations avant l'admission à la cote ;
 - Prospectus ;
 - Prospectus ;
 - Informations financières ;
 - Obligations permanentes ;
 - Circulaires et annonces ;
 - Double cotation et cotation par des entreprises étrangères ;
 - Sections spéciales relatives aux différents types d'entreprises et aux titres spécialisés ;
 - Documentation ;

- Documents à soumettre à la Bourse ;
 - Annexes.

Autorité de la Bourse

193. Le pouvoir de la Bourse d'appliquer ses conditions d'admission à la cote et ses règles se fondera sur la législation et la réglementation générales. Il convient de se référer aux loi(s) et règlements en vigueur pour définir le cadre des conditions d'admission à la cote.
194. La présente section devrait définir clairement l'Autorité de la Bourse en ce qui concerne ses pouvoirs d'admission et de suspension en Bourse, et ses autres pouvoirs en vue du respect des conditions d'admission à la cote. Ces autres pouvoirs pourraient entraîner la censure privée ou publique ainsi que des sanctions financières, telles que des amendes, etc.

Acteurs du régime de cotation

Parrains

195. La plupart des Bourses exigent qu'un émetteur éventuel ait une entité de parrainage qui sera responsable d'un certain nombre de tâches essentielles, comme décrit ci-dessous. Une société cotée en bourse doit avoir un parrain pendant la durée de son inscription.¹³
196. Les parrains jouent un rôle clé dans l'amélioration des niveaux et de la qualité de la gouvernance des entreprises au sein des petites entreprises, en particulier les entreprises pressenties et les entreprises nouvellement admises à la cote
197. Les parrains seront normalement des courtiers d'entreprise, des banques et autres conseillers professionnels, y compris des comptables et des avocats. Ces parrains peuvent demander leur inscription dans le registre des parrains de la Bourse et doivent s'engager vis-à-vis de la Bourse à accepter les responsabilités suivantes :
- Aider les candidats émetteurs pour leurs demandes d'admission à la cote qui nécessitent la production du prospectus et/ou toute autre documentation pertinente ; et
 - Fournir constamment des conseils sur l'application des conditions d'admission à la cote, y compris l'application de l'esprit de ces conditions et le respect de l'intégrité de la Bourse, notamment les obligations permanentes énoncées ci-dessous.

¹³ De nombreuses Bourses exigent d'avoir un parrain. Ce rôle est généralement rempli par une entreprise inscrite à la Bourse et indépendante de l'émetteur. Ce rôle pourrait cependant être rempli par l'émetteur lorsque celui-ci a prouvé à la Bourse qu'il possède les compétences et les connaissances requises, par exemple une banque qui a sa propre division de conseil/parrainage.

198. Les conditions d'admission à la cote comprendront des détails sur les documents devant être soumis par le biais d'un parrain
199. Les détails sur les responsabilités du parrain et les documents connexes sont normalement inclus en tant qu'Annexes.

Vérificateurs, comptables et conseillers IFRS

200. Il est évident que seuls les cabinets d'audit enregistrés (détenteurs d'une licence) par l'organe ou l'institution locale de réglementation en matière de vérification peuvent jouer le rôle de vérificateurs de la société ou entité.
201. Ces derniers temps, de nombreuses Bourses sont devenues plus prudentes par rapport à l'évaluation de leurs compétences et connaissances de la vérification dans le cadre de la vérification des états financiers de leurs sociétés cotées. Cela a été fait, entre autres, compte tenu du fait que les exigences des IFRS (normes internationales d'information financière) sont devenues plus complexes et qu'à leur avis, les entreprises enregistrées ne sont pas toutes suffisamment qualifiées et ne possèdent pas toutes les connaissances nécessaires pour être associées aux entreprises qu'elles ont cotées en Bourse.
202. Seuls un cabinet de vérification, un vérificateur individuel, un conseiller et un comptable IFRS enregistrés sur la liste des vérificateurs agréés et leurs conseillers peuvent assumer la fonction de vérificateur et/ou comptable pour un émetteur de titre requérant.
203. Les conditions relatives à un mécanisme d'accréditation des auditeurs et de leurs conseillers font partie intégrante de la réglementation de la Bourse. Il importe que les auditeurs et leurs conseillers assistent la Bourse dans le maintien de l'intégrité des marchés sur lesquels elle opère.
204. Les conditions d'admission à la cote énoncent généralement les conditions requises pour les auditeurs et les comptables et répondent aux exigences détaillées applicables au cabinet d'audit, à l'auditeur individuel, au conseiller¹⁴ et au commissaire aux comptes¹⁵ IFRS. Sur certains marchés, l'Organisme de surveillance de la Bourse peut disposer d'une liste de comptables agréés. Toutefois, les conditions suivantes restent d'actualité.

¹⁴ Le rôle du Conseiller IFRS est d'offrir des services de conseil aux entreprises, aux auditeurs et aux comptables sur des questions qui peuvent avoir un impact sur leurs processus d'assurance et leurs opinions.

¹⁵ Le rôle du commissaire aux comptes est de prodiguer des conseils appropriés aux émetteurs et aux auditeurs sur la satisfaction des exigences financières avant qu'une quelconque circulaire soit soumise à la bourse pour observations.

Responsabilités des commissaires aux comptes et des conseillers IFRS

205. Le cabinet d'audit, l'auditeur individuel, le conseiller et le commissaire aux comptes IFRS doivent s'engager vis-à-vis de la Bourse à accepter certaines responsabilités qui comprennent :

- s'acquitter de leurs responsabilités avec diligence et compétence, en conformité avec leur éthique professionnelle et leurs codes de conduite ;
- examiner tous les documents relatifs à une demande d'admission à la cote et faire rapport sur toute information financière ;
- à la demande initiale et annuellement par la suite, soumettre tous les états et les documents mentionnés dans la section ci-dessus intitulée « Obligations permanentes » ;
- fournir à la Bourse à sa demande, toute information ou explication nécessaire pour l'aider à vérifier si les conditions d'admission à la cote sont respectées ;
- informer la Bourse des résultats de toute investigation menée par les organisations et susceptible d'avoir une incidence sur la position de l'entreprise ;
- informer la Bourse lorsqu'un rapport d'audit émis antérieurement a été amendé ;
- informer la Bourse lorsque des processus professionnels ou disciplinaires sont en cours par tout organe dont elle est membre et des résultats ; et
- informer la Bourse si un émetteur de titres requérant déforme le contenu des rapports d'audit émis antérieurement.

206. Le cabinet d'audit devrait veiller au respect des conditions d'admission à la cote en ce qui concerne la divulgation des informations financières tel que requis dans la rubrique des Obligations permanentes.

207. Les règles de cotation devraient comporter des détails sur :

- les compétences requises¹⁶ ;
- les rôles et les responsabilités des auditeurs ;
- lorsque les différents organes ne remplissent pas leurs responsabilités, leurs statuts seront réexaminés et, le cas échéant, leur accréditation sera retirée ; et

¹⁶ Ces compétences peuvent, entre autres, inclure le passage avec succès d'examens spécifiques au domaine de la Bourse axés sur ses règles, de l'examen Registered Persons Exams (RPE) (Examen local à l'intention des personnes inscrites) requis par l'organisme de surveillance de la Bourse, et des examens internationaux relatifs à la Bourse jugés appropriés par la Bourse

- les actions qui peuvent conduire à la résiliation de l'accréditation et des droits de la Bourse à cet égard.

Annexes à soumettre

208. Les règles ci-dessus donneront des détails sur les formats qui doivent être soumis. Généralement, des exemples de ces formats sont inclus dans une annexe aux conditions d'admission à la cote, car ils peuvent être changés plus souvent que les règles elles-mêmes.

Conditions d'admission à la cote de Bourse

209. Cette section définira les conditions d'admission à la cote de la Bourse et comprendra les sections traitant de :

- Vue d'ensemble : respect des conditions d'admission et le pouvoir discrétionnaire de la Bourse
- Conditions applicables portant sur les éléments suivants :
 - une obligation pour le candidat d'être constitué conformément aux lois de son pays d'origine ;
 - une obligation de détailler l'expérience des administrateurs et de la haute direction et l'obligation de nommer un directeur financier dûment qualifié ;
 - une obligation de fournir une liste des filiales d'entreprises et des actifs de certains groupes ;
 - un marché de capital minimum requis pour l'admission à la cote et tout autre repère financier requis ;
 - le statut des valeurs mobilières cotées, par exemple les droits de vote rattachés à chaque catégorie d'actions
- Les actionnaires publics : il faut définir les actions à considérer comme étant détenues par le public ;
- les critères d'éligibilité financière pour l'admission à la cote, par exemple :
 - les niveaux minimaux de fonds propres et de réserves ;
 - le nombre minimum d'actions émises ;
 - l'histoire d'audit satisfaisante sur un certain nombre d'années et de valeurs mobilières ;
 - le nombre minimum d'actionnaires publics pour chacune des valeurs mobilières cotées.

Méthodes et Procédures de cotation des valeurs mobilières en Bourse

210. Cette section des règles de cotation devrait décrire en détail les différentes méthodes de cotation de valeurs mobilières à la cote et les procédures détaillées relatives à chaque méthode. Les principales méthodes de cotation des titres sont les suivantes :

- Cotation primaire :
 - Placements : dans ce cas d'espèce, les nouvelles actions sont placées auprès d'investisseurs particuliers ¹⁷;
 - Droits de vente ou de souscription : dans ce cas, les nouvelles actions sont offertes à la vente au grand public ;
- Cotation secondaire :
 - Offres de droits : dans ce cas, les actions sont offertes aux actionnaires existants au prorata de leur participation actuelle à un cours généralement inférieur au cours du prix actuel du marché. Les droits peuvent être négociables ou non négociables ;
 - Émission d'actions gratuites : dans ce cas, les parts sont attribuées aux actionnaires existants au prorata de leur participation actuelle. Aucun paiement n'est exigé pour les nouvelles actions ;
 - Élections pour les titres provisoires d'actions et les dividendes en numéraires ; dans ce cas, les actions sont émises (ou offertes) en lieu et place d'un dividende en numéraire ;
 - Acquisition ou combinaison/questions de fusion : dans ce cas, les parts sont émises en échange des actions d'une compagnie cible en cours d'acquisition ; et
 - Exercice d'options pour l'admission à la cote des valeurs mobilières (y compris les options en matière de régimes d'actionnariat des cadres et du personnel).

211. Cette section établit également les exigences de la bourse en ce qui concerne :

- La négociation pré émission : quand et comment la négociation des parts est permise avant l'émission des actions et l'échange ;
- Actions émises aux parrains et aux conseillers au lieu de commissions

¹⁷ Dans ce cas, les investisseurs peuvent exiger la cotation des actions en tant que condition de leur investissement. Les actions peuvent ne pas être nécessairement négociables par la suite. Dans certains marchés, c'est ce qu'on appelle une « Introduction »

Déclarations avant l'admission à la cote et prospectus

212. Un prospectus est généralement requis dans le cadre des questions d'intérêt public en vertu de la législation sur les services financiers applicables. Cependant, la Bourse peut demander à l'entreprise d'émettre des déclarations précédant l'admission à la cote, même si un prospectus n'est pas requis en vertu de la Loi.
213. Les principales rubriques de cette section devraient porter sur les points suivants :
- Condition pour la déclaration de pré-admission à la cote, si elle est demandée ;
 - Responsabilité : l'entité qui porte la responsabilité pour les déclarations faites en situation de pré-admission à la cote ;
 - Format et contenu de la déclaration de pré-admission à la cote ;
 - Approbations officielles lorsqu'elles sont requises ;

Informations générales

214. Cette section présente les éléments d'information qui pourraient être nécessaires d'inclure dans les déclarations de pré-admission à la cote et dans les circulaires relatives aux offres d'actions, aux offres de droits et aux émissions d'actions gratuites.
215. Lorsque la divulgation des informations requises en vertu de la présente section ne peut pas être obtenue ou est considérée comme dangereuse pour le requérant, les administrateurs peuvent adresser une demande à la Bourse pour être dispensés de divulgation ou convenir d'un niveau de divulgation réduit. La Bourse peut exercer son pouvoir discrétionnaire dans ce domaine, mais les règles préciseront le décideur en dernier ressort.
216. Les informations à divulguer sont les suivantes :
- Les détails sur l'identité du requérant et son capital ;
 - Les noms et l'expérience des directeurs, des gestionnaires et des conseillers ;
 - Les valeurs mobilières pour lesquelles l'admission à la cote est demandée ;
 - Des précisions sur les activités de l'entreprise ou du groupe dont l'entreprise fait partie ;
 - Informations financières (voir la Section ci-dessous intitulée « Informations financières ») ;

- Renseignements généraux, toute autre information qui pourrait être utile à un investisseur pour décider d'investir ou non dans les valeurs mobilières concernées ;
- Description détaillée des opérations importantes où, par exemple, des actifs ont été achetés ou acquis par l'entreprise dans un délai déterminé avant la publication de la déclaration de pré-admission à la cote, ou des actifs qui seront acquis dans un délai connu après l'admission à la cote. Les détails comprennent :
 - La valeur des actifs ;
 - La garantie des actifs ;
 - Les détails de toutes les garanties qui ont été apportées ;
 - Toute restriction pour les vendeurs des actifs ; et
 - Tout assujettissement à l'impôt qui en découle.
- d'autres rubriques devraient couvrir : - l'omission d'informations et de contrats importants, la publication et la diffusion des déclarations et les offres de droits révisées.

217. Les règles exigent également que tous les documents pertinents et les avis soient disponibles pour inspection par les investisseurs potentiels.

Informations financières

218. Cette section porte sur les informations financières qui doivent être incluses dans un prospectus/une déclaration de pré-admission à la cote/une circulaire.

219. Les principales rubriques de cette section devraient donner les conditions détaillées dans les domaines suivants :

- Rapport sur les informations financières historiques ;
- Informations financières pro forma ;
- Prévisions et estimations de bénéfices ;
- Contenu minimum des rapports d'étape, rapports préliminaires, états financiers annuels provisoires (« rapports provisoires ») et états financiers annuels abrégés (« rapports annuels abrégés ») ; et
- Contenu minimum des états financiers annuels.

220. Le Commissaire aux comptes doit soumettre un rapport dans lequel l'entreprise présente une déclaration comportant des informations financières.

Circulaires, Pré-admission à la cote ; Déclarations/Prospectus et Annonces

221. Cette section énonce les conditions requises pour toutes les circulaires, les déclarations de pré-admission à la cote et les annonces publiées par les émetteurs de titres. Lorsque la circulaire, la déclaration de pré-admission à la

cote ou une annonce, ou la transaction, ou le titre auquel elles se rapportent, a des caractéristiques inhabituelles ou lorsqu'il n'est pas possible de se conformer aux conditions pertinentes énoncées dans la présente section, les règles de la Bourse devraient exiger qu'elle soit consultée à un stade précoce, afin de discuter des détails de la transaction et, le cas échéant, d'obtenir la décision de la Bourse.

222. Cette section devra établir la distinction entre les informations requises pour les différentes méthodes d'admission à la cote (voir la Section ci-dessus intitulée « Méthodes et procédures d'admission des valeurs boursières à la cote »).

223. Cette section devrait de même porter sur ce qui suit :

- Le processus d'obtention de l'approbation des documents ;
- Les informations devant figurer dans les circulaires doivent porter sur :
 - Rachat de valeurs mobilières ;
 - Paiements aux détenteurs de titres ;
 - Liquidations volontaires ;
 - Rachat de titres ;
 - Changement de nom ;
 - Modification du capital social, actions autorisées et droits rattachés à une catégorie ou des catégories d'actions ;
 - Changement de bureau de transfert ;
- Les règles devraient également spécifier le moment où un embargo peut être imposé dans une annonce/des circulaires d'entreprises. Celles-ci peuvent amener la Bourse à approuver le contenu de l'annonce, le moment de la libération, et la méthode et le mécanisme d'appui à utiliser ; et
- Tout autre document émis par rapport à des acquisitions ou à des opérations connexes.

Obligations permanentes

224. Le respect des obligations permanentes est essentiel pour le maintien d'un marché de valeurs mobilières ordonné et pour assurer que tous les utilisateurs du marché ont un accès simultané à la même information.

225. Cette section devrait énoncer les obligations permanentes que l'émetteur est tenu de respecter une fois que l'un de ses titres a été admis à la cote.

226. Le parrain a toujours un rôle et des responsabilités dans la présente section.

227. La défaillance d'un émetteur à se conformer à toute obligation permanente applicable peut amener la Bourse à exercer son autorité en suspendant ou mettant fin à la cotation, ou en donnant un blâme public ou privé, ou encore

en imposant des sanctions financières (voir la Section ci-dessus intitulée « Autorité de la Bourse »).

