L'acte uniforme OHADA relatif au droit des sociétés commerciales : aspects de droit des marchés financiers

par

Didier LOUKAKOU
Docteur en droit privé-DESS Juriste d'affaires-CAPA (EFB Paris)
Responsable de l'Inspection et de la Réglementation (CSMFAC/COSUMAF)

RESUME

La mise en place, au cours des années quatre-vingt-dix, de l'OHADA et d'autres organisations africaines d'intégration, s'est réalisée dans un contexte caractérisé par le phénomène de la mondialisation de l'économie et des marchés financiers. Dès lors, le législateur de l'OHADA, dans son œuvre de construction d'un espace d'intégration juridique stimulateur de croissance et de développement économiques, a-t-il pris en compte les exigences liées à l'émergence de marchés financiers communautaires en zone OHADA ? Si, en matière d'obligations de transparence imposées aux entreprises et autres émetteurs faisant appel public à l'épargne, l'Acte uniforme relatif au droit des sociétés commerciales paraît assez satisfaisant, en revanche, en matière de mécanismes de financement desdits émetteurs, la construction paraît pour le moins inachevée, situation qui semble nécessiter une modernisation du dispositif, destinée à promouvoir l'attractivité, la compétitivité et le développement des marchés financiers de l'espace OHADA.

ABSTRACT

The establishment, in the years ninety, the OHADA and other African integration was achieved in a context characterized by the phenomenon of economic globalization and market Financial. Therefore, the OHADA legislator in his work of building a space of legal integration growth stimulator and Development, he considered the requirements for the emergence of financial markets community area OHADA?
If, in terms of transparency requirements imposed on companies and other issuers making public offerings, the Uniform Act relating to commercial companies seem quite satisfactory, however, in terms of funding mechanisms such issuers, the building seems at least incomplete, a situation that seems to require an upgrade of the device, designed to promote the attractiveness, competitiveness and development of financial markets of the OHADA area.

INTRODUCTION

L'émergence, en Afrique noire francophone, d'un droit uniforme des affaires, dans le cadre de l'Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires (OHADA), constitue, pour les pays membres[1], l'un des événements juridiques majeurs de la fin du XXème siècle dont l'onde de choc est encore perçue à travers leur espace géographique. L'adoption du Traité de l'OHADA et des Actes uniformes a donné lieu, en effet, à de véritables bouleversements. Elle a ainsi entraîné l'abrogation, pas toujours certaine au demeurant[2], de textes quelquefois centenaires. De ce vaste mouvement de réforme, est résulté une plus grande visibilité du droit applicable à la vie des affaires, une simplification et une meilleure adaptation des règles, davantage de sécurité juridique et judiciaire, bien que, sur ces divers points, des progrès notables soient encore attendus. A bien des égards, en dépit d'indéniables avancées, l'œuvre d'uniformisation entreprise n'a pas apporté toute la simplicité souhaitée et a laissé surgir des difficultés, qui ont interpellé la doctrine, notamment sur le terrain de l'interprétation et de l'application des règles[3]. Ces difficultés concernent, entre autres sujets, le champ d'application matériel du droit uniforme, son application dans le temps et la portée de ses dispositions[4]. Elles engendrent, ipso facto, une insécurité juridique, liée aux incertitudes quant aux modalités d'application et de mise en œuvre du droit uniforme.

Ces difficultés et incertitudes sont d'autant plus déplorables que l'institution de l'OHADA visait notamment à remédier à l'insécurité juridique et judiciaire, jadis décriée par les praticiens du droit africain des affaires et surtout par les investisseurs intervenant dans les Etats parties. En effet, comme on a pu l'observer, « c'est cette double sécurité juridique et judiciaire, facteur de consolidation de l'Etat de droit, que le Traité OHADA a entendu assurer

---

[1] L'OHADA compte, à ce jour, 16 pays membres : Bénin, Burkina Faso, Cameroun, Centrafrique, Comores, Congo, Côte d'Ivoire, Gabon, Guinée, Guinée Bissau, Guinée Equatoriale, Mali, Niger, Sénégal, Tchad, Togo. L'adhésion de la République Démocratique du Congo est en cours. Elle porterait à dix sept le nombre de pays membres.

[2] Par exemple, la portée abrogatoire de l'article 35 de l'Acte uniforme relatif au droit de l'arbitrage ne s'impose pas avec évidence, puisqu'en raison de la neutralité de sa rédaction, la question demeure de savoir comment il s'articule avec les dispositions nationales sur l'arbitrage.

[3] M. Brou KOUAKOU, « Bilan de l'interprétation des actes uniformes par la Cour Commune de Justice et d'Arbitrage », *Le Juris-Ohada*, n°3/2003, p.2, Ohadata D-04-04.

[4] La question de l'interprétation et de la portée des dispositions de l'article 10 du Traité OHADA a, très vite, interpellé la doctrine et continue ainsi de faire débat : v. J. ISSA-SAYEGH, « Quelques aspects techniques de l'intégration juridique : l'exemple des actes uniformes de l'OHADA », *Rev. de Droit Unif. Unidroit*, 1999-1, p. 5 ;

aux opérateurs économiques à travers les missions confiées à la Cour Commune de Justice et d'Arbitrage »[5].

Il convient de rappeler l'adoption, à partir des années 1990, du Traité OHADA et de ses actes uniformes, ainsi que de textes instituant, dans le même espace géographique, des marchés financiers communautaires, de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA)[6], d'une part, et de la Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC)[7], d'autre part.
Or, tous ces textes ont été élaborés de façon parallèle et sans coordination d'ensemble.

La mise en place de ces organisations s'est réalisée dans un contexte caractérisé par la mondialisation de l'économie et des marchés financiers, laquelle, on le sait, a imposé des défis nouveaux à différents pays et régions du monde, et notamment en Afrique, lesquels, pour endiguer ce mouvement, se sont vus contraints d'œuvrer pour le renforcement de leur intégration régionale.

Dès lors, le législateur de l'OHADA, dans son œuvre de construction d'un espace d'intégration juridique stimulateur de croissance et de développement économiques, a-t-il pris en compte et intégré toutes les exigences liées au phénomène de mondialisation de l'économie et à l'émergence de marchés financiers communautaires en zone OHADA ?

La mondialisation de l'économie s'est notamment traduite par la globalisation financière et l'internationalisation des marchés financiers. Il en est résulté un accroissement exponentiel des transactions sur les marchés financiers internationaux, grâce à l'apparition de nouvelles technologies de l'information et de la communication et à la faveur d'une interconnexion

---

[5] F. Onana ETOUNDI, « Le rôle de la Cour Commune de Justice et d'Arbitrage de l'OHADA dans la sécurisation juridique et judiciaire de l'environnement des affaires en Afrique », Conférence à la Journée OHADA sur le thème « Afrique, art, intégration économique et juridique », p.3. - La sécurité juridique constitue, par ailleurs, un objectif fondamental mis en relief dans le préambule du Traité OHADA.

[6] Le Marché Financier de l'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA) a été institué par Convention en date du 3 juillet 1996 portant création du Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF).

[7] Trois textes fondamentaux consacrent la création d'un marché financier régional au sein de la Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC) : l'Acte additionnel n° 11/00-CEMAC-CCE 02 du 14 décembre 2000 fixant le siège de la Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale (BVMAC) à Libreville (Gabon) ; l'Acte additionnel n° 03/01-CEMAC-CE-03 du 8 décembre 2001 portant création de la Commission de Surveillance du Marché Financier de l'Afrique Centrale (COSUMAF) en lui conférant les pouvoirs de tutelle, de régulation et de contrôle dudit marché ; le Règlement n°06/03-CEMAC-UMAC du 12 novembre 2003 portant organisation, fonctionnement et surveillance du marché financier de l'Afrique Centrale.

accrue des marchés financiers[8]. Les pays africains étant confrontés à une insuffisance des investissements, doivent, pour accroître la confiance des investisseurs, moderniser leurs économies et leurs marchés et offrir aux investisseurs un cadre réglementaire et des conditions, sinon meilleures, du moins équivalentes à celles de pays réputés attractifs.