Information financière

228. Les entreprises cotées sont tenues de publier un rapport annuel et des états financiers vérifiés (comptes), à tous leurs actionnaires ainsi que d'émettre des états financiers intermédiaires. Certains marchés exigent que les états financiers intermédiaires soient émis semestriellement, tandis que d'autres exigent des états financiers trimestriels. (Cela est souvent exigé pour les sociétés minières)
229. Les règles de cotation devraient fixer le contenu minimum des rapports suivants :
- Rapports d'étape ;
 - Rapports préliminaires ;
 - États financiers annuels provisoires (« Rapports provisoires ») ;
 - États¹⁸ financiers annuels abrégés (« Rapports annuels abrégés ») ; et
 - États financiers annuels.
230. Outre ces mises à jour régulières pour les investisseurs, les obligations permanentes nécessitent que l'entreprise cotée fasse des déclarations en cas de modifications qui sont (ou peuvent être) considérées comme pouvant affecter les cours, signifiant que la connaissance de l'information divulguée par le marché est susceptible d'entraîner un changement de cours. Certaines bourses exigent que la première publication de cette information se fasse par son propre service d'information afin que tous les investisseurs puissent recevoir les informations en même temps.
231. Généralement, la section relative aux conditions définit de manière détaillée les diverses circonstances qui pourraient conduire l'entreprise à faire une déclaration, mais cela n'enlève rien au principe selon lequel toutes les informations susceptibles d'avoir une incidence sur le cours doivent être transmises.
232. Les circonstances détaillées sont normalement énoncées sous les rubriques suivantes :
- Transactions ;
 - Transactions avec les parties liées ;
 - Directeurs ;
 - Auditeurs ; et
 - Obligations diverses

¹⁸ Dans certains cas, des entreprises qui ont un grand nombre d'actionnaires sont autorisées à publier des rapports abrégés à tous les actionnaires, le rapport complet est disponible à la demande. Ces rapports peuvent être sous forme électronique. Cette forme est de plus en plus la norme étant donné que les entreprises cherchent à faire des économies sur l'impression papier des rapports volumineux destinés aux actionnaires qui sont rarement lus.

233. Les entreprises cotées en bourse sont tenues d'informer la Bourse lorsqu'elles changent leurs auditeurs ou si leurs auditeurs font des observations négatives sur les comptes.

Transactions

234. Cette section traite des transactions, principalement des acquisitions et des cessions, par les émetteurs et leurs filiales. Elle décrit la manière dont ces éléments sont classés, quelles sont les conditions pour les annonces et les circulaires et si oui ou non l'approbation des actionnaires est requise.
235. Dans certains marchés, l'Organisme de surveillance de la Bourse (plutôt que la Bourse) émet des règlements spécifiques sur les offres publiques d'acquisition (OPA) et, dans certains marchés, ces règlements ont force de loi. Et ce parce que les règlements sur les OPA visent à s'appliquer à toutes les entreprises, et non pas simplement à celles qui sont cotées, et également à protéger les actionnaires minoritaires. Lorsque des règlements publics d'acquisition sont émis, la Bourse devrait approuver leur demande, et ces règlements ne devraient pas faire partie des conditions d'admission à la côte.

Transactions avec les parties liées

236. Cette section vise à compléter les règles de base relatives aux transactions (voir la Section ci-dessus intitulée « Transactions ») et à fournir certaines garanties au regard des transactions impliquant des actionnaires, des administrateurs et/ou d'autres personnes liées à un émetteur profitant de leur position. Les transactions avec des parties liées à un émetteur sont appelées transactions avec les parties liées.
237. Lorsqu'une transaction est proposée entre un émetteur ou une de ses filiales, et une partie liée, l'envoi d'une circulaire aux actionnaires et l'approbation des actionnaires de l'émetteur en assemblée générale seront normalement nécessaires. Toute circulaire envoyée aux actionnaires dans le cadre d'une transaction entre parties liées doit fournir des informations suffisantes pour permettre à tout destinataire de la circulaire d'évaluer l'incidence de l'opération sur l'entreprise cotée.

Directeurs

238. Cette section énonce les conditions d'établissement de rapport lorsqu'un changement de directeurs ou lorsque l'un des directeurs s'occupe des opérations des valeurs mobilières de l'entreprise concernée. Elle établira également des périodes de « black-out », aux environs du moment d'émission des états financiers réguliers ou d'activités ayant des incidences sur les cours en cours d'année, lorsque les administrateurs ne devraient pas effectuer des échanges.

Obligations diverses

239. Cette section porte sur des questions telles que :

- La nécessité pour une entreprise de payer les coûts d'admission à la cote dans un délai spécifié ;
- Les normes de gestion d'entreprise nécessaires ; et
- La nécessité de faire rapport dans le cas où l'entreprise (ou une filiale) entreprend une procédure de liquidation ou de sauvetage de l'entreprise.

Sections spéciales portant sur différents types d'entreprises et titres spécialisés

240. Cette section porte sur les critères d'admission à la cote, et les conditions supplémentaires de divulgation d'informations sur les entreprises impliquées dans, par exemple, l'exploitation minière, la propriété, les entreprises pyramidales, les entités de placement dans des fonds d'actions et des fonds de placement en actions, etc. Les titres spécialisés comprennent des instruments tels que des garanties, des valeurs mobilières adossées à des actifs et des fonds indiciaires cotés.

241. Ces conditions peuvent être traitées comme des exceptions dans chacune des sections susmentionnées, mais en général elles figurent dans une section distincte pour le bénéfice des entreprises cotées et de leurs conseillers potentiels.

Documentation

242. Il s'agit d'une partie essentielle de l'interaction entre les émetteurs et les bourses. Les parrains ont un rôle clé à cet égard comme cela sera décrit ci-dessous.

Documents à communiquer sur les opérations sur titres

243. Cette section décrit les documents qui doivent être soumis à la bourse lorsque les opérations sur titres sont effectuées. Les contenus prescrits pour ces documents sont énoncés dans les annexes aux conditions d'admission à la cote.

244. Par souci d'amplification, les principales rubriques de cette section devraient traiter des points suivants :

- Généralités : règles qui se rapportent à toutes les autres sections ;
- Documents à soumettre par le biais d'un parrain ;
- Procédure d'approbation ;
- Documents nécessitant l'approbation ;
- Documents devant être présentés par les nouveaux candidats ;

- Proposition de vente et de souscription ;
- Offres de droits, offres de récupération et offres inaliénables ;
- Émission d'actions nouvelles et obligations distribuées à titre de dividende ;
- Problèmes de trésorerie ;
- Acquisitions et cessions ;
- Extensions des options cotées en bourse ;
- Expiration des options cotées en bourse ou autres droits de conversion ;
- Approbation du contrôle des bourses, à savoir les questions pour lesquelles l'approbation du contrôle des bourses est nécessaire ;
- Régimes d'incitation par l'offre d'actions ;
- Rachat de titres ;
- Paiements aux détenteurs de valeurs mobilières ;
- Modification du capital social, actions autorisées et droits attachés à une classe/classes d'actions ;
- Offres de rachat de lots irréguliers ; et
- Tout autre document émis dans le cadre de rachats ou des transactions connexes
- Changement de nom d'une entreprise cotée ;
- Déclarations fiscales périodiques ;

Documents à soumettre par le biais d'un parrain

245. Cette section décrit les documents qui doivent être soumis à la Bourse par le biais d'un parrain, en plus de ceux relatifs aux opérations sur titres. Les contenus prescrits pour ces documents devraient être énoncés dans les annexes aux conditions d'admission à la cote.

- Toutes les annonces nécessaires dans le cadre des conditions d'admission à la cote ;
- Les rapports d'étape et les rapports trimestriels ;
- Les rapports provisoires ;
- Les états financiers annuels et les rapports annuels ;
- Le mandat général d'émettre des actions au comptant ;
- Le mandat général de racheter des valeurs mobilières ;
- Le mandat général d'effectuer des paiements aux détenteurs de valeurs mobilières ; et
- Signature du rapport par l'auditeur.

Double cotation et cotation en Bourse par des entreprises étrangères

246. Cette section énonce les conditions d'admission à la double cotation par des entreprises étrangères. La plupart des Bourses émettent un ensemble de

conditions réduites pour les entreprises bénéficiant d'une cotation primaire à une autre Bourse reconnue.

IX. Conditions recommandées aux participants aux échanges de la Bourse régionale virtuelle

Introduction

247. Plusieurs étapes composent le processus par lequel un professionnel associé à une société de courtage est autorisé à négocier dans une bourse.

- La société de courtage fait une demande auprès de l'Organisme de surveillance de la Bourse pour pouvoir poursuivre des activités de courtier en valeurs mobilières. Dans certains pays où généralement il y a qu'une seule bourse qui est un organisme d'autorégulation (OAR), l'Organisme de surveillance de la Bourse délègue la délivrance de permis ;
- La société de courtage recrute des courtiers qui doivent faire preuve de connaissances en matière de réglementation qu'ils ont acquises par les cours et les examens (voir paragraphe 281 ci-dessous) ;
- La société de courtage doit démontrer à la bourse qu'elle souhaite accéder de sa capacité technique à communiquer au sein du système d'échange et de sa capacité à assurer efficacement le règlement de toutes les transactions.

Conditions d'octrois de Licences aux entreprises participantes

Aperçu

248. Selon le cadre de réglementation en place, l'octroi de licences aux sociétés souhaitant participer à une bourse de valeurs incombe à l'organisme de réglementation. Cependant, il arrive que certains marchés délèguent cette responsabilité à la bourse elle-même. Par contre, les conditions décrites ci-dessous s'appliquent quelle que soit l'organisation qui approuve l'octroi de licences.

249. Les composantes des conditions d'octroi de licences ci-dessous ont été compilées suite à l'examen d'un certain nombre de bourses de valeurs et des conditions exigées par des Organismes de surveillance de la Bourse.

Conditions de base

250. Les entités souhaitant se lancer dans les activités de courtage doivent remplir les conditions de base suivantes :

- Être une personne morale dûment enregistrée en vertu de la Loi sur les entreprises locales ; et

- Nommer des administrateurs et des responsables, y compris des agents de conformité, etc. qui ont satisfait les conditions d'« honnêteté et d'intégrité ». Ces conditions s'appliquent à de nombreux aspects des activités d'une entreprise participante et doivent être indiquées séparément dans l'environnement réglementaire ;

Services nécessitant l'obtention d'une licence

251. La plupart des marchés exigent qu'une entité juridique soit titulaire de licence spécifique pour chaque service qu'elle offre (ou souhaite offrir) à ses clients. Ces services comprennent, outre le service de négociation pour le compte des investisseurs, les services financiers, les services d'investissement, la gestion d'actifs, le courtage monétaire, les services de règlement et de garde et les services de représentation.
252. Les conditions spécifiques pour être titulaire d'une licence qui sont énoncées ci-dessous sont les conditions minimales que les entités sont tenues de remplir pour fournir des services de courtage ou tout autre service réglementé :
- Ressources, procédures et systèmes : l'entreprise participante doit avoir les ressources nécessaires pour entreprendre les activités prévues dans chaque licence, doit disposer de systèmes appropriés de gestion des risques et doit employer des personnes dûment qualifiées et formées ;
 - Activités économiques : l'entreprise participante doit déclarer et obtenir des licences pour toutes les activités qu'elle souhaite entreprendre ;
 - Ressources financières : une entreprise participante doit, sur admission et à tout moment, s'assurer qu'elle maintient des ressources financières suffisantes pour satisfaire ses engagements d'affaires et faire face aux risques auxquels son entreprise est exposée. (Voir la Section ci-dessous intitulée « Adéquation des fonds propres »).

Changement dans le contrôle

253. Il devrait y avoir des conditions détaillées pour couvrir les procédures à suivre dans le cas où la propriété ou la direction d'une entreprise participante change.

Capacités de gestion des risques

254. Dans la plupart des marchés, il est exigé qu'une entreprise participante soit « bien considérée » pour les obligations de paiement dans le cadre de ses activités de négociation. Il s'agit d'un report historique depuis le temps des bourses mutuelles et lorsque les membres formaient généralement des partenariats illimités. Le participant devrait disposer de fonds dédiés et généralement d'autres dépôts dans des fonds de garantie.
255. Historiquement chaque bourse dispose de sa propre chambre de compensation et de nombreuses bourses ont un fonds de garantie bien

capitalisé en place afin d'assurer la livraison contre paiement des transactions. Actuellement, la gestion de risques est effectuée sous un certain nombre de formes différentes et celles-ci sont examinées dans le cadre de compensation, règlement et paiement (Section XII).

256. Toutefois, quelle que soit la méthode de gestion de risques utilisée, l'entreprise participante doit prouver qu'elle dispose de personnes qualifiées capables d'accéder aux processus et aux systèmes appropriés de gestion des risques.

Séparation des actifs des clients

257. Les conditions d'obtention de la licence pour les courtiers et autres entités qui détiennent des titres ou des fonds de leurs clients exigent que ces actifs soient séparés des actifs propres de l'organisation.

Fonds de compensation

258. Le courtier doit normalement contribuer à un fonds de compensation dont l'objectif est d'indemniser l'investisseur des pertes encourues en raison d'un défaut de paiement de son courtier dans une transaction établie à son nom.
259. Ce fonds de compensation peut être utilisé par l'organisme de réglementation, la bourse ou un tiers (par exemple SIPC aux États-Unis). Il est généralement financé par une combinaison de couverture d'assurance et de prélèvements des courtiers, sur la base d'un pourcentage de la valeur des échanges.

Le concept d'adéquation des fonds propres en termes de haut niveau

Aperçu général et contexte

260. En juin 2004, la Banque des règlements internationaux (BRI)¹⁹ basée à Bâle (Suisse) a publié un document très complet sur la mesure des capitaux pour les banques, intitulé « Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres », également connu comme l'Accord de Bâle II ou tout simplement « Bâle II ». C'est le successeur amélioré et beaucoup plus détaillé que le premier document publié en 1988, appelé Accord de Bâle I²⁰.
261. En bref, ce document décrit très en détail les exigences en fonds propres dont les banques devraient disposer pour gérer leurs opérations, les niveaux (en

¹⁹ La BRI a été créée en mai 1930. C'est la plus vieille organisation internationale financière. La mission de la Banque des règlements internationaux (BRI) est de servir les banques centrales dans leur poursuite de la stabilité monétaire et financière, en vue de renforcer la coopération internationale dans ces domaines et d'agir en qualité de banque pour les banques centrales. (www.BIS.org)

²⁰ Ces accords assurent la coordination de la régulation des banques mondiales, et constituent « un cadre international pour les banques qui opèrent au niveau international ». Si ces accords ne sont pas clairs pour les individus qui ne sont pas du système bancaire, ils constituent la colonne vertébrale du système financier. Les Accords de Bâle ont été créés pour se préserver des chocs financiers qui interviennent lorsqu'un marché de capitaux faible affecte l'économie réelle, contrairement à une simple perturbation.

pourcentage) qui devraient exister et la manière de les calculer. Le Document élaboré sur Bâle II comporte des approches multiples aux différents types de risques. Bâle II repose sur trois piliers : le montant minimum de fonds propres, la surveillance de la gestion des fonds propres et la discipline de marché :

- Le montant minimum de fonds propres est l'aspect technique et quantitatif au cœur de cet Accord. Les banques doivent détenir des fonds propres de 8 % de leurs actifs, après la prise en compte des risques encourus.
- La surveillance de la gestion des fonds propres est le processus par lequel les organismes nationaux de surveillance de la Bourse s'assurent que leurs banques des pays d'origine respectent les règles. Si l'exigence de montant minimum de fonds propres est le règlement, le deuxième pilier est l'arbitre du système.
- La discipline de marché est basée sur une meilleure divulgation des risques. Ce pilier peut être important en raison de la complexité de Bâle. Dans le cadre de Bâle II, les banques peuvent utiliser leurs propres modèles internes (et avoir des conditions de minimum de fonds propres plus souples), mais le prix à payer dans cette situation est la transparence.

Frais à payer dans le cadre de l'Accord de Bâle II pour les trois risques²¹

262. L'Accord reconnaît trois grandes catégories de risques : le risque de crédit, le risque de marché et le risque opérationnel. En d'autres termes, une banque doit détenir des fonds propres pour faire face aux trois types de risques. Des frais pour le risque de marché ont été introduits en 1998. Les frais pour le risque opérationnel sont nouveaux et controversés, car ils sont difficiles à définir, voire à quantifier. (L'approche de base utilise le revenu brut de la banque en tant que proxy pour le risque opérationnel. Cette idée est facilement contestable).

Adéquation de fonds propres et son applicabilité aux participants à la Bourse des actions

263. Si dans de nombreux marchés de capitaux les entreprises participantes ne sont pas des banques et que par conséquent l'Accord Bâle II ne s'applique pas à leurs opérations, le principe d'adéquation de fonds propres doit être appliqué à des entreprises participant à ces marchés. Fondamentalement, une norme standard de fonds propres peut être fixée et les activités de l'entreprise être limitées si cette condition n'est pas satisfaite. Toutefois, dans la mesure où les entreprises développent leurs activités dans d'autres valeurs mobilières, dont certaines peuvent être des instruments de gré à gré, il conviendrait d'introduire des méthodes plus sophistiquées d'adéquation de fonds propres.