Aborder les aspects de droit des marchés financiers de l'Acte uniforme relatif au droit des sociétés commerciales et du groupement d'intérêt économique[9] suppose au préalable des précisions d'ordre conceptuel visant à éclairer le domaine et les contours de la réflexion.

Que désigne alors le droit des marchés financiers ?

Le droit des marchés financiers peut être décrit comme un ensemble de règles régissant l'organisation et le fonctionnement des marchés financiers et qui, dans ce cadre, définit les institutions et structures des marchés, les opérations de marché et organise les relations entre les différents intervenants ou acteurs des marchés financiers : émetteurs, investisseurs, autorités, infrastructures de marché, intermédiaires, etc.

La dénomination « droit financier » est jugée préférable par certains auteurs[10] pour définir le droit applicable aux activités réalisées sur les marchés financiers. Cette opinion ne fait pas l'unanimité, d'autres auteurs admettant le caractère dominant de l'appellation « droit des marchés financiers », notamment du fait que le contenu de la discipline est alimenté par les problématiques liées au fonctionnement des marchés[11], cette dernière appellation offrant davantage de visibilité à la matière et étant d'une commodité indéniable, s'imposera dans la présente étude. Quoiqu'il en soit, il ne sera pas question, dans le cadre de la présente étude, d'aborder toutes les préoccupations de la matière. Sans éluder la complexité du cadre normatif des marchés financiers en général et dans l'espace OHADA en particulier, nous limiterons notre réflexion à certaines des questions fondamentales de droit des marchés financiers soulevées dans l'Acte uniforme.

---

[8] Rapport d'information de la Commission des Finances de l'Assemblée Nationale française sur la « Régulation de la mondialisation financière », doct. Ass. Nat. n° 2476, du 14 juin 2000, p. 7 et s.
[9] Dans la présente étude, cet acte uniforme sera désigné par l'abréviation « AU » ou « Acte uniforme ».
[10] Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2e éd., 2005, n°35, p. 36.
[11] A. COURET, H. Le NABASQUE et autres, *Droit financier*, coll. « Précis », Dalloz, 1ère éd., 2008, n° 2.

Le droit des sociétés et le droit des marchés financiers entretiennent des relations très étroites qui, à divers égards, illustrent une certaine imbrication. Le développement fulgurant des marchés financiers au cours des trente dernières années a d'ailleurs entraîné une mutation en profondeur des règles régissant le fonctionnement des marchés et renforcé la porosité entre les deux disciplines. Les sociétés cotées se caractérisent, plus qu'auparavant, par le rôle majeur que joue le marché dans leur fonctionnement. Comme on a pu le relever, « le droit des sociétés cotées trouve un principe de cohérence dans la prise en compte des exigences de la détermination de la valeur de la société par le marché »[12]. En outre, les deux corps de règles sont étroitement sollicités pour l'encadrement des transactions et opérations qui se déroulent sur les marchés financiers. Il convient également de préciser que les réglementations combinées de l'appel public à l'épargne et des valeurs mobilières, contenues dans l'Acte uniforme OHADA relatif au droit des sociétés commerciales, visent, en grande partie, à optimiser le financement des sociétés par actions, grâce notamment à la possibilité qui leur est offerte de regrouper une multitude d'actionnaires et ainsi, d'exercer un véritable « pouvoir de concentration »[13].

L'Acte uniforme comporte ainsi certaines dispositions qui ressortissent au droit des marchés financiers. Il s'agit des dispositions relatives aux sociétés faisant appel public à l'épargne. Ces dernières sont dites « ouvertes », dans la mesure où elles recourent à l'épargne publique pour assurer le financement de leurs investissements, par opposition aux sociétés dites « fermées », qui, elles, ne font pas appel public à l'épargne.

Les dispositions de l'Acte uniforme relevant du droit des marchés financiers concernent notamment : le document d'information (prospectus) exigé des émetteurs faisant appel public à l'épargne[14], les obligations d'informations imposées à ces émetteurs, le domaine d'application des règles de l'appel public à l'épargne[15], le régime des valeurs mobilières[16].