²¹ La BRI a récemment introduit un régime plus strict connu sous le nom de Bâle III avec des exigences de fonds propres de 12 %

264. Ce faisant, et en déterminant ainsi les niveaux minimaux de fonds propres nécessaires pour couvrir les risques préconisés ci-dessus dans l'Accord de Bâle II, l'Organisme de surveillance de la Bourse doit prendre connaissance des types d'entités avec lesquelles il opère dans leur marché, les types de transactions boursières ; si ces entités ont une capacité unique ou double, les types et les quantums des risques auxquels elles sont exposées dans leurs opérations et non seulement concernant leurs entreprises de courtage.
265. De plus, le type de structure de la chambre de compensation en place peut/pourrait avoir une influence sur la quantité et le moment des risques de crédit et de marché qu'un participant peut entraîner sur le marché et/ou doit supporter en raison de leurs propres activités ou de celles de leur client, et partant des fonds propres requis des participants.
266. Les exigences de réciprocité de la part des organismes de surveillance de la Bourse de l'autre pays peuvent de même avoir un impact sur le régime d'adéquation de fonds propres et des pourcentages qui devraient être respectés. À cet égard, un marché plus vaste pourrait exiger de ses participants de détenir davantage de fonds propres pour les opérations menées dans d'autres petits marchés moins bien réglementés qui n'ont pas le même régime ou un régime similaire à leur marché. Dans ce cas, les participants externes auraient donc des coûts supplémentaires de capitaux qui devront être récupérés de leurs activités bien au-delà du rendement escompté. Ces coûts supplémentaires pourraient constituer la variable clé pour influencer leur décision d'aller ailleurs.

Connaissance de la réglementation requise de leurs opérateurs et agents de conformité

267. L'un des objectifs de la réglementation du marché énoncés dans les documents de l'OICV est la protection de l'investisseur par une application stricte de la réglementation à deux niveaux :
- Premièrement, par l'Organisme de surveillance de la Bourse sur les participants, soit directement, soit par l'intermédiaire de la Bourse ; et
 - Deuxièmement, par les participants sur leurs propres activités.
268. Ce dernier aspect est effectué par le biais de la surveillance interne (policière) des opérateurs et des responsables (direction) par des agents de conformité formés et qualifiés.
269. Pour atteindre cet objectif, les Organismes de surveillance de la Bourse exigent que les opérateurs et les agents de conformité passent des examens reconnus en matière de marché. Cette condition n'est pas un test de leurs connaissances des mécanismes de fixation des prix du marché, des détails sur les stratégies d'investissement, des attributs détaillés/conventions et mathématiques des instruments rachetés et vendus. Il incombe à l'entreprise

elle-même d'aborder la question du recrutement et des processus de formation de son personnel.

270. L'Organisme de surveillance de la Bourse doit se préoccuper seulement de faire en sorte que ces opérateurs et agents aient une connaissance approfondie de la réglementation et que les codes de conduite convenus soient respectés. De plus, la Bourse peut prévoir une condition demandant que les opérateurs et les agents de conformité réussissent à un examen portant sur les mécanismes du marché, les conventions et les bases des instruments.
271. Les formations peuvent être assurées par un certain nombre d'entités telles que l'organisme de réglementation lui-même, la bourse, les universités ou des organes externes et indépendants mis en place à cet effet. Certains marchés exigent la participation à un stage de formation. D'autres n'exigent pas que le candidat présente une attestation de suivi d'une formation, mais exigent une présentation à un examen.
272. L'organisme de réglementation peut établir lui-même les examens, peut déléguer cette responsabilité à une bourse ou peut reconnaître les diplômes délivrés par des tiers, comme le Financial Regulatory Authority Industry (FINRA) (l'autorité de surveillance des marchés financiers) aux États-Unis. La question importante pour le marché régional virtuel est de s'assurer que toutes les qualifications reconnues représentent un degré équivalent d'expertise.
273. Les opérateurs et les responsables, notamment les agents de conformité et de la haute direction des opérations, devraient être tenus de passer des examens qui sont en rapport avec leur niveau de responsabilités et pour lesquels des délais leur sont accordés. Si ces responsables ne peuvent pas passer ces examens dans le(s) délai(s) stipulé(s), les entreprises seraient accusées de ne pas respecter les termes de leurs licences et seront tenues de placer des personnes qualifiées à ces postes.
274. Les domaines sur lesquels portent ces examens de manière détaillée sont les suivants :
- une compréhension générale du marché, par exemple, des types de valeurs mobilières et des ratios financiers de base tels que le « rendement » et les ratios cours sur bénéfices ;
 - les objectifs de la réglementation spécifique du marché, par exemple, la législation locale des marchés des valeurs mobilières, y compris :
 - les principales caractéristiques relatives aux marchés des actions ;
 - la prise de conscience de l'environnement de réglementation par le biais de laquelle l'entreprise fonctionne ;
 - les rôles des fonctions clés au sein de l'entreprise pour assurer la conformité ;

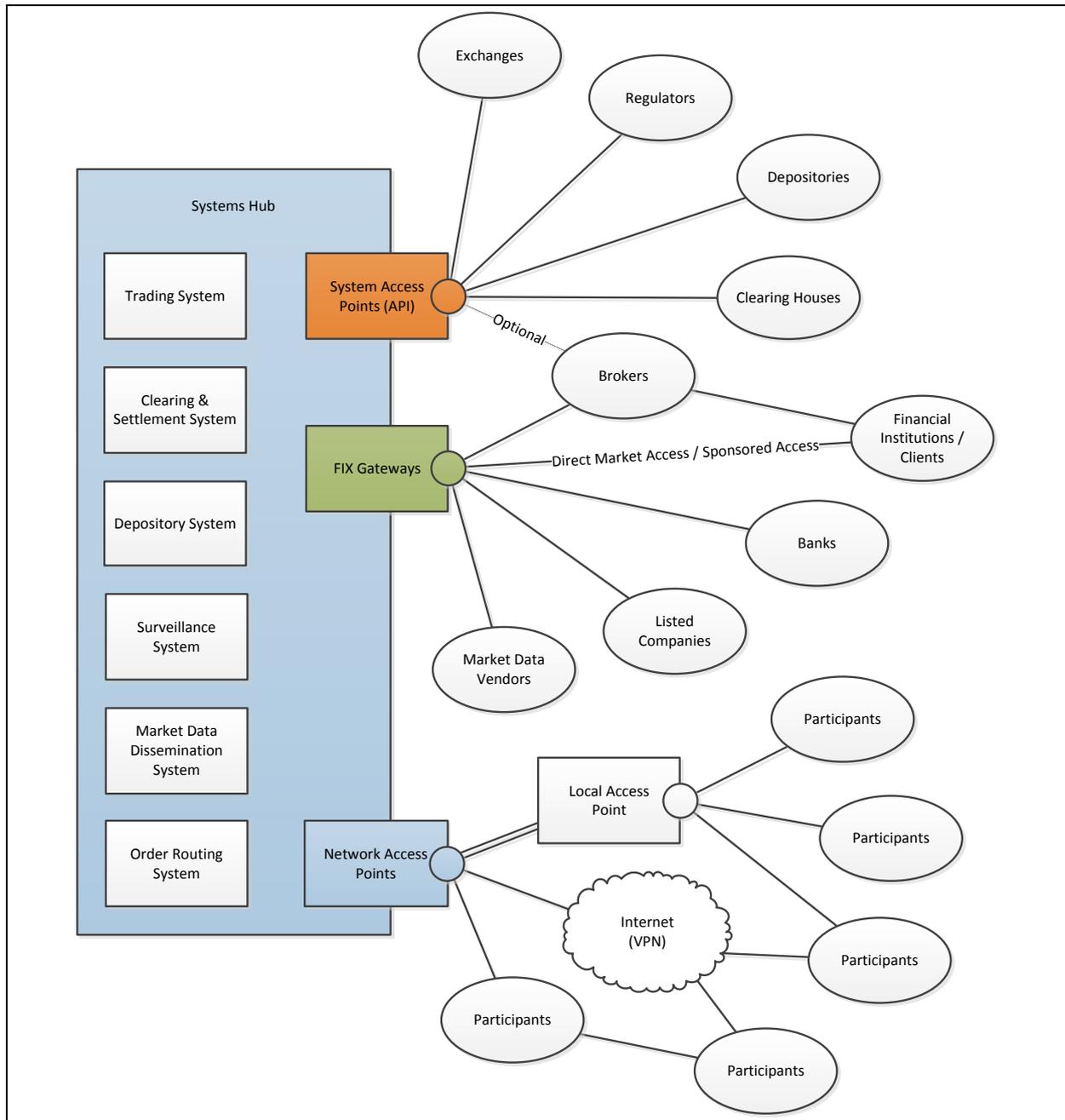
- les conditions relatives à la nomination de personnes « aptes et convenables » ;
- Sensibilisation aux obligations spécifiques en ce qui concerne les codes de conduite pertinents et autre législation déléguée, par exemple, le délit d'initié ;
- les conditions relatives à la supervision et à la gestion des fonctions de conformité ;
- maintenir la licence de l'entreprise et assurer la conformité avec les conditions d'octroi de la licence ;
- les mesures à prendre si l'entreprise ne respecte pas les conditions d'octroi de la licence ;
- les procédures de vérification pour s'assurer que les activités de tenue des registres sont effectuées de manière appropriée ;
- les processus de traitement de la conformité du client ; et
- la connaissance des conditions opérationnelles de l'entreprise, y compris :
 - Le processus et le système des échanges, de règlement, et de conservation ;
 - La solidité financière et la réglementation de l'adéquation des fonds propres ;
 - L'obligation d'établissement de rapports financiers (une connaissance approfondie des normes comptables internationales est la responsabilité du directeur financier (CFO) et non celle des agents de conformité) ; et
 - Le processus et les systèmes de gestion de risques.

X. Recommandations pour un réseau approprié d'infrastructures et de télécommunications

Conception globale

275. Le Schéma suivant (Schéma 4) fournit une vue logique des composantes du système requises et des options recommandées sur la connectivité par les participants aux systèmes centraux :

Schéma 4 : Composantes du système et options recommandées sur la connectivité



276. Le Schéma ci-dessus est basé sur une conception ouverte et souple qui concentre les diverses négociations, compensations et règlements des bourses dans une plate-forme commune tout en aménageant les marchés qui décident de garder leurs systèmes actuels (ou intentionnellement préfèrent rester distincts).

277. Une plate-forme centralisée commune permettra d'effectuer des transactions sur plusieurs marchés distincts ayant chacun ses propres structures, instruments, méthodes de négociation et types d'ordres. Ceux-ci seront tous paramétrés en fonction des règles propres à chaque marché.

278. Une solution susceptible de répondre à cette situation devrait permettre de gérer multiples bourses, multiples produits, la segmentation du marché, et multiples méthodes de négociation. Elle devrait également permettre des liens de connectivité avec des bourses multiples et des systèmes multiples de compensation et de règlement. Tout ceci signifie que l'architecture et la conception doivent être basées sur un règlement flexible.

Composantes des systèmes

279. Les systèmes suivants devront réaliser le modèle proposé dans le présent rapport :

- Système des échanges pour soutenir les échanges par un certain nombre de bourses ayant chacune ses propres marchés, produits, types d'ordres, heures et autres paramètres. Le système de négociation doit distribuer les données du marché (cours, ordres, annonce des cours, etc.) et des informations limitées sur les entreprises (informations normalement diffusées). Le système de négociation commerciale aura une interface dédiée au système de compensation (par exemple pour la gestion des risques ou pour soutenir les limites de la négociation) et au dépositaire (pour soutenir la pré-validation des valeurs mobilières). De plus amples détails sur la fonctionnalité aux fins de transactions sont fournis à la **Section 14** intitulée « Critères des systèmes de négociation ».
- Système de compensation pour recevoir des ordres du système des échanges et d'autres marchés et les signaler aux participants à la compensation. Un système de règlement permettra le règlement des ordres saisis dans le système des échanges avec des dates de règlement distinctes pour chaque marché et le type de valeur mobilière sur le marché. Davantage de détails sur la compensation et le règlement peuvent être trouvés dans la **Section 13** intitulée « Conditions recommandées pour le système de compensation, de règlement, de paiement et de dépôt »
- Système de dépôt pour stocker des informations sur des comptes contrôlés par des courtiers, des institutions et des dépositaires et des institutions de dépôt qu'il contrôle. Le système fournira des relevés et permettra de répondre aux demandes relatives aux données actuelles et historiques. Le système de dépôt assurera l'interface avec le système des échanges pour soutenir la pré-validation des postes dans certains marchés, le cas échéant. Veuillez vous reporter à la Section XII intitulée « Détermination des conditions relatives au paiement du règlement, de la compensation et du dépôt » pour plus de détails sur la fonctionnalité du dépôt
- Système de surveillance du marché pour assurer la surveillance en ligne des bourses et de leurs Organismes de surveillance de la Bourse. Le système de surveillance aura une interface dédiée au dépositaire

afin de permettre de détecter la vente à découvert (si la pré-validation n'est pas effectuée pour quelques ou toutes les valeurs mobilières) et identifier des liens entre les titulaires de comptes. La **Section XV** intitulée « Conditions recommandées pour les systèmes de surveillance de la Bourse et de l'Organisme de surveillance de la Bourse » donne les détails de la fonctionnalité attendue du système de surveillance.

- Système de diffusion des données de marché pour diffuser les données de marché et permettre la gestion, la divulgation et la recherche des données sur l'entreprise. Le système mettra ces informations sur un site web hébergé dans un lieu central et également diffusé aux fournisseurs d'informations commerciales.
- Le système de routage assurera l'acheminement des ordres vers les systèmes des échanges des bourses qui ne font pas partie de la plate-forme commune. Cela signifie que les échanges s'effectueront en dehors de la plaque tournante des systèmes et qu'un lien sera également tenu de faire rapport de ces échanges aux systèmes de données du marché pour qu'ils soient diffusés sur cette plate-forme.

280. Des épargnes de coûts et des gains d'efficacité ne peuvent être réalisés que si les systèmes de base ci-dessus forment un tout cohérent basé dans un centre ou un lieu particulier.

Connectivité

281. Le principe directeur en matière de connectivité est que l'accès doit être équitable pour tous les participants directs du marché. Ils doivent bénéficier du même délai de réponse maximal et des mêmes coûts minimaux d'accès. Les options de connectivité ne doivent pas être discriminatoires envers les participants à distance, bien qu'ils aient un temps de réponse légèrement plus lent en raison de la distance à parcourir.

282. Toutefois, il y a une flexibilité dans la manière dont tous les opérateurs et leurs adhérents se connectent à la plate-forme centrale par le biais des options de connectivité suivantes :

- Les points d'accès au système fournissent une interface de programmation (API) pour administrer et gérer les applications de base du système, par exemple, la station de travail pour le contrôle du marché ou les fonctions d'administration du système. L'API est également utilisée pour interconnecter les applications de base aux fonctionnalités fournies par les stations de travail clientes, à savoir, les stations de travail pour la surveillance des marchés. Les Organismes de surveillance de la Bourse, les bourses, les chambres de compensation et les dépositaires auront tous accès à leurs applications respectives par le biais des points d'accès au système. En conséquence, la sécurité et la bande passante de ce réseau seront plus élevées. Certains marchés publient leurs protocoles API lorsque les participants souhaitent développer leur propre interface pour obtenir

des fonctions améliorées ou personnalisées qui, autrement, ne seraient pas disponibles en utilisant des protocoles standards comme le protocole FIX. Cela nécessite généralement un participant sophistiqué doté d'une capacité technique élevée, mais qui occasionne des coûts supplémentaires à la bourse, étant donné que l'API devrait être prise en charge pour le participant.

- Le routeur du protocole FIX utilisera la norme du protocole FIX pour connecter tous les participants (courtiers, banques, institutions financières, sociétés cotées, fournisseurs de données de marché, etc.) aux applications de base pour exercer leurs fonctionnalités respectives. Au fil des ans, l'utilisation de FIX est devenue la seule méthode de connexion à un certain nombre de marchés. L'utilisation de FIX permet plus facilement d'amener les institutions internationales à se joindre au marché, car elles disposeront déjà de l'infrastructure FIX en place. Cela signifie que tous les systèmes de gestion des ordres des courtiers devront être en mesure d'être connectés par le biais du protocole FIX. Les petits courtiers qui choisissent de fonctionner en utilisant la station de travail fournie par le fournisseur de l'application se relieraient en utilisant l'API ou FIX (selon la manière dont le poste de travail a été conçu par le fournisseur). Par ailleurs, les grandes institutions financières ou les entreprises d'investissement peuvent avoir un accès direct au marché du réseau central via FIX sous la responsabilité du courtier parrain.
- Les points d'accès au réseau étendront la portée des plaques tournantes à travers l'Union. Des topologies sans fin pourraient être créées pour fournir diverses options de connectivité et renforcer les couches de redondance et de résilience du réseau. Dans les juridictions où l'infrastructure des télécommunications est facilement disponible à un coût raisonnable, les opérateurs et les participants pourraient se connecter directement au réseau central et seule la liaison de secours pourrait être réalisée via un point d'accès à l'échelle nationale. Dans certaines juridictions, l'Organisme de surveillance de la Bourse ou la bourse elle-même pourrait avoir la capacité de transmission de données aux participants en ayant un point d'accès local sur leur site, ce qui réduirait les coûts de connectivité lorsque l'ensemble du marché partage une seule liaison de télécommunication. Dans certains pays où des liaisons consacrées sont onéreuses, l'Internet pourrait être utilisé pour la connexion via un réseau privé virtuel (VPN) (pour la sécurité). Les petits participants ont la possibilité de louer la bande passante auprès des grandes institutions ou des opérateurs eux-mêmes. En vue de renforcer la résilience du réseau, les points d'accès locaux pourraient être reliés au réseau central à l'aide des liaisons redondantes des différents fournisseurs de services de télécommunications. L'infrastructure des télécommunications ces dernières années a connu une expansion rapide au sein de l'Union et il existe une multitude d'options de connectivité (que ce soit des lignes directement louées, VSAT, Internet ou d'autres médias) et nous ne prévoyons pas que cela soit un obstacle majeur comme cela aurait

peut-être été le cas il y a une décennie. Un point d'accès dédié peut également être utilisé pour relier le site à un site de secours (de préférence dans un pays différent).

283. C'est en disposant de nombreuses options de connectivité que beaucoup de marchés régionaux ont assuré le succès étant donné qu'aucune option n'est réalisable pour tous les opérateurs et participants. De plus, cela permet aussi aux opérateurs et aux participants de choisir un mode qui répond à leur justification des coûts.

Autres Options

284. De manière générale les fournisseurs de systèmes de marchés de capitaux peuvent être classés en Tiers :

- Les Méga systèmes des fournisseurs du Tiers I sont très compétents et opèrent effectivement dans un marché important. Par conséquent, en plus de l'expertise technologique, les acheteurs de leurs systèmes profitent des avantages de leur expérience opérationnelle. Par ailleurs, les mécanismes d'appui à ces fournisseurs sont bien établis et expérimentés. L'inconvénient est qu'il y a un prix très lourd à payer pour tout cela ; l'acquisition d'un ensemble complet d'un fournisseur du Tiers I peut coûter 10-20 millions de dollars américains ou davantage avec 20 % de ce montant devant représenter l'entretien et les coûts d'appui permanents. Des exemples de fournisseurs du Tiers I sont NASDAQ OMX, NYSE Euronext et Deutsche Börse.
- Les systèmes intégrés fournis par des fournisseurs du Tiers II ne sont pas nécessairement dépourvus des fonctions et des capacités fournies par leurs homologues du Tiers I. La principale différence entre eux et les fournisseurs du Tiers I est qu'ils ne font pas de transactions de marchés et sont purement des fournisseurs de solutions technologiques. Les fournisseurs du Tiers II ont le plus grand nombre de réalisations à travers le monde avec leurs systèmes qui varient du niveau moyen au niveau de marchés émergents. L'achat et l'installation de l'ensemble requis d'un fournisseur du Tiers II pourraient coûter de 5 à 10 millions de dollars américains. Bien que cela semble être un grand écart, il y a de nombreuses variables à négocier et chaque fournisseur propose un système « central » qui nécessite des quantités variables de personnalisation pour satisfaire les conditions requises. Quelques exemples de solutions pour le deuxième Tiers sont celles offertes par TCS et Millenium IT. Les vendeurs du Tiers I fournissent également de plus petits systèmes qui ont des traits et des attributs de ceux d'un système fourni par un fournisseur du Tiers II. Des exemples seraient une solution à échelle réduite offerte par NASDAQ OMX tel que le système des échanges X-stream pour les marchés émergents par rapport à leur plate-forme phare Genium inet.
- Les fournisseurs des systèmes des marchés émergents du Tiers III ont pour cibles des plus petits marchés en développement qui n'ont pas de capitaux, d'expertises ou des besoins de produits ordinaires. Ils ont

tendance à opérer dans le cadre des petits marchés et ont l'avantage de fonctionner sur des plates-formes plus simples nécessitant moins de matériels et d'appui. L'on pourrait supposer que les systèmes du Tiers III auraient moins de fonctionnalités et de fonctions, mais ce n'est pas toujours le cas. La différence essentielle avec les fournisseurs du Tiers II, est qu'ils n'ont pas un grand nombre de réalisations. C'est une des raisons principales pour lesquelles les fournisseurs du Tiers III sont très désireux de vendre leurs produits (en offrant de gros rabais dans certains cas), car une fois qu'ils ont effectué des personnalisations pour répondre à vos besoins, ils peuvent les vendre par la suite aux clients suivants. Pour l'essentiel, la qualité de leurs produits s'améliore après chaque vente et après un nombre suffisant de réalisations, ils deviennent des fournisseurs du deuxième Tiers II. Toutefois, les personnalisations excessives présentent toujours des risques et devraient être évitées. L'acquisition d'un ensemble auprès d'un fournisseur du Tiers III coûterait environ 0,5 à 2 millions de dollars américains. L'exemple d'une solution pour le Tiers III serait celle offerte par InfoTech.

- Les fournisseurs de Micro exchange du Tiers IV sont de même nature que ceux du Tiers III, mais ceux-ci ciblent des entreprises de démarrage ou de très petits marchés. Ces systèmes fournissent les fonctionnalités essentielles et de base qui seraient nécessaires à toute petite bourse. L'acquisition d'une solution auprès d'un fournisseur du Tiers IV devrait coûter environ 0,3 à 0,8 million de dollars américains. L'exemple de solution pour le Tiers IV serait celle qui suit l'évolution du marché.

285. Compte tenu de la nécessité de fonctionnement de plusieurs marchés ayant des attributs différents sur une seule plate-forme unifiée, il est probable que seuls les fournisseurs²² des Tiers I ou II soient en mesure de fournir la solution proposée dans le présent rapport.

Modèles opérationnels

286. La plate-forme unifiée pourrait être mise en œuvre d'un certain nombre de manières pour satisfaire toutes les juridictions de l'Union. Toutefois, nous ne recommandons que celles qui nous semblent viables sur la base d'expériences gagnées d'autres initiatives régionales, par exemple, il ne serait pas acceptable qu'un pays qui utilise JSX abrite les systèmes. Voici les deux options que nous proposons :

- Un opérateur d'un marché indépendant s'établit comme une société de technologie qui offre des services de négociation, de compensation, de règlement et de dépôt aux bourses membres, aux chambres de compensation et aux dépositaires et qui accueille la plaque tournante dans un centre de données ou dans un lieu (modèle hébergé). La

²² Le présent rapport ne défend aucun fournisseur particulier et les noms mentionnés ne sont cités qu'en exemple.

plaque tournante nécessite un personnel indépendant pour assurer la maintenance et la prise en charge des applications courantes et du centre de données. Le personnel de chaque membre pourrait également être affecté à la plaque tournante pour contrôler et gérer leur marché de sous-traitance. Une solution du fournisseur du Tiers I ou II pourrait être utilisée dans le cadre de ce modèle. Il se peut que cette acquisition se traduise par une acquisition typique de matériels et de licences de logiciels ainsi que des contrats typiques d'appui et de maintenance. Bien que le fournisseur soit responsable de trouver des solutions, de corriger des erreurs de programmations et de fournir des mises à jour, ce modèle offre davantage d'autonomie à l'opérateur et moins de dépendance sur le fournisseur.

- Les services requis d'une plate-forme unifiée sont fournis par un prestataire (modèle externalisé). Ceci pourrait être entrepris de diverses manières, à savoir, le fournisseur établit l'infrastructure centrale physique dans la région (services gérés) ou fournit ces services à partir du site de son marché local (logiciel en tant que service – SaaS), ou une combinaison de ces services. Seul un fournisseur du Tiers I pourrait offrir de telles solutions. Le fournisseur sera tenu de faire des investissements initiaux importants et devrait signer un contrat à long terme par lequel des frais annuels, une commission de transaction ou une combinaison des deux devrait lui être payés. Le fournisseur, à son tour, serait responsable de toutes les opérations et de la maintenance constante des systèmes. Toutes les personnalisations supplémentaires devraient être payées ou négociées séparément du contrat des services. L'avantage de ce modèle est d'avoir des coûts initiaux moindres par rapport au système d'acquisition.

287. Même les deux options ci-dessus peuvent être combinées, à savoir, le vendeur prend une participation dans l'entreprise exploitant ou le fournisseur pourrait mettre en place la plaque tournante, fonctionner pendant un certain nombre d'années, et ensuite transférer les opérations à l'entité créée (modèle BOT). Toutes ces options sont viables et doivent être prises en compte et mises en œuvre. Le modèle final sera basé sur l'expertise et les ressources disponibles ainsi que sur la volonté politique des pays membres en temps voulu.

288. Quand une décision d'externaliser les services technologiques est prise, il faut prendre en compte le risque que le fournisseur de technologie soit mis en liquidation ou ne soit plus disponible pour quelque raison que ce soit et prévoir des mesures appropriées pour atténuer ce risque. Les facteurs d'atténuation sont, entre autres :

- Faire preuve de diligence raisonnable à l'égard du fournisseur avant de signer un contrat ;
- Veiller à ce que le code source soit disponible dans un compte bloqué en cas de déclaration de faillite du fournisseur ;

- Inclure dans le contrat des dispositions de transfert des connaissances à un fournisseur de technologie locale (qui peut être l'une des bourses).

289. Si le système est sous-traité à un tiers ou offert par l'une des bourses régionales participantes, il est important d'atténuer les risques géographiques (ou politiques). La sauvegarde du système principal devrait se faire dans un lieu géographique différent (dans un autre pays) et des tests de transfert des données du principal site au site de secours doivent être régulièrement effectués (faire tourner le site de secours en tant que site principal pendant un certain temps peut assurer la pleine interopérabilité des deux sites).

XI. Conditions recommandées pour le système de compensation, de règlement, de paiement et de dépôt relatif au marché régional virtuel

Introduction

290. Une fois la transaction effectuée, les règles de négociation de chaque bourse nécessiteront que l'opération soit réglée dans un délai spécifié. Dans la plupart des marchés, les opérations sont réglées par le biais d'un mécanisme de compensation et de règlement associé.

291. Les systèmes de compensation et de règlement s'avèrent très importants pour attirer les investisseurs institutionnels et internationaux vers un marché. Il existe quatre étapes de base entre une opération sur valeurs mobilières et l'ultime apurement du passif entre toutes les parties concernées (le règlement). Ces étapes sont les suivantes :

- Établissement du passif à régler (compensation) ;
- Déplacement des titres entre les participants à une transaction (règlement en actions) ;
- Transfert d'argent entre les participants à une transaction (règlement des fonds) ;
- Déplacement de la propriété juridique des titres.

Base juridique pour la compensation et le règlement

292. Il est crucial pour le bon fonctionnement du marché que le point où est réglée une opération de marché, remplissant ainsi la responsabilité entre les parties, soit très clair. Le système juridique de chaque pays de la région devrait par conséquent :

- Reconnaître la légalité de la « novation » si une contrepartie centrale est utilisée (voir la Section ci-dessous intitulée « Contrepartie centrale ») ;
- Permettre la « dématérialisation » des titres dans un dépôt ; et
- Reconnaître de manière explicite que le transfert de titres d'un compte à un autre d'un dépôt constitue un transfert juridique de propriété ; une telle reconnaissance peut remplacer toute condition de la Législation

sur les entreprises en ce qui concerne le transfert de propriété qui doit être attesté par un transfert signé ou la délivrance d'un certificat d'actions.

Date de règlement

293. La meilleure pratique internationale actuelle prévoit un règlement à T+3 pour les marchés boursiers et à T+0 ou T+1 pour les marchés de la dette. Même s'il n'est pas indispensable que les marchés au sein d'un marché régional virtuel aient la même date de règlement, il est évident que l'alignement encouragerait l'investissement transfrontalier puisque les investisseurs transfrontaliers seraient familiers avec les pratiques du marché.
294. En ce qui concerne la date de règlement, en particulier, dans les transactions transfrontalières, il faut prendre note du fait que la date de règlement standard pour les devises étrangères est de T+2, dans le cas où un investisseur a besoin d'acheter la devise locale pour régler une transaction.

Règlement

295. Dans la plupart des pays, le règlement de titres se fait sur la base de la livraison contre paiement. Le principe de livraison contre paiement (LCP) a été défini par le G30 et modifié par l'AISS²³ comme : *échange des titres et des espèces de manière simultanée, définitive, irrévocable et immédiatement disponible de manière continue tout au long de la journée.*
296. Si ceci reste la définition internationale de LCP, il est admis que tous les systèmes de paiement ne sont pas actuellement en mesure de satisfaire à la condition liée à « manière continue tout au long de la journée ».
297. Dans son rapport sur la Livraison contre Paiement dans les systèmes de règlement de titres publié en septembre 1992, la Banque des règlements

²³ Le G30 est un groupe du secteur privé qui est préoccupé par le fonctionnement du système financier international. Pour faire face aux problèmes perçus, le G30 a créé un comité composé des membres de la banque et des industries de courtage ainsi que des bourses et des organismes de compensation. L'objectif était de susciter l'élan du changement, et en 1989, il a publié une liste de neuf recommandations dans leur rapport sur les « systèmes de compensation et de règlement de titres sur les marchés mondiaux des valeurs mobilières ».

L'AISS a été créé en 1979 par un groupe de banques internationales impliqué dans le secteur des valeurs mobilières et a quatre objectifs principaux :

- la promotion du progrès dans la gestion des valeurs mobilières ;
- la contribution à un langage commun entre les autorités en valeurs mobilières et l'ouverture de canaux de communication entre elles ;
- le développement de contacts personnels entre les administrateurs des valeurs mobilières ;
- l'augmentation des connaissances professionnelles sur les administrateurs des valeurs mobilières.

À cette fin, l'AISS tient des symposiums biennaux pour discuter des divers domaines d'intérêt et faire des recommandations appropriées.

internationaux (BRI) a identifié trois modèles par le biais desquels les systèmes de Livraison contre paiement ont été réalisés :

- **Modèle 1** : les systèmes qui règlent les instructions de transfert de titres et de fonds sur une base (brute) opération par opération, avec un transfert définitif (inconditionnel) de titres du vendeur à l'acheteur (livraison) survenant en même temps comme transfert définitif de fonds de l'acheteur au vendeur (paiement).
- **Modèle 2** : Les systèmes qui règlent les instructions de transfert de titres sur une base brute avec un transfert définitif de titres du vendeur à l'acheteur (livraison) survenant tout au long du cycle de traitement, mais règlent les instructions de transfert de fonds sur une base nette, avec un transfert définitif de fonds de l'acheteur au vendeur (paiement) se produisant à la fin du cycle de traitement.
- **Modèle 3** : les systèmes qui règlent les instructions de transfert pour tant les titres que les fonds sur une base nette, les transferts définitifs de titres et de fonds intervenant à la fin du cycle de traitement.

298. Si le système de règlement utilisé par le marché régional virtuel est conforme à l'un de ces modèles, il répondra aux normes internationales.

Compensation

Établissement des responsabilités

299. Le rôle d'une chambre de compensation consiste essentiellement à établir les responsabilités entre les entreprises participantes et de s'assurer que ces engagements sont « respectés », c'est-à-dire que les opérations sont réglées. Les règles des bourses exigent que les entreprises participantes soient responsables les unes les autres pour le règlement des transactions, même si elles n'ont pas reçu de titres ou des espèces de leurs clients. Le rôle de la chambre de compensation est par conséquent limité à établir les responsabilités entre les entreprises participantes tant en qualité d'agents que de parties principales.

300. Si la bourse adopte le règlement suivant le modèle 1, le règlement a lieu pour chaque transaction et par conséquent les rapports produits par la chambre de compensation établissent les détails des transactions entre les entreprises participantes.

301. Si la bourse adopte le règlement sur la base du modèle 2, le règlement s'effectue sur une base nette numéraire, mais sur une base brute de titres. Dans ce cas, la chambre de compensation est chargée d'établir le passif net.

302. Si la bourse adopte le règlement sur la base du modèle 3, le règlement a lieu sur une base nette tant pour les titres qu'en numéraire. Dans ce cas, la chambre de compensation calcule le montant du règlement net pour chaque entreprise participante, pour chaque titre et pour chaque devise.

Contrepartie centrale

303. Dans certains marchés la chambre de compensation agit également en qualité de contrepartie centrale (CPC). Dans ce cas, la chambre de compensation participe à la transaction en tant que participant direct, de sorte que la transaction entre l'entreprise A et l'entreprise B devient une transaction entre l'entreprise A et la chambre de compensation et une transaction distincte entre la chambre de compensation et l'entreprise B.
304. Dans les bourses « mutuelles » traditionnelles où les propriétaires sont également les entreprises participantes, la chambre de compensation est normalement partie intégrante du marché. Les « membres » ont contribué pendant de nombreuses années à un fonds qui a été utilisé par la bourse pour « garantir » les opérations entre les membres. Sur les autres marchés, la compensation est gérée par une entité distincte. En Europe, elle pourrait être effectuée par LCH.Clearnet ou le Fonds de compensation multilatérale européenne (EMCF).
305. Les marchés régionaux en Afrique pourraient approcher un groupe de banques régionales pour fournir ce service si un service de Contrepartie centrale (CPC) est nécessaire.