L'examen de ces différentes dispositions met en évidence deux préoccupations pour le moins contradictoires du législateur OHADA, relatives aux marchés financiers : d'une part, une ferme volonté d'encadrement et d'appréhension des opérations réalisées sur les marchés

[12] H. BOUTHINON-DUMAS, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, thèse Paris IX, 2006.
[13] C. CHAMPAUD, *Le pouvoir de concentration de la société par actions*, thèse Rennes 1961.
[14] Art 86 et s. AU.
[15] Art. 81 et s. AU.
[16] Art. 744 et s. AU.

financiers, à travers l'expression d'un impératif de transparence, et d'autre part, une relative circonspection dans la consécration de mécanismes de financement des sociétés intervenant sur les marchés financiers.

Ces constats nous conduisent à aborder successivement :

- L'AUDSC et la transparence des opérations sur les marchés financiers (I) ;
- L'AUDSC et le financement des opérations sur les marchés financiers (II).

I° - L'ACTE UNIFORME ET LA TRANSPARENCE DES OPERATIONS SUR LES MARCHES FINANCIERS

Les opérations financières des entreprises sur les marchés financiers, qui prennent la forme de levées de fonds (offres publiques de vente, augmentations de capital, emprunts obligataires, etc.) par appel public à l'épargne, constituent, d'une certaine manière, la « sève » des marchés financiers, tant il est vrai qu'en réalité, sans elles, il n'y a point de marché. En effet, traditionnellement, le marché financier comprend, d'une part, un marché primaire, qui est celui de l'émission des titres, encore appelé marché du neuf et, d'autre part, un marché secondaire, ou la bourse, marché de l'occasion, sur lequel les titres déjà émis s'échangent entre vendeurs et acheteurs, sur la base d'un prix représenté par le cours du titre. Le régime de l'appel public à l'épargne défini dans l'Acte uniforme, comprend un ensemble d'obligations d'information qui s'appliquent dès l'émission des titres sur le marché primaire. Outre le législateur OHADA, les autorités boursières complètent ce dispositif, en exigeant également des informations financières exhaustives pendant toute la vie boursière des titres, ou tant que l'entreprise garde son statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne[17].

Les opérations des émetteurs étant la principale source d'alimentation de l'activité sur les marchés financiers, leur encadrement se révèle d'une impérieuse nécessité, dans la mesure où, par ce biais, il s'agit d'assurer le bon fonctionnement des marchés[18].

---

[17] V. art. 67 et s. R.G. de la COSUMAF.
[18] A. COURET, H. Le NABASQUE et autres, *Droit Financier*, coll. « Précis », Dalloz, 1ère éd., 2008, p.7.

Dans les lignes qui suivent, sont abordés successivement les fondements du dispositif de transparence des opérations, qui procèdent avant tout d'un impératif de sécurité et de bon fonctionnement du marché (A) et le contenu de ce dispositif (B).

A - Les fondements du dispositif de transparence des opérations

Le régime de l'appel public à l'épargne défini dans l'AUDSC s'articule notamment autour d'un principe de transparence destiné à guider les conditions et la mise en œuvre des opérations financières sur les marchés, ainsi que les obligations des intervenants à ces opérations.

Ce faisant, le législateur de l'OHADA a indubitablement intégré ou anticipé, quoique de manière circonspecte et timorée, l'émergence de marchés financiers dans son espace géographique. Son mérite est réel, car la notion d'appel public à l'épargne, en dépit de son abandon sous d'autres cieux[19], s'impose comme une notion essentielle en droit des marchés financiers en ce qu'elle détermine la mise en œuvre des règles concourant à la protection des investisseurs et du marché. Ces règles prennent essentiellement la forme d'obligations d'information imposées aux émetteurs et aux autres acteurs du marché pour, d'une part, satisfaire l'exigence de transparence et, d'autre part, assurer un bon fonctionnement du marché, dans l'intérêt général de ses intervenants, de ses acteurs et du public.