Risques de contrepartie

306. Certains marchés ne sont pas réglés par le biais d'une contrepartie centrale, mais comprennent des services de gestion de risques au sein du système des échanges. Dans le cadre de ces marchés, chaque participant peut fixer une limite nette de contrepartie pour chaque participant et les systèmes de contrôle des échanges pour que cette limite des échanges ne soit pas enfreinte en réduisant la limite des échanges pour chaque achat et en augmentant la limite des échanges pour chaque vente.
307. Ce mécanisme fonctionne de manière appropriée lorsque les acteurs du marché sont des entités bien capitalisées connues les unes avec les autres. Il peut également être utilisé dans les marchés où certains participants sont moins bien capitalisés, mais dans ce cas, il pourrait être nécessaire que les petites entreprises aient recours à des garanties bancaires.
308. Cette méthode peut également être utilisée pour des transactions de blocs (grandes transactions réalisées directement entre deux contreparties) dans des marchés qui utilisent une contrepartie centrale ou une compensation multilatérale pour les opérations normales de marché.

Garanties bancaires

309. Dans d'autres marchés, chaque entreprise participante est tenue d'obtenir la garantie d'une banque de règlement reconnue. La banque peut fixer une limite nette pour chacun de ses clients (à savoir, chaque entreprise participante) et le système des échanges peut alors empêcher l'entreprise participante de

négocier lorsque cette limite est atteinte. La banque a la possibilité de modifier la limite de chacun de ses clients à tout moment. Si la banque réduit la limite et que la firme participante a déjà dépassé la nouvelle limite, les entreprises participantes ne peuvent alors vendre qu'à la nouvelle limite de leur balance commerciale nette.

310. Ainsi, chaque banque de règlement prend des risques vis-à-vis des autres banques de règlement au sein du système. Ce mécanisme peut bien fonctionner à condition que le régulateur de la banque fixe les limites de concentration des risques appropriées et incluses dans les conditions d'adéquation de fonds propres pour les banques.

Défaut de règlement

311. La chambre de compensation est responsable du maintien des règles concernant les mesures à prendre si une entreprise participante n'effectue pas son règlement, et de prendre les mesures nécessaires, le cas échéant. Ces actions peuvent être :

- Suspendre l'entreprise participante ;
- Faire appel aux garanties bancaires ;
- Entreprendre un « rachat » de titres pour permettre au marché d'achever le règlement le plus vite possible ;
- Ou toute autre mesure prévue dans les règles.

Dépôt

312. Un dépôt sûr et efficace est l'un des éléments clés du succès du marché des valeurs mobilières. C'est également l'exemple d'un service où les coûts de développement et d'exploitation sont en grande partie fixés et sont donc indépendants du volume des transactions. Cela signifie que le coût unitaire pour les utilisateurs sera réduit si le volume des transactions est augmenté. Ainsi, la création d'un dépôt unique pour les groupements régionaux devrait permettre de réaliser des économies substantielles.
313. Toutefois, comme on peut le voir par le modèle européen, il est possible, au moins en phase initiale, que chaque marché ait son propre dépôt.
314. Le dépositaire doit détenir des titres sous forme dématérialisée et les transférer par transfert par le biais d'un document comptable dès réception d'une instruction du marché associé ou de la chambre de compensation.
315. Dans certains marchés, les courtiers sont tenus de saisir le code dépositaire qui correspond à un investisseur particulier. Il s'agit d'informations utiles qui permettent au service de surveillance de retracer tous les ordres et opérations qui ont été initiés par chaque investisseur. Toutefois, cela est moins utile dans les marchés où interviennent des acteurs institutionnels. Les banques internationales et les gestionnaires de fonds peuvent négocier pour un large éventail de clients et peuvent détenir des titres dans ce qu'on appelle des comptes collectifs. Dans ce cas, le dépositaire détient des titres à l'ordre de

l'intermédiaire ou du conservateur qui est participant au dépôt et le participant détient les détails des titres de chacun de ses clients (investisseurs).

316. Toutefois, la capacité des systèmes informatiques s'est améliorée de sorte que les dépositaires (en particulier dans les marchés émergents) fournissent des services pour les titres devant être détenus à l'ordre de chaque client. Ceci a l'avantage que l'investisseur ne dépend pas de l'intermédiaire ou du conservateur pour des informations concernant les titres détenus, mais peut recevoir des informations directes du dépositaire. Il convient cependant de noter que seule l'entreprise participante (à savoir le courtier ou le conservateur) peut donner des instructions directement au dépositaire.

Paiement

317. Le développement des marchés de capitaux doit être soutenu par des systèmes bancaires rigoureux et robustes.
318. Le paiement pour les opérations est effectué dans la devise de la transaction. Une entreprise participante qui opère dans un marché éloigné et dans une monnaie autre que la monnaie de son pays d'origine est responsable d'effectuer la conversion dans la monnaie appropriée, par exemple, si le client souhaite payer ou recevoir des fonds dans une devise et que les titres sont négociés dans une autre devise, l'intermédiaire est responsable de la conversion de la devise.
319. Le paiement s'effectue entre l'entreprise participante et soit la chambre de compensation ou le dépositaire, selon le mécanisme utilisé dans un marché donné. Le paiement peut avoir lieu entre les banques commerciales ou la Banque centrale peut être impliquée directement.
320. Des installations doivent être mises en place pour rendre possibles les opérations de change dans le cadre de règlement des transactions boursières transfrontalières.
321. Quel que soit le mécanisme utilisé, il est important qu'il y ait un système de paiement le même jour et que les paiements soient garantis avant la fin de chaque jour de règlement. Un système de paiement en temps réel brut (RTGS) peut être un atout très important pour le règlement des opérations sur titres et devrait donc être mis en œuvre dans chaque pays, si possible.

XII. Conditions d'un système des échanges

322. Cette section spécifie les conditions de base d'un système des échanges qui peut être utilisé sur une base régionale, y compris les services de gestion de risques.

Échanges automatiques

323. Afin que les entreprises puissent négocier à distance sur le marché, il est important que tous les marchés mettent en œuvre un système des échanges.

Ce type de système est largement fourni de nos jours par une variété de fournisseurs de logiciels, et a été développé tant pour les grands que pour les petits marchés. De nombreux fournisseurs de logiciels sont prêts à offrir des solutions innovantes aux problèmes de coûts, par exemple en installant et en exploitant le système sur la base de frais de transaction par opération ou par des paiements faramineux.

Accès technique

(voir également la Section X - Recommandations appropriées pour une infrastructure et un réseau de télécommunication)

324. Le système de négociation doit permettre l'accès à distance et fournir un accès égal à toutes les entreprises participantes. Lorsqu'un marché exploite actuellement un système automatisé, mais basé sur le parquet, ce parquet peut être maintenu à condition que les entreprises participantes opérant à distance aient le même accès au marché.
325. L'accès ne devrait pas être limité aux messages enregistrés dans une station de travail avec un logiciel fourni par le marché, mais devrait être disponible par le biais d'une interface de programmation (API). Pour aider les entreprises participantes qui ont accès à un certain nombre de marchés dans une région, l'accès devrait être normalisé par le biais d'un protocole international tel que le protocole FIX²⁴.

Structure de marché

326. La grande majorité des marchés fonctionnent sur la base du rapprochement d'ordres automatisé. Dans ce type de marché, les entreprises participantes assurent la gestion d'ordres, soit pour leur propre compte ou pour le compte de leurs clients. S'il y a un ordre opposé, l'ordre saisi sera exécuté. S'il n'y a pas d'ordre opposé, l'ordre figurera en queue selon la priorité temporelle du cours.
327. Lorsque le marché est tout à fait liquide, le rapprochement des ordres peut s'effectuer en continu tout au long de la séance. Toutefois, lorsqu'un titre est peu liquide, les ordres peuvent être collectés au cours d'une période spécifiée et être exécutés tous à la fois. Ce mécanisme est généralement connu comme un marché aux enchères. Les échanges offrent souvent des activités de négociation en continu et des séances d'enchères, selon le titre faisant l'objet de négociation.

²⁴ **Le Protocole FIX (Financial Information eXchange)** est un standard de messagerie développé spécialement pour l'échange électronique en temps réel des opérations sur titres. FIX est une spécification du domaine public détenu et géré par le Protocole FIX, Ltd. La spécification du Protocole FIX est maintenue par le Comité Technique FIX, qui reçoit ses directives des comités directeurs internationaux, le Comité directeur mondial, et les différents groupes de travail composés de participants de l'industrie tels que des gestionnaires de fonds, des courtiers, des bourses et des fournisseurs. (<http://fixprotocol.org>)

328. Outre le rapprochement des ordres, de nombreux marchés soutiennent également un système de teneur de marchés. Les teneurs de marchés sont des entreprises qui effectuent des négociations en leur nom propre et s'engagent à proposer en continu les cours d'achat et de vente au cours minimum et pour une gamme spécifiée de valeurs mobilières. En guise de compensation pour fournir des liquidités au marché, les cours des teneurs de marchés sont appliqués bien avant les ordres d'achat et les ordres de vente ordinaires. Sur les marchés moins développés, les services permettant d'accepter les cours et de surveiller les activités des teneurs de marchés sont des services qui sont « bien à avoir » plutôt qu'une condition essentielle. De nombreux systèmes des échanges sont en mesure de soutenir le rapprochement des ordres et les systèmes de teneurs de marchés de manière simultanée. Les cours paraissent comme un ordre limité renouvelable de manière continue- comme un ordre caché.

Types d'ordres

329. Le système des échanges devrait soutenir un large éventail de types d'ordres et devrait être piloté par des paramètres, de sorte que différents types d'ordres soient soutenus pour les différentes valeurs mobilières ou types de valeurs mobilières.

330. Les types d'ordres devraient comprendre (mais sans s'y limiter) :

- Les ordres à cours limité : l'ordre doit être exécuté totalement ou en partie, au regard d'ordres égaux et opposés ; toute quantité non exécutée doit figurer en queue du carnet d'ordres ;
- Les ordres de marché : l'ordre doit être exécuté au regard des ordres opposés avec les meilleurs cours ; les paramètres de marché devraient déterminer si une partie non exécutée est rejetée ou figure en queue du carnet d'ordres ;
- Les ordres de durées différentes ; les ordres peuvent être :
 - Bons pour la journée ;
 - Bons pour la semaine ;
 - Bons pour le mois ;
 - Bons jusqu'à une date et une heure spécifiées ;
 - Bons jusqu'à une heure spécifiée durant le jour du début des transactions ;
 - Bons pour une séance spécifique (voir la Section ci-dessous intitulée « Séances » du marché) ;
- Les ordres de quantités minimales :
 - Tout ou rien, la quantité totale d'ordres saisis devraient être exécutée au regard des ordres opposés ; les ordres figureront en queue du carnet d'ordres jusqu'à ce qu'ils puissent être exécutés dans leur intégralité ;

- Ordres exécutés ou éliminés : les ordres saisis devraient être exécutés pour la quantité maximale possible au regard des ordres opposés, tout solde non exécuté devrait être rejeté ;
 - Ordres exécutés ou éliminés : les ordres saisis devraient être exécutés en totalité dès leur saisie ou tous les ordres doivent être rejetés.
- Ordres cachés : ces ordres sont normalement d'une quantité minimale déterminée de sorte que seuls les ordres importants sont acceptables, mais seulement une partie de l'ordre figure dans le carnet d'ordres à tout moment ;
 - Ordres négociés : ce type d'ordre est utilisé pour signaler une transaction qui a été convenue entre les deux contreparties en dehors du système central ;
 - Ordres à seuil de déclenchement : ces ordres ont un cours « déclencheur » et l'ordre n'est saisi dans le carnet d'ordres que lorsque le cours actuel (soumission, offre ou dernier cours) atteint le cours de déclenchement ; et
 - Ordres privés : il s'agit généralement d'ordres qui ont été saisis par le biais d'un poste de travail (plutôt que par un protocole tel que FIX). Ces ordres sont saisis dans le poste de travail, et non dans le carnet central d'ordres jusqu'à ce qu'ils soient transférés par l'opérateur. L'avantage est que toute une gamme d'ordres peut être téléchargée en appuyant sur une touche.

Paramètres d'ordre

331. Le système devrait soutenir une gamme de paramètres d'ordre, tels que :
- La taille maximale de la quantité ;
 - La taille minimum de la quantité ;
 - La taille du pas de cotation (par rapport au prix).
332. Le système devrait également soutenir les différentes conventions de prix, à savoir :
- La tarification unitaire des actions ;
 - Le pourcentage de la valeur nominale des obligations ;
 - La tarification unitaire au rendement en fonction des obligations.

Actions d'ordres

333. Le système des échanges doit faciliter les actions d'ordres suivants :
- L'amendement d'ordre ;
 - Le retrait d'ordre (l'ordre est retiré du carnet d'ordres privés) ; et

- L'annulation d'ordre.
334. Le système devrait faciliter ces procédures avec un nombre minimum de touches si un poste de travail est utilisé. Les entreprises participantes devraient donc être en mesure de :
- retirer ou annuler un ou plusieurs ordre(s) ; et
 - augmenter ou réduire le cours d'un ou de plusieurs ordre (s) par un ou plusieurs échelons de cotation (« tick ») ; (Le *tick* est la variation du prix minimum autorisée par le système).

Marchés et Conseils d'administration

335. Le système des échanges devrait faciliter le fonctionnement de nombreux conseils d'administration en fixant des paramètres de sécurité à un niveau individuel. Ceci est particulièrement important lorsque l'exploitation d'un certain nombre de marchés nationaux différents sur une plate-forme régionale est envisagée.
336. La plupart des bourses permettent la négociation sur plusieurs marchés (ou conseils). Dans certains pays, les petites et moyennes entreprises sont négociées sur un marché différent, par exemple, au Royaume-Uni le LSE négocie tous les titres tandis que le marché AIM admet et négocie les petites et moyennes entreprises. Dans d'autres pays, les entreprises ayant un capital inférieur au marché peuvent être négociées sur le même marché, mais avec un conseil d'administration distinct.
337. Dans certains marchés, tant les obligations que les actions sont cotées. Dans ces cas, les obligations peuvent être échangées sur un marché distinct ou le marché obligataire peut être créé comme un marché distinct.
338. Certains marchés ayant un nombre important de clients institutionnels peuvent avoir un conseil ayant certaines conditions minimales élevées (vastes chambres de commerce). Une autre option serait que ce marché soit structuré comme un système de négociation multilatérale distinct (MTF).
339. Que les différents titres soient négociés dans différentes chambres de commerce ou dans différents marchés, il est possible d'utiliser la même plate-forme si ces négociations sont basées sur les mêmes paramètres.

Séance de marché

340. La journée des échanges est normalement divisée en un certain nombre de différentes séances qui ont différentes règles de négociation. Ces séances peuvent être :
- Enquête d'ouverture : au cours de cette séance, les entreprises participantes peuvent vérifier et retirer leurs ordres en circulation. Elles peuvent également faire des ordres privés, si ceux-ci sont disponibles ;

- Saisie d'ordres : au cours de cette séance, les entreprises participantes peuvent saisir des ordres dans le carnet d'ordres, sans toutefois les rapprocher. Le système peut calculer et afficher un cours d'équilibre au cours de cette séance (un cours d'équilibre est le cours auquel le nombre maximum d'ordres peut être rapproché) ;
- Séance d'ouverture : à ce stade, le système tente d'effectuer le rapprochement du nombre maximum d'ordres à un cours unique ;
- Échanges en continu : cette séance suit immédiatement la séance d'ouverture et les ordres sont rapprochés sur une base continue ;
- Vente aux enchères : cette séance est similaire à la séance d'ouverture, mais des titres particuliers peuvent faire l'objet de vente aux enchères au cours de la journée ;
- Séance de Clôture : de nombreux marchés organisent des séances de clôture, qui sont similaires aux séances d'ouverture et sont utilisées pour calculer le cours de clôture ; les ordres peuvent être saisis en particulier pour effectuer le rapprochement au cours de la séance de clôture ;
- Séance au dernier cours : Lors de cette séance, des ordres peuvent être inscrits au cours de clôture ou à la valeur pondérée au taux différentiel s'il n'y a pas de cours de clôture ; et
- Enquête de clôture : au cours de cette séance, les ordres du type bon pour la journée sont automatiquement annulés et les entreprises participantes peuvent retirer d'autres ordres en circulation ; elles peuvent également obtenir des rapports et des statistiques.

Comptes des investisseurs/Pré-validation

341. Certains marchés exigent que l'entreprise participante saisisse le numéro du compte séquestre qui sera utilisé pour le règlement. Dans d'autres marchés, le courtier doit simplement fournir le code d'investisseur au dépositaire avant que le règlement ne soit effectué. Si la vente à découvert est interdite et si le courtier est tenu de saisir le code dépositaire, le système des échanges est en mesure de valider les ordres vendus pour que les titres soient disponibles pour le règlement avant que les ordres ne soient acceptés. Cette pré-validation ne doit pas ralentir de manière considérable l'acceptation et le rapprochement des ordres.