La transparence, en effet, postule la diffusion, dans le cadre des opérations de marché, d'une information pertinente, exacte, précise et sincère sur l'émetteur, visant à permettre aux investisseurs de prendre leur décision d'investissement en toute connaissance de cause.

Il convient de rappeler que, traditionnellement, la transparence est considérée comme le paramètre de l'efficience des marchés financiers, l'élément déterminant une bonne connaissance des risques. En traduisant l'exigence d'une bonne information financière et comptable, l'impératif transparentiel vise à satisfaire l'intérêt supérieur du marché, en

[19] Sous l'impulsion de la réglementation européenne, le législateur français a opéré, au moyen d'une ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009, une importante réforme du régime de l'appel public à l'épargne. Il a en effet fait le choix de s'aligner sur les normes communautaires européennes en consacrant le mécanisme de l'offre au public de titres et en supprimant le statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne. Sur cette évolution, v. Th. GRANIER, *La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009*, RD banc. fin., mars-avril 2009, p. 7 et s. ; Th. BONNEAU, « Commentaire de l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financières », *JCP E* 2009, 1164-1165.

assurant une information d'ordre systémique, qui soit exacte, précise et sincère d'une part, et accessible à tous les acteurs et intervenants du marché d'autre part[20].

A la faveur des crises financières de la dernière décennie et des scandales qui ont émaillé le mouvement de globalisation financière[21], l'exigence de transparence a été renforcée avec l'accroissement du rôle de la coopération, de la régulation microéconomique et de la surveillance macroéconomique[22].

Il peut paraître surprenant de relever la place centrale réservée dans le droit OHADA des sociétés aux principes du droit des marchés financiers et en particulier au principe de transparence.

En dépit de la grande proximité existant entre ces deux branches du droit, le droit des sociétés poursuit, traditionnellement, une ambition conceptuelle et normative propre, distincte de celle qui s'affirme en droit des marchés financiers.

Le droit des sociétés, en effet, dégage une logique et des principes spécifiques, qui visent l'organisation des rapports intra-sociétaires, « dans l'intérêt commun des associés »[23], alors que, substantiellement, les principes du droit des marchés financiers s'articulent autour de l'impératif de bon fonctionnement du marché[24].

Cependant, comme on a pu le relever, « cette nécessité de faciliter le bon fonctionnement des marchés financiers a conduit le droit financier à instrumentaliser d'autres branches du droit :

---

[20] Th. BONNEAU, F. DRUMMOND, *op .cit*., n°23, p.28.

[21] Pour mémoire, l'on rappellera la crise qui, à la fin des années 1990, a ébranlé les économies asiatiques ; ensuite, l'année 2000, une bulle boursière d'envergure comparable à celle de la crise de 1929 a éclaté, provoquant de véritables bouleversements sur les places financières internationales ; plus récemment, la découverte, fin 2006, d'incidents de paiement en hausse spectaculaire pour les prêts immobiliers américains *subprime* alloués aux ménages à très faibles revenus a ébranlé les fondements même du système financier occidental et plongé les économies développées dans une profonde récession. De toutes ces crises, la dernière est celle qui aura davantage affecté les économies africaines, même si, d'une manière générale, l'Afrique paraît avoir été moins exposée aux perturbations.

[22] A. BRENDER et F. PISANI, *La crise de la finance globalisée*, Coll. « Repères », éd. La Découverte , 2009, p. 117.

[23] Art. 4 AU.

[24] D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, Litec 3è éd., 2008, p. 10 ; A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, thèse, Paris II, 2001, p.585.

ainsi du droit des sociétés devenu aujourd'hui, pour une large part, le servant du droit financier »[25].

La doctrine[26] range parmi les « principes tutélaires du droit boursier » le principe de transparence. Ce principe s'impose, en effet, comme une donnée réelle et rationnelle dont la prééminence sur différentes normes du droit des marchés financiers est très nettement établie[27]. Ce principe représente à la fois « le gage de l'efficience du marché et le fondement de la confiance des différents intervenants »[28]. De sorte qu'à travers les différentes applications du principe de transparence dans l'Acte uniforme, le législateur OHADA s'est, en réalité, préoccupé du bon fonctionnement des marchés financiers alors en cours de création dans la zone, en mettant en place un cadre concourant à l'établissement de marchés efficients.