Mesures de sauvegarde

342. Les règles de la plupart des marchés permettent la suspension des échanges lorsque les cours sur le marché augmentent ou diminuent d'un pourcentage spécifié. Le système des échanges devrait prévoir une gamme de services de gestion de marché permettant que les paramètres soient régulés de manière à suspendre automatiquement l'ensemble du marché ou des titres particuliers pendant une période donnée.

Indices

343. Le système des échanges doit soutenir le calcul d'une gamme d'indices. Il doit être possible de calculer à la fois le prix pondéré et les indices pondérés.

Actions d'entreprise

344. Le cours des titres est ajusté lorsque l'entreprise cotée a un événement d'entreprise. Les événements d'entreprise pourraient être :
- le paiement d'un dividende ou d'intérêt (en espèces ou en titres) ;
 - la réduction ou augmentation de la valeur nominale ;
 - l'offre d'une prime (certificat provisoire d'actions) ;
 - la fusion ou scission ;
 - les acquisitions ; et
 - la question de droits.
345. Le système des échanges devrait automatiquement ajuster le cours de clôture le jour avant l'évènement. Il devrait également annuler les opérations en cours et ajuster la base de tous les indices où figurent les titres modifiés.

Gestion de risques

346. Le système des échanges devrait avoir la capacité de surveiller les positions de négociation nettes de chaque entreprise participante. Selon le système de compensation sélectionné, les postes suivants pourraient nécessiter d'être calculés :
- une seule position nette de chaque entreprise membre ; ce qui pourrait être utilisé là où existe une chambre de compensation centrale (CCC) ou lorsque chaque entreprise a une garantie bancaire ; et
 - une position nette de contrepartie pour chaque paire d'entreprises ; ce qui est pratiqué si chaque entreprise participante prend des risques de contrepartie contre l'entreprise avec laquelle elle traite.

XIII. Interaction recommandée entre les divers organismes de surveillance de la Bourse et la Bourse

Introduction

347. Il est évident que la relation sera différente aux différents niveaux d'interaction selon les circonstances, et que ceci influencera les informations échangées ainsi que les décisions et les réponses demandées/requises.
348. La relation devrait être à l'avantage du marché et il convient de faire attention pour éviter une situation où l'organisme de surveillance de la Bourse serait perçu « comme ayant été capturé » par la bourse et donc pour ainsi dire, à son « entière disposition ». En revanche, l'organisme de surveillance devrait

éviter d'intervenir dans le fonctionnement quotidien de la bourse ou dans ses aspects commerciaux. Le rôle de l'Organisme de surveillance de la Bourse consiste essentiellement à protéger l'intérêt public.

Niveaux d'interaction entre les Organismes de surveillance de la Bourse et la Bourse

349. L'Organisme de surveillance de la Bourse devrait avoir une interaction avec la bourse aux niveaux juridique et opérationnel. Ces interactions sont examinées ci-dessous.

Niveau juridique

350. Lorsque la Bourse émet de nouvelles directives ou interprétation des règles en réponse aux conditions changeantes et/ou activités des marchés des entreprises participantes, il y aura une interaction continue entre la Bourse et l'organisme de surveillance. Ceci est particulièrement le cas lorsque la législation du marché financier nécessite l'approbation formelle de ces directives par l'organisme de surveillance. En revanche, lorsque ceci n'est pas exigé, la Bourse s'assurera généralement que l'Organisme de surveillance de la Bourse soit totalement informé afin qu'il soit en mesure de répondre aux préoccupations ou aux objections qui peuvent lui être adressées.
351. En vertu de la législation nationale, l'Organisme de surveillance est chargé d'approuver le prospectus relatif aux offres publiques de titres. Dans le cas où les titres sont décrits au moment de l'offre publique initiale, les personnes demandant l'admission à la cote auront une relation continue dans laquelle, par exemple, il y aura un échange continu entre l'Organisme de surveillance de la Bourse et la Bourse sur des aspects spécifiques de la cotation, jusqu'à ce que le premier soit satisfait et que le prospectus soit approuvé pour permettre au processus prévu d'admission à la liste d'avancer.
352. Lorsqu'il s'agit de l'admission à la cote de nouvelles émissions d'actions, qui sont déjà cotées, l'Organisme de surveillance peut déléguer à la Bourse la responsabilité d'approuver le prospectus.

Niveau opérationnel

353. Le type et la portée de l'interaction à un niveau opérationnel dépendront d'un certain nombre de facteurs, par exemple :
- Dans le cas où, comme d'habitude, la bourse est responsable de la surveillance quotidienne de l'activité de négociation du marché, il pourrait avoir l'obligation de faire rapport à l'Organisme de surveillance de la Bourse chaque semaine ou chaque mois, des volumes et des valeurs en bourse, qui inclurait un rapport sur toute activité inhabituelle/suspecte ; en revanche, lorsque l'Organisme de surveillance de la Bourse est responsable de la surveillance du marché, il devrait être en contact avec la Bourse pour effectuer des enquêtes sur toute activité inhabituelle/suspecte : ces enquêtes peuvent se

transformer en délit d'initié ou en auditions sur les pratiques abusives de marché ;

- le même processus s'applique également lorsque le risque de gestion/surveillance des marges est géré(e) par la Bourse par le biais de sa propre chambre de compensation ; dans ce cas, la chambre de compensation pourrait être tenue de rendre compte lorsque les entreprises participantes ne parviennent pas à respecter leurs engagements ;
- Lorsque qu'il existe une chambre de compensation centrale de contrepartie distincte, dans le cadre de ses conditions de licence, cette entité peut avoir l'obligation d'informer l'Organisme de surveillance de la Bourse tel que susmentionné ; et
- La Bourse peut avoir une obligation de faire rapport à l'Organisme de surveillance de la Bourse sur le succès des cycles de règlement ou, inversement, seulement lorsqu'il y a une défaillance de règlement, indépendamment du fait qu'elle pourrait ne pas être responsable des processus de règlement.

Processus de renouvellement de licences

354. Dans certaines bourses, le renouvellement de la licence annuelle est un processus formel dans le cadre duquel la Bourse est tenue de faire rapport à l'Organisme de surveillance de la Bourse des conditions prévues lorsque la licence a été accordée ou renouvelée la dernière fois. Le processus de renouvellement est habituellement décrit dans les règlements qui ont été émis par l'Organisme de surveillance de la Bourse.
355. Dans d'autres marchés le renouvellement est automatique dès que la Bourse soumet un rapport annuel sur ses activités et les conditions d'octroi de licences.
356. Il y a généralement des conditions permanentes auxquelles l'adhésion est nécessaire chaque année, par exemple : l'établissement des rapports réguliers sur les résultats financiers, des rapports réguliers sur les enquêtes et les résultats et les mesures prises contre les auteurs ; la communication des résultats des vérifications de conformité des activités des entreprises participantes à l'égard de leur propre adhésion aux règles de la bourse concernant la présence d'agents de conformité et des opérateurs qualifiés, etc.
357. Dans l'hypothèse où la relation établie fonctionne avec succès, l'Organisme de surveillance de la Bourse devrait recevoir tous les rapports requis sur la durée des licences en vue de faciliter le processus de renouvellement.
358. Il y a habituellement une demande de licence et des frais de renouvellement payés chaque année, qui aident à financer les coûts de l'Organisme de surveillance de la Bourse. Il convient à ce stade de faire une mise en garde. Ces frais ne doivent pas être trop élevés pour ce qui pourrait être considéré,

d'une part, comme un obstacle pour les nouveaux demandeurs potentiels, ou d'autre part comme une autre taxe injustifiée. Il est intéressant de noter que la Bourse titulaire peut encourager ou favoriser une telle redevance élevée, car elle découragerait une concurrence potentielle. Ceci pourrait être qualifié d'obstacle réglementaire imposé pour l'admission.

XIV. Conditions recommandées pour les systèmes de surveillance de la Bourse et de l'Organisme de surveillance de la Bourse

Introduction

359. En plus des règles et des réglementations appropriés, il est très important que les Bourses et les organismes de surveillance de la Bourse aient accès aux systèmes qui leur permettent de contrôler que les entreprises participantes et les investisseurs respectent la lettre et l'esprit des règles et des réglementations.
360. Comme nous l'avons expliqué dans la section ci-dessus intitulée « Déterminer les conditions pour l'interaction entre les divers organismes de surveillance de la Bourse », la responsabilité de la surveillance peut être partagée entre l'Organisme de surveillance de la Bourse et la Bourse de diverses manières. La présente section ne prévoit pas de répartition particulière des responsabilités, mais spécifie les conditions de base pour un système de surveillance automatisé qui pourrait être utilisé tant par les échanges que par les organismes de surveillance de la Bourse.
361. Les systèmes de surveillance devraient être faciles à utiliser, à configurer et à personnaliser. À mesure que les marchés se développent, ils peuvent être sujets à des changements commerciaux et de réglementations. Il devrait donc être possible d'ajuster facilement le système de surveillance de ces changements et d'ajouter de nouveaux domaines de risque.

Contributions

362. Le système de surveillance doit être capable de saisir les entrées de toutes les bourses du groupement régional et des dépositaires associés.
363. Les Systèmes des échanges devraient fournir des détails complets de tous les ordres et opérations, ainsi que de tous les changements (amendements, annulations, etc.) à ces ordres. Le dépositaire devrait fournir des détails sur les investisseurs qui ont exécuté ces opérations. Le système de surveillance doit permettre le maintien de « connexions » entre les investisseurs pour aider à détecter des délits d'initiés et des tentatives de manipulation de marché.

Fonctionnalité

364. Le système doit permettre au personnel de surveillance de s'enquérir de la situation de ce qui suit :
- Tous les ordres du système ;

- Les ordres annulés ;
 - Les ordres amendés ;
 - Les ordres rapprochés y compris les opérations négociées ;
 - Les ordres ouverts par l'entreprise participante ;
 - Les ordres des titulaires de comptes individuels (ouverts, amendés et annulés) ; et
 - La profondeur du marché, à savoir tous les ordres par titre
365. Le système de surveillance doit être capable de calculer les repères pour un comportement de négociation normal tant pour les entreprises participantes que pour les titres.
366. Le personnel de surveillance devrait être en mesure de configurer des alertes dans les domaines suivants :
- Cours :
 - Cours de clôture : détecter les grands mouvements des cours ;
 - Mouvement intra journalier : pour détecter les grandes différences entre les cours élevés et bas ;
 - Déviation standard du cours intra journalier : pour détecter des différences anormales des cours ;
 - Mouvements de cours intra journaliers : pour détecter de grands mouvements de cours entre deux opérations ; et
 - Marquer la clôture : afin de détecter des différences importantes de cours juste avant la clôture (la manipulation de marché de ce type est souvent connu sous le nom de rampe, de falsification de la saisie ou d'habillement de bilan).
 - Montant des transactions/Volume :
 - Montant des transactions : pour détecter des montants de transactions supérieurs à un certain montant ;
 - Moyenne journalière des montants des transactions : pour détecter des montants de transaction exceptionnellement élevés ;
 - Montant des transactions journaliers, écart type : pour détecter des montants des transactions exceptionnellement élevés ;
 - Journée des transactions, l'écart type par entreprise participante : pour détecter des montants des transactions exceptionnellement élevés pour une entreprise participante ;
 - Journée des volumes – moyenne : pour détecter les volumes exceptionnellement élevés ; et

- Montant des transactions – montant sous-jacent : pour détecter des montants des transactions élevés dans différents instruments avec les mêmes titres sous-jacents (par exemple obligations convertibles ou d'autres dérivés).
- Autres :
 - Communiqué de presse : utilisé pour détecter si l'instrument en cours de négociation fait l'objet d'un nouveau communiqué de presse, ce qui pourrait indiquer le délit d'initié (autrement appelé boursicotage) ;
 - Échanges croisés (clientèle) ; utilisées pour détecter si un seul client (ou des personnes associées) achète et vend le même titre (connu comme opération fictive) ;
 - Échanges croisés (entreprise participante) : utilisées pour détecter un cabinet participant agissant à la fois comme acheteur et vendeur pour la même opération ;
 - Favori : utilisé pour détecter le moment où une entreprise participante peut négocier avant ses clients ;
 - Volume de membre : utilisé pour détecter le moment où un investisseur a eu un montant de transactions élevé par rapport à la quantité totale des actions émises ou échangeables (ce qui devrait normalement être divulgué en vertu des règles) ;
 - Dispersement d'ordres : pour détecter les ordres qui sont très dispersés, qui peuvent être des signes d'ordres qui ne sont pas destinés à être rapprochés ;
 - Court moment d'ordres : pour détecter les ordres qui sont retirés immédiatement (ce qui est connu sous le nom d'usurpation ou de stratification) ;
 - Ordre de localisation : est utilisé pour suivre tous les ordres d'une entreprise spécifique participants ou d'un client ;
 - Achat/vente intra journalier : est utilisé pour détecter si un client essaie d'acheter et de vendre le même instrument, le même jour ;
 - Vente à découvert, pour détecter les ventes à découvert ;
 - Combinaison de clients, pour détecter les transactions effectuées entre deux clients (cela pourrait indiquer un complot ourdi par les deux clients pour manipuler le marché) ; et
 - Fixation de cours par les teneurs de marches : pour détecter si un teneur de marché ne répond pas à ses obligations.

367. Le système de surveillance devrait également fournir des informations sur l'exposition d'une entreprise participante à :

- Un seul client ; et
- à un seul titre.

368. Le système de surveillance devrait être capable de chercher par tous les critères et de rediffuser les événements des marchés à la fois en temps réel et sur une base historique action par action.

XV. Instruments juridiques pour la création d'une Bourse régionale virtuelle de valeurs

369. Cette section présente des propositions pour un régime juridique et réglementaire propre à soutenir la structure et les systèmes recommandés pour la Bourse panafricaine de valeurs proposée. La structure proposée prévoit une approche graduelle vers un marché boursier intégré pour la région en commençant par les efforts d'intégration en cours au niveau sous-régional.

370. Le régime juridique et réglementaire pour soutenir cette structure permettra aux pays participants de conserver leurs propres règlements et règles spécifiques tout en convenant des normes minimales d'émission, de négociation, de compensation et de régulation de titres ainsi que les normes comptables et d'audit, de divulgation d'informations et de gestion d'entreprise, afin de promouvoir des normes minimales dans tous les marchés participants. Cela devrait aider à promouvoir la libre circulation des valeurs mobilières, des capitaux et des services financiers concernés dans les pays participants de manière à protéger les investisseurs, l'efficacité et l'intégrité de marché et à éviter les risques systémiques.

371. Selon le modèle proposé, les offres de valeurs mobilières seraient régulées par l'Organisme de surveillance de la Bourse dans le « pays » de compétence de l'émetteur des titres. Les organismes de surveillance de la Bourse doivent permettre la commercialisation de titres sur tous les marchés du groupe une fois qu'ils sont approuvés dans l'un des marchés, et il conviendra d'amender les lois et les règles existantes qui nécessitent l'approbation de la réglementation pour la négociation des valeurs mobilières dans chaque province et territoire, même si elles sont déjà approuvées dans un marché participant. Des conditions de divulgation d'informations de base acceptables pour tous les organismes de surveillance de la Bourse participants devraient être incorporées dans les modifications réglementaires proposées afin d'assurer que, une fois approuvés dans un marché, les titres soient vendus dans tous les autres marchés participants. Une fois le titre approuvé pour être vendu au public, dans le cadre du modèle proposé, l'organisme de surveillance pourrait demander son admission à la cote d'une bourse au sein du groupe et devrait être accepté à condition qu'il réponde aux conditions d'admission à la cote de cette bourse.

372. Une fois la licence obtenue ils seraient en mesure d'accéder à n'importe quel marché dans le groupe à condition qu'ils répondent aux exigences techniques fixées par cette bourse. Une fois de plus les lois et règlements qui limitent l'accès aux marchés intérieurs devraient être changés.

373. Actuellement, les différents systèmes juridiques existent dans la région. Il s'agit de :

- la tradition de droit commun pour les pays anglophones ;
- les variantes de la tradition de droit civil comme le droit civil français (pour les anciennes colonies françaises), le droit civil espagnol (Guinée équatoriale), le droit civil portugais (pour les cinq anciennes colonies portugaises), le droit civil belge (République démocratique du Congo) ;
- un système combinant à la fois droit commun et les traditions du droit civil (comme au Botswana, Cameroun, Maurice, Namibie, et Afrique du Sud ; et
- une combinaison de certains de ces systèmes avec la loi islamique (dans les pays comme l'Algérie, l'Égypte, le Maroc et le Nigeria).

374. Par ailleurs, un total de seize pays de l'Afrique l'Ouest et centrale d'expression française ont adopté le système harmonisé OHADA²⁵ du Droit des Affaires depuis 1993, avec l'harmonisation de l'entreprise, des valeurs mobilières, un contrat, des systèmes sur la faillite et l'insolvabilité, et des lois comptables, entre autres, ainsi qu'une juridiction supranationale qui applique ces droits à tous les pays membres. Le système des droits OHADA est constamment révisé, y compris un récent amendement de la législation régissant la création, la perfection, et l'application des intérêts de sécurité approuvés par le Conseil des ministres des États membres de l'OHADA²⁶ en décembre 2010.

375. Bien que n'étant pas nécessairement un obstacle à l'harmonisation des valeurs mobilières et des lois connexes, les différents systèmes juridiques opérant dans la région ont aujourd'hui des implications différentes pour la manière dont les entreprises émettrices sont mises en place, possédées et gérées, la manière dont les régimes de placement collectif tels que les fonds communs de placement peuvent être organisés, et la manière dont les titres peuvent être distribués et négociés. Il est essentiel que ces implications et d'autres identifiées par les pays participants et que des normes communes relatives à la gestion d'entreprise, à la divulgation des informations, à la comptabilité, à l'exécution des contrats de valeurs mobilières, entre autres, soient convenues²⁷.

376. Les marchés financiers interconnectés peuvent avoir des avantages considérables pour la région, mais peuvent tout aussi bien accroître les risques systémiques pour les marchés individuels et pour la région dans son

²⁵ « Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires » ou « Organisation for the Harmonization of Business Law in Africa »

²⁶ Les changements ont pris effet en mai 2011

²⁷ Par exemple, les Droits d'OHADA ne reconnaissent pas le concept de « Fonds fiduciaire » tel qu'il est conçu dans le droit britannique. Toutefois, dans l'amendement de 2010, le concept d'« Agent en valeurs mobilières » a été introduit, en vertu duquel les institutions de crédit désignées pourraient être dotées de pouvoirs spéciaux similaires à ceux des fonds fiduciaires pour créer, maintenir et mettre en vigueur la garantie accessoire au nom des créanciers garantis.

ensemble s'ils ne sont pas supervisés de manière appropriée. Par exemple, l'absence de règles pertinentes ou d'application des règles relatives à la compensation et au règlement des opérations sur les titres dans un ou plusieurs marchés participants, peut avoir des répercussions sur plus d'un marché. De même, si les pratiques de manipulation commerciale ne sont pas contrôlées, elles pourraient avoir des répercussions sur plus d'un marché si la négociation est effectuée par un courtier/négociateur dans des marchés multiples. Les tendances récentes observées dans les crises financières à travers le monde ont montré que la libéralisation des marchés financiers interconnectés peut propager ces risques plus rapidement par des effets de contagion. En outre, la présence des institutions financières d'importance systémique (SIFI) participant au marché régional présentent des risques systémiques pour la région en cas de défaillance d'une de ces institutions. Cette situation a attiré l'attention renouvelée à la nécessité d'adopter des mesures de réglementations à l'échelle du système en vue de contrôler et de gérer les risques ainsi que de renforcer la coordination transfrontalière de la réglementation pour faire face aux risques transfrontaliers, en particulier ceux posés par les institutions financières (notamment les SIFI) qui opèrent dans plus d'un marché.

377. Outre ses trente principes de réglementation en matière de valeurs mobilières, l'OICV²⁸ a introduit huit nouveaux principes en 2010 (voir Schéma 5) reflétant l'accent mis sur la divulgation des informations et la transparence aux niveaux des produits et du marché pour aider à identifier et à atténuer les risques systémiques, ainsi qu'à améliorer la surveillance de la réglementation des affaires pour aider à gérer les conflits d'intérêts et l'accumulation de structures d'incitation indésirables.

Schéma 5 : Nouveaux principes de l'OICV sur le risque systémique

Principe 6 : Le régulateur devrait avoir ou contribuer à un processus de suivi, d'atténuation et de gestion de risque systémique adapté à son mandat ;

Principe 7 : Le régulateur devrait avoir ou contribuer à un processus de révision régulière du périmètre de la réglementation ;

Principe 8 : L'Organisme de surveillance de la Bourse devrait veiller à ce que les conflits d'intérêts et la non-conformité des mesures d'incitation soient évités, éliminés, divulgués ou autrement traités ;

Principe 19 : Les auditeurs doivent être soumis à des niveaux adéquats de supervision ;

Principe 20 : Les auditeurs doivent être indépendants de l'entité émettrice qu'ils contrôlent ;

Principe 22 : Les agences de notation devraient être soumises à des niveaux adéquats de surveillance. Le système de régulation doit veiller à ce

²⁸ Objectifs et principes de réglementation des valeurs mobilières de l'OICV - juin 2010 (voir Annexe C).

que les agences de notation dont les notations sont utilisées à des fins de régulation soient soumises à l'enregistrement et à une surveillance en continu ;

Principe 23 : Les autres entités qui offrent aux investisseurs des services d'analyse ou d'évaluation devraient faire l'objet d'une surveillance et d'une réglementation appropriées à l'impact de leurs activités sur le marché ou à la mesure dans laquelle le système de réglementation repose sur eux ; et

Principe 28 : La réglementation devrait veiller à ce que les fonds de couverture et/ou Fonds alternatifs des gestionnaires/conseillers soient surveillés de manière appropriée.

378. Les instruments clés pour assurer un environnement juridique et réglementaire favorable pour la structure du marché régional virtuel proposé comprendraient :
- Un protocole d'accord (PA) signé par les organismes de surveillance de la Bourse participants ; et
 - un protocole d'accord qui doit être signé par les bourses participantes dans la région.
379. Ces protocoles d'accord devraient faciliter la compréhension, tandis que les organismes de surveillance de la Bourse et les bourses maintiendraient leur autonomie réglementaire et leurs régimes juridiques nationaux tant qu'ils répondront aux normes minimales convenues.
380. Le protocole d'accord qui doit être signé par les organismes de surveillance de la Bourse devrait viser à :
- Offrir une plate-forme commune pour l'établissement des objectifs de régulation d'un marché régional virtuel, sur la base des normes internationales, y compris les objectifs de protection des investisseurs dans les différents pays ainsi que dans l'ensemble du marché régional, la promotion de l'efficacité et de l'intégrité de marché, et de réduire les risques du système.
 - Convenir des normes et des conditions réglementaires pour les offres publiques de titres. Alors que la plupart des organismes de surveillance de la Bourse de la région utilisent le modèle basé sur la divulgation de l'approbation des offres publiques, dont certains s'appuient sur des conditions fondées sur le mérite, notamment en ce qui concerne le marché obligataire dans le cadre duquel les ratios de rentabilité et de levier, entre autres, doivent être respectés afin d'émettre des obligations pour le public. La cohérence de l'approche est essentielle pour promouvoir des normes communes à cet égard de même que la confiance des investisseurs. Le rôle que peuvent jouer les notations de crédit sur les marchés obligataires doit également être examiné et approuvé, si possible. Il serait aussi utile de convenir de certaines normes minimales pour la réglementation des agences de notation de crédit.

- Clarifier le mode de divulgation d'informations par les entreprises cotées à chaque marché, afin de s'assurer que tous les investisseurs aient le même accès aux informations importantes et ne soient pas défavorisés en raison de l'éloignement et par manque de communication par voie postale ou par faiblesses de la technologie. Actuellement, la plupart des pays de la région exigent que les émetteurs postent les avis des assemblées générales et les chèques de dividendes aux investisseurs par le biais de leurs adresses enregistrées dans le registre. Étant donné les faiblesses des systèmes postaux dans la région, il peut en résulter une situation où certains investisseurs ne reçoivent pas les avis ou les chèques qui leur sont destinés, ou alors les reçoivent avec retard. De plus, une dépendance complète sur la technologie pour la diffusion de l'information ou des avis peut être défavorable à certains investisseurs. Les organismes de surveillance de la Bourse devraient donc veiller à ce que les émetteurs et les bourses aient des mécanismes de divulgation d'informations qui garantissent que tous les investisseurs (y compris les investisseurs d'outre-mer) reçoivent des informations importantes en temps voulu.
- Amender les conditions d'admission à la cote et/ou les conditions de reconnaissance pour permettre aux dépositaires d'exiger que les émetteurs et/ou dépositaires organisent le paiement de dividendes, d'intérêts ou autres revenus de placements aux détenteurs de titres inscrits, ou par le biais de leurs comptes nominatifs dans des délais appropriés.
- Convenir des mécanismes par lesquels les courtiers/les concessionnaires d'une juridiction participante pourraient être en mesure d'accéder aux bourses et aux systèmes connexes (dépôt, compensation et règlement) et à d'autres juridictions participantes. Idéalement, ce « passeport unique » devrait permettre un accès illimité. Toutefois, dans les premières étapes, il serait acceptable que les Organismes de surveillance de la Bourse limitent l'accès aux courtiers/concessionnaires d'outre-mer l'accès aux courtiers/concessionnaires locaux de ces juridictions éloignées.
- Fournir une base de reconnaissance mutuelle et d'équivalence. Des normes minimales communes doivent être convenues pour adoption sur la base de normes internationales standard telles que les plus de trente plus huit principes de l'OICV portant sur la réglementation des valeurs mobilières ainsi que les normes de l'OCDE et du Commonwealth sur la gestion d'entreprise.
- Clarifier les rôles de réglementation des organismes de surveillance de la Bourse du pays d'origine par rapport aux organismes de surveillance de la Bourse du pays d'accueil (l'Organisme de surveillance de la Bourse d'un marché autre que dans la juridiction d'origine de l'opérateur) en ce qui concerne le courtier/les concessionnaires, en particulier ceux qui sont systématiquement importants à la région. Par exemple, s'il serait souhaitable pour le pays d'accueil d'un participant

au marché de conserver l'autorité/le contrôle de la réglementation sur un courtier/négociateur, il importe de convenir de l'action immédiate qu'un organisme de surveillance de la Bourse pourrait prendre pour faire respecter les normes relevant de sa compétence si un courtier/concessionnaires violent ses règles. Il est nécessaire que les régulateurs/superviseurs participants identifient et conviennent sur le choix des courtiers et d'autres institutions systématiquement importants qui participent au marché. Ils doivent également convenir d'un cadre réglementaire et prudentiel commun applicable à ces entités afin de réduire le potentiel de risque systémique. De plus, les organismes de surveillance de la Bourse doivent convenir à l'avance de la mesure dans laquelle l'Organisme de surveillance de la Bourse hôte peut être en mesure de « protéger » les actifs d'un courtier/négociateur dans sa juridiction d'origine (dans le cas de défaillance/d'insolvabilité) pour assurer le paiement des obligations financières dues par ce courtier/négociant aux investisseurs dans la juridiction d'accueil.

- Améliorer la coordination, le partage d'informations entre les organismes de surveillance de la Bourse, ainsi que les normes pour la mise en vigueur transfrontalière. Chaque organisme de surveillance de la Bourse participant devrait être assujéti à la condition de signer le Protocole d'accord multilatéral²⁹ de l'OICV pour la coopération transfrontalière et le partage d'informations sur les valeurs mobilières entre les Organismes de surveillance de la Bourse.
- Convenir des mécanismes communs pour le renforcement des capacités des Organismes de surveillance de la Bourse en vue de protéger les investisseurs en améliorant la surveillance du marché, les systèmes d'enquête et de mise en vigueur, et améliorer la coopération avec d'autres organismes de surveillance des services financiers (assurances, banques, retraites) de la région.
- Fournir une plate-forme permanente telle que l'Association des Organismes de surveillance de la Bourse régionaux recommandée au paragraphe 342 ci-dessus, pour poursuivre les discussions et examiner les principaux problèmes de réglementation d'intérêt commun.
- Convenir des détails de fonds de fidélité/compensation disponibles pour l'indemnisation des investisseurs en cas de violation des droits des courtiers/négociateurs et/ou de leurs défaillances, dans les pays où les organismes de surveillance assurent la gestion de ces fonds de fidélité.
- Le Protocole d'accord pour les bourses devrait fournir un cadre pour :

²⁹ Il s'agit du Protocole d'accord multilatéral présenté par l'OICV en 2002 pour signature par ses membres, en vue de promouvoir la coopération et les échanges d'informations entre les organismes de surveillance de la Bourse. En janvier 2010, il a été indiqué que quelque 96 pour cent des 115 régulateurs membres de l'OICV avaient soit satisfait aux conditions requises pour devenir signataires ou s'étaient engagés à changer leurs législations pour leur permettre de le faire.

- Déterminer les conditions d'accès au courtier/négociateurs aux plates-formes de négociation, de compensation, de règlement et de dépôt participantes dans la région ;
 - convenir de normes minimales communes en matière de prospectus d'offres de valeurs mobilières, et les conditions d'adhésion pour les membres négociateurs ;
 - le détail des fonds de fidélité/compensation disponibles pour l'indemnisation des investisseurs en cas de violation des droits des courtiers/négociateurs et/ou de leurs défaillances lorsque ces fonds de fidélité sont gérés par des bourses participantes ;
 - questions à moyen et à long terme telles que la démutualisation et les modalités pour y parvenir, et
 - une Condition demandant qu'un accord soit conclu entre les bourses participantes et leurs fournisseurs de services technologiques en vue de préciser les risques dont le(s) fournisseur(s) de technologies devrai(en)t être responsable(s) pour des pertes subies par les différentes bourses suite à la défaillance de tout ou partie à leurs systèmes des échanges, de compensation et de règlement.
381. Il importe que des mécanismes d'appui soient mis en place pour permettre aux organismes de surveillance de la Bourse participants de répondre à ces normes de base/minimales, notamment dans le cas des pays ayant une expertise et des ressources limitées. Ceux-ci pourraient inclure des arrangements par lesquels des organismes de surveillance de la Bourse/bourses relativement mieux dotés en ressources fourniraient une assistance technique pour les plus faibles, avec le soutien de l'UA, la CEA et peut-être du bloc économique régional.
382. En plus des instruments ci-dessus, une feuille de route identifiant les réformes de politique que les pays participants devraient effectuer en vue de soutenir une plus grande intégration du marché des capitaux serait nécessaire. Ces réformes devraient comprendre :
- La suppression du contrôle des échanges (contrôle des capitaux sur les investissements entrants et sortants) qui peuvent exister dans les pays participants ;
 - Les questions de convertibilité de monnaies, et
 - la rationalisation et l'amélioration des mécanismes transfrontaliers de règlement des différends.
383. Ces problèmes de fond nécessiteraient que les ministères des Finances, les banques centrales, les ministères de la Justice (le cas échéant), ainsi que les blocs économiques régionaux tels que les secrétariats de la CEDEAO, de l'EAC, de la CEMAC, de la SADC (à court ou à moyen terme) prennent des mesures. Par exemple, alors que les contrôles de capitaux et des régimes fiscaux qui pèsent sur l'activité du marché primaire et secondaire sont

essentiels pour un fonctionnement harmonieux du marché régional virtuel, ils vont au-delà des pouvoirs des organismes de surveillance de la Bourse des valeurs mobilières et ne peuvent être effectués que par une partie ou l'ensemble des ministères des Finances, les législatures, et les banques centrales des juridictions participantes.

384. Il est nécessaire d'institutionnaliser une interaction accrue entre les organismes de surveillance de la Bourse participants, les bourses, les décideurs ainsi que les participants au marché tel que les associations des marchés des valeurs mobilières (ou par le biais de l'Association des bourses africaines - ASEA), et des associations d'actionnaires dans les pays participants, afin de s'assurer que toutes les questions pertinentes touchant à la mise en œuvre sans heurt des recommandations soient identifiées et traitées de manière holistique et en temps opportun.

XVI. Développer un plan directeur pour la création d'une bourse panafricaine de valeurs

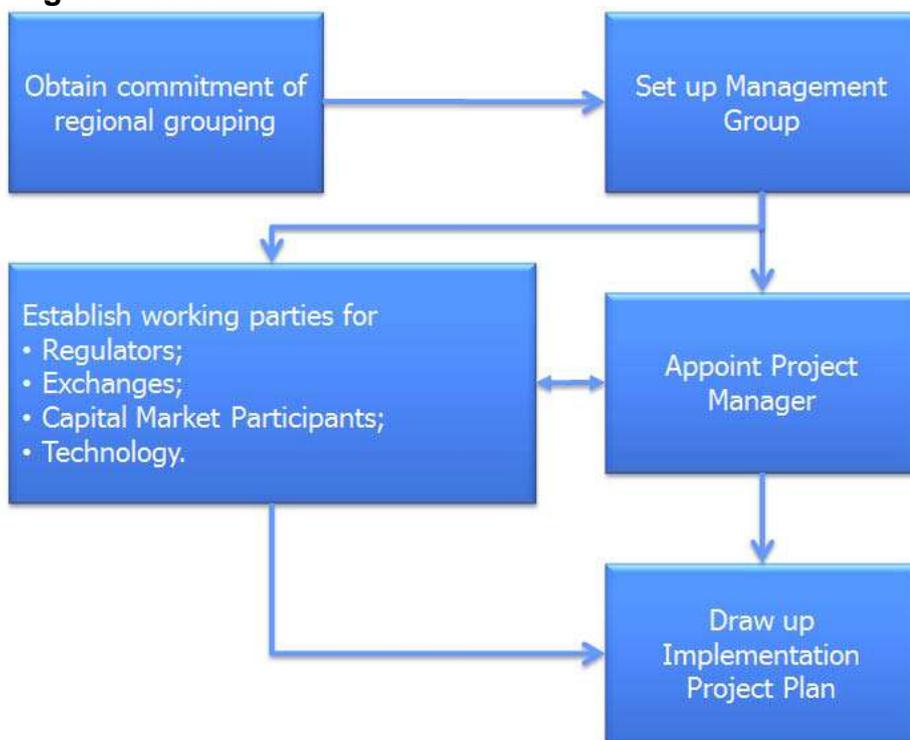
Aperçu

385. Ces propositions sont basées sur le développement des groupements économiques régionaux existants ou des sous-groupes y relatifs. Il n'est donc pas possible d'imposer une structure de l'extérieur ou d'avancer leur développement sans la participation et l'engagement des pays et des marchés intéressés.
386. Les étapes nécessaires à la réalisation d'un marché régional virtuel fonctionnel sont les suivantes :
- Obtenir l'engagement d'un groupe régional ou d'un sous-ensemble d'un groupe³⁰ régional pour un tel événement ; ceci nécessitera l'engagement des gouvernements, des banques centrales, des organismes de surveillance de la Bourse et des bourses ;
 - Mettre en place un Comité directeur chargé de faire avancer le développement ;
 - Nommer un chef de projet qui fera rapport au groupe de la direction et sera responsable de suivre les progrès accomplis au regard des plans convenus ;
 - Établir des groupes de travail pour chacun des groupes ci-après :
 - Organismes de surveillance de la Bourse ;
 - Bourses ;
 - Participants au marché de capitaux ; et
 - Technologie.

³⁰ Il n'est pas nécessaire que tous les pays et tous les marchés au sein d'un groupement régional s'engagent vis-à-vis du développement du marché financier même s'il est reconnu que plus il y a de participants au marché moins cher sera le coût unitaire.

387. La figure 6 est une représentation schématique des étapes qui constituent la feuille de route.

Figure 6 : Feuille de route



Étape 1 : Obtenir l'engagement du groupe ou sous-groupe régional

388. L'engagement requis à ce stade de la part des gouvernements, des banques centrales, des bourses et des Organismes de surveillance est de réaliser les étapes suggérées ci-dessus, à savoir amener le projet à l'étape de l'élaboration d'un plan de mise en œuvre chiffré. Une fois arrivées à ce stade, certaines Bourses peuvent se voir obliger de se retirer du projet étant donné qu'elles devront entreprendre certains changements internes avant qu'elles ne puissent réellement intégrer la bourse régionale virtuelle. Les changements peuvent être de l'ordre de l'assouplissement des restrictions en matière de contrôle des changes au sein du groupe. Il est également possible que d'autres bourses décident d'intégrer la bourse régionale virtuelle à ce stade.

389. Cet engagement des Organismes de surveillance des bourses et des bourses doit être soutenu par les gouvernements et attesté par la signature d'une lettre d'intention par les Organismes de surveillance des bourses et les bourses des pays concernés. Cette lettre engagerait les signataires à :

- Nommer des représentants au Comité directeur ;
- Nommer des représentants qui participeront aux groupes de travail pertinents ;
- Prendre en charge le soutien de ces représentants, si nécessaire ;

- Contribuer au fonds pour s'assurer que les groupes de travail peuvent accomplir leurs tâches (voir ci-dessous le paragraphe X des coûts estimatifs).

Étape 2 : Constituer le Comité directeur

390. Le Comité directeur est chargé de mener à bien cette étape du projet. Chaque pays devrait avoir au moins un représentant au Comité, mais la taille du Comité ne doit pas dépasser les dix membres pour qu'il soit cohérent et concentré.
391. Les représentants peuvent être issus du gouvernement, de la banque centrale, d'un organisme de surveillance ou d'une bourse. Ce qui est important, c'est leur engagement à mener à terme le projet.
392. Le groupe se réunira une fois par mois pour recevoir les rapports du chef de projet et des groupes de travail. Toutefois, le groupe peut se réunir plus souvent, si nécessaire.
393. La première tâche du Comité directeur est d'élire un président, un vice-président et un secrétaire. Si le groupe le juge acceptable, le chef de projet pourra rédiger le procès-verbal des réunions.

Étape 3 : Nommer un chef de projet

394. Le chef de projet fera rapport au Comité directeur. Il/elle sera en charge de l'élaboration du plan initial qui sera approuvé par le Comité directeur. Par la suite, il sera responsable de la mise en œuvre du plan et présentera un rapport sur les progrès réalisés par les groupes de travail lors de la réunion mensuelle du Comité directeur.
395. Le chef de projet pourrait être détaché de l'une des organisations impliquées, même si, pour éviter tout conflit d'intérêts, il serait peut-être préférable d'impliquer une tierce personne, éventuellement un consultant externe, bénéficiant d'une certaine expérience en matière de marché des capitaux et de gestion de projet.

Étape 4 : Établir des groupes de travail

396. Il devrait y avoir quatre groupes de travail comme suit :
- Groupes de travail sur les Organismes de surveillance de la Bourse ;
 - Groupes de travail sur les bourses ;
 - Groupes de travail sur les participants au marché de capitaux ; et
 - Technologie.
397. Les tâches assignées aux groupes de travail susmentionnés représentent une lourde charge de travail pour tous ceux qui y sont impliqués. Ces activités ne peuvent être réalisées que si toutes les personnes concernées sont

- fermement engagées dans le projet et bénéficient d'un fort soutien des gouvernements concernés.
398. Les termes de référence de chaque groupe de travail sont présentés ci-dessous.
399. Chaque groupe de travail devrait élire son propre président, son vice-président et son secrétaire.
400. Les groupes de travail devront se réunir sur une base très régulière. Pour éviter les temps de déplacement et les dépenses excessives, il peut être possible d'avoir des conférences téléphoniques hebdomadaires ou des vidéoconférences. Le chef de projet doit assister à toutes les réunions des groupes de travail.
401. Le groupe de travail devra identifier toutes les tâches à entreprendre et les répartir entre ces membres. D'abord, un certain nombre des tâches qui sont à entreprendre impliquent des activités de comparaison entre les marchés et, par conséquent, chaque membre du groupe de travail devra avoir accès aux informations au sein de sa propre organisation et les fournir au membre assigné à cette tâche. Ensuite, il faudra déterminer les mesures à prendre pour permettre au marché régional de fonctionner.
402. Il peut être avantageux pour chaque groupe de travail d'avoir un facilitateur pour l'assister dans sa tâche. Une fois de plus, le facilitateur peut être détaché de l'une des organisations participantes ou peut être recruté en tant que consultant externe. Si possible, le facilitateur doit avoir une certaine expérience dans les échanges et les normes internationaux.

Termes de référence du Groupe de travail des Organismes de surveillance de la Bourse

403. Au moins un représentant de chaque organisation régionale devrait être représenté au sein des groupes de travail, et le nombre total de membres dans chaque groupe de travail ne doit pas dépasser douze.
404. Les termes de référence du Groupe de travail des Organismes de surveillance de la Bourse ont pour objectif d'élaborer et d'adopter les éléments d'un protocole d'accord qui doit être signé par chaque organisme de surveillance de la Bourse. Fondamentalement, une plate-forme commune pour établir les objectifs de la régulation d'un marché régional virtuel, y compris les objectifs de protection des investisseurs dans les différents pays, ainsi que dans l'ensemble du marché régional, la promotion de l'efficacité et de l'intégrité de marché et la réduction des risques liés au système. Les éléments impliqués dans une telle plate-forme commune sont énoncés au paragraphe 380 ci-dessus.

Termes de référence du Groupe de travail des bourses

405. Au moins un représentant de chaque organisation régionale devrait être représenté au sein des groupes de travail, bien que le nombre total de membres de chaque groupe de travail ne dépassent pas douze.
406. La tâche du Groupe de travail des Bourses sera d'élaborer un cadre comme suit :
- déterminer les conditions d'accès des courtiers/négociateurs aux plates-formes de négociation, de compensation, de règlement et de dépôt participantes dans la région ;
 - convenir des normes minimales relatives aux prospectus d'offres de valeurs mobilières, et des conditions d'adhésion des membres opérateurs ;
 - les détails des fonds de fidélité/compensation disponibles pour l'indemnisation des investisseurs en cas de violation de leurs droits par les courtiers/négociateurs et/ou leurs défaillances lorsque ces fonds de fidélité sont gérés par des bourses participantes ; des questions à moyen et à long terme telles que la démutualisation et les modalités pour y parvenir ; et
 - une condition demandant qu'un accord soit conclu entre les bourses participantes et leurs fournisseurs de services technologiques en vue de préciser les risques que les fournisseurs de technologie(s) devraient prendre pour les pertes subies par les différentes bourses suite à la défaillance de tout ou partie à leurs systèmes des échanges, de compensation et de règlement.

Termes de référence du Groupe de travail des participants au marché de capitaux

407. Le Groupe de travail des participants au marché de capitaux devrait comprendre des représentants du secteur privé qui sont impliqués dans le marché des capitaux, comme des courtiers, des gestionnaires de fonds, des gestionnaires des actifs, etc. Il devrait y avoir au moins un groupe basé dans chacun des pays concernés, provenant d'organisations qui sont intéressées par le développement de marchés régionaux virtuels de manière concrète. Ce comité aura pour tâche d'examiner les facteurs macro-économiques qui ont une incidence sur le développement d'un marché régional virtuel. Ceci devrait être entrepris sur une base de pays par pays. Le groupe de travail devra élaborer des normes minimales pour permettre le fonctionnement d'un marché régional virtuel, à savoir, si l'abolition totale du contrôle des changes était une solution idéale, cela ne semble guère pratique pour tous les pays du groupement au moins dans les phases initiales ; par conséquent la tâche est de trouver une solution acceptable pour les participants aux marchés financiers et au gouvernement.
408. Le groupe de travail devrait au moins aborder les éléments suivants :

- Le contrôle des changes et les restrictions similaires ;
- Les obstacles à l'égard de l'accèsion des étrangers à la propriété d'actifs nationaux pour les étrangers ;
- Les lois relatives à l'insolvabilité et à la faillite ;
- L'application transfrontalière des contrats ;
- Les problèmes de double imposition ;
- Autres facteurs que les participants identifient comme inhibant la négociation entre les marchés.

409. Nous ne recommandons pas que les gouvernements soient représentés au sein du groupe de travail, mais qu'une liaison étroite soit établie entre les représentants nationaux au sein du groupe de travail et leur gouvernement afin que les idées soient testées à un stade précoce.

Termes de référence du Groupe de travail technologique

410. Le Groupe de travail technologique devrait comprendre des représentants de tous les fournisseurs de technologies aux marchés régionaux. Ce groupe comprend des représentants des organisations qui utilisent la technologie, à savoir, les bourses, les organismes de surveillance de la Bourse (s'ils sont dotés d'une technologie de surveillance), les chambres de compensation et les dépositaires.

411. Ce groupe de travail a un rôle double :

- d'abord, identifier les obstacles à la mise en œuvre du modèle si la technologie actuelle devait être utilisée ; et
- deuxièmement, faire des recherches sur les coûts et les modèles de financement possibles pour la fourniture externe de la technologie dans une plate-forme unique au service de tous les marchés participants.

Étape 5 : Élaborer un plan de mise en œuvre chiffré pour le marché régional virtuel

412. L'objectif de ces groupes de travail est d'élaborer pour le marché régional virtuel un plan de mise en œuvre chiffré et assorti d'un calendrier qui sera présenté au Comité directeur pour approbation. Ce plan devrait :

- identifier les travaux que chaque pays devra effectuer en vue de l'éventualité de la mise en place du marché régional virtuel et fixer un calendrier pour sa réalisation (en supposant que le marché concerné est engagé dans ces entreprises), et
- prendre une décision régionale en matière de technologie, à savoir s'il faut maintenir la technologie existante ou investir dans de nouvelles technologies régionales.

Calendrier pour l'élaboration du plan de mise en œuvre chiffré et assorti d'un calendrier

413. S'il est difficile de fixer un calendrier pour un développement si ambitieux, nous recommandons que le calendrier initial pour toutes les tâches à accomplir ci-dessus soit d'une durée de 12 mois à compter de l'obtention de l'engagement des marchés et de la désignation d'un gestionnaire du projet. Il est peu probable que les tâches soient achevées en moins de temps, mais nous sommes convaincus qu'un délai relativement court permettra de maintenir l'élan suscité pour le projet.

XVII. Déterminer le coût total de mise en place et en fonction de la Bourse panafricaine de valeurs

414. Les premières étapes de la feuille de route sont les suivantes :

- Mettre en place un Comité directeur du projet ;
- Nommer un chef de projet ;
- Mettre en place quatre groupes de travail ;
- Nommer un facilitateur pour chaque groupe de travail.

415. Les représentants du Comité directeur du projet et des groupes de travail devraient être des personnes influentes et bien informées dans leur propre sphère d'influence. Les activités relatives à ces groupes qu'ils effectuent ne devront pas les occuper à temps plein bien qu'il soit entendu que les organisations qu'ils représentent assistent le comité. Nous considérons que ces représentants et le personnel de leurs organisations effectueront ces tâches dans le cadre du travail quotidien ordinaire. Nous n'avons donc pas inclus des coûts supplémentaires dans le budget pour ces tâches.

416. Si le chef de projet peut être détaché d'un des pays, alors, encore une fois, on n'aura pas besoin de budget supplémentaire pour ce poste. Toutefois, nous sommes d'avis qu'un chef de projet indépendant ferait mieux avancer le projet dans les délais prévus. En outre, le poste de chef de projet doit certainement être un poste à plein temps. Nous avons donc prévu un budget pour le poste à plein temps de chef de projet.

417. Nous avons également recommandé qu'il y ait un facilitateur pour chacun des quatre groupes de travail. Encore une fois, ce serait un poste à temps plein qui pourrait être assumé par une personne détachée d'une des organisations représentées au sein du groupe de travail. Dans ce cas, il ne serait pas nécessaire d'affecter des moyens supplémentaires. Toutefois, s'il faut recruter une personne externe alors un budget supplémentaire sera nécessaire.

418. Le chef de projet aura à faire de nombreux voyages étant donné qu'il/elle devra participer aux réunions du Comité directeur et assurer la liaison avec l'ensemble des groupes de travail et qu'il est probable que les réunions se tiendront à différents endroits.

419. Les facilitateurs des groupes de travail voyageront moins, car nous recommandons, chaque fois qu'il est possible, que les réunions aient lieu par vidéoconférence. Cependant, il est important qu'il y ait un certain nombre de réunions en tête à tête.
420. Nous recommandons que le groupe et le comité visent à achever leurs travaux dans les 12 mois à partir de la date de création du groupe et du comité. Cependant, compte tenu du délai relativement serré, nous pensons par conséquent qu'il serait bien d'ajouter une contingence de 50 % dans le budget.

Tableau 6 : Budget pour l'élaboration d'un plan chiffré et assorti d'un calendrier

Activité	Budget \$E.U.
Chef de Projet – Contrat de conseil/salaire pour un an	150.000 – 175.000
Voyages du chef de projet et des membres du Comité directeur	50.000
4 facilitateurs pour assister les groupes de travail (125.000 - 150.000 chacun)	500.000 – 600.000
Voyages pour les facilitateurs et les membres du groupe de travail	50.000
Total	750.000 – 875.000
Total y compris les imprévus (50 %)	1.125.000 – 1.312.500

421. À ce stade, il n'y a pas de coûts technologiques importants à prévoir étant donné qu'une décision à ce sujet (doit-on utiliser les ressources technologiques existantes et pour quelle durée) sera prise dans le cadre de la première étape de ce projet qui est d'élaborer un plan chiffré et assorti de calendrier.
422. Toutefois, il est recommandé qu'il y ait un engagement de partage des ressources technologiques au sein des groupements régionaux. De ce fait, il est probable que, à l'avenir, les marchés régionaux voudront mettre en œuvre un ou plusieurs nouveaux systèmes partagés. Il est peu probable que tous les marchés décident de mettre en place en même temps un tout nouveau système (système de négociation, de compensation, de règlement, de surveillance, de distribution de données, etc.). Le plan assorti de calendrier doit identifier les moments auxquels les systèmes auront probablement besoin d'être remplacés. Par exemple, un marché du Groupe peut avoir besoin de remplacer son système de négociation après 3 ans. Si les autres marchés du groupe participent au choix du système à remplacer, ils peuvent décider de s'aligner sur une plate-forme unique de négociation dans un certain délai.
423. Pour vous aider à comprendre le montant total à engager pour remplacer un éventail complet de programmes, nous présentons les coûts actuels à l'annexe E. Les fournisseurs de systèmes commerciaux ne publient pas des tarifs standards. Le montant que doit payer un marché dépend de la valeur

qu'attribue le fournisseur au marché (de nouveaux fournisseurs ou des fournisseurs qui proposent de nouveaux systèmes sont souvent à la recherche de « clients de référence » et peuvent donc offrir le système à des prix relativement bon marché) et de la capacité de négociation du marché sur le prix.