Le fondement du dispositif de transparence des opérations étant précisé, il convient d'en examiner le contenu, afin de cerner les différentes déclinaisons de l'exigence de transparence des opérations de marché prévues dans l'Acte uniforme.

B - Le contenu du dispositif de transparence des opérations

L'Acte uniforme offre, à travers diverses dispositions applicables aux sociétés faisant appel public à l'épargne, diverses illustrations de l'exigence de transparence dans les opérations initiées par lesdits groupements.

Parce que les sociétés faisant appel public à l'épargne interviennent sur les marchés et que leurs titres sont très souvent inscrits à la cote d'une bourse des valeurs, elles sont soumises à une stricte obligation de transparence qui, dans l'Acte uniforme, se traduit par l'exigence d'un document d'information soumis au visa préalable de l'autorité de régulation du marché financier (1°) et par l'obligation de publication d'informations périodiques ou occasionnelles (2°).

---

[25] A. COURET, H. Le NABASQUE et autres, *Droit Financier*, coll. « Précis » Dalloz, 1ère éd., 2008, p. 5.
[26] A. COURET, H. Le NABASQUE et autres, *op. cit*., p. 759.
[27] L'article 7 du Règlement Général de la Commission de Surveillance du Marché Financier de l'Afrique Centrale (COSUMAF) dispose ainsi : « La COSUMAF veille en toutes circonstances au respect des principes d'égalité des actionnaires, investisseurs et épargnants, de transparence, d'intégrité et de loyauté dans les opérations initiées sur le marché financier de l'Afrique Centrale » ; Par ailleurs, selon un auteur, « un principe de droit n'est que s'il revêt une certaine prééminence sur les autres règles de droit, auxquelles il ne souffre pas d'être réduit » : P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, éd. Panthéon Assas, 1999, n°49.
[28] Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2e éd., 2005, n°21.

L'impératif de transparence grevant le régime de l'appel public à l'épargne, ne se limite cependant pas aux obligations d'information prescrites aux émetteurs. Il se traduit également par un encadrement spécifique de la profession des commissaires aux comptes (3°), encadrement téléologiquement inspiré par l'exigence d'une bonne régulation de l'information financière.

1°) L'obligation d'établir un document d'information destiné au public

Toute opération par appel public à l'épargne (introduction en bourse, offre au public de titres par émission, offre au public de titres par cession) donne préalablement lieu à une information du marché[29]. Cette information est rassemblée dans le document d'information que doit établir l'émetteur des titres, c'est-à-dire l'entreprise ou l'entité qui propose ses titres au public en contrepartie des fonds qu'elle se propose de lever sur le marché.

L'obligation d'établir un document d'information est fondamentale en droit des marchés financiers et c'est ce qui conduit certains auteurs à y voir un « principe général »[30], compte tenu du fait qu'elle s'applique à tout type d'opération d'appel public à l'épargne et à toute entité y procédant.

L'établissement d'un document d'information est prescrit à l'article 86 de l'Acte uniforme, qui dispose :

« Toute société qui fait publiquement appel à l'épargne pour offrir des titres doit, au préalable, publier dans l'Etat partie du siège social de l'émetteur et, le cas échéant, dans les autres Etats parties dont le public est sollicité, un document destiné à l'information du public et portant sur l'organisation, la situation financière, l'activité et les perspectives de l'émetteur ainsi que les droits attachés aux titres offerts au public ».

En dépit de toute sa clarté, cette disposition soulève une interrogation : quels sont les cas nécessitant l'établissement d'un document d'information ?

---

[29] Art. 86 de l'AU.
[30] A. COURET, H. Le NABASQUE et autres, *op. cit*, n°299.

Le document d'information doit être établi à partir du moment où une opération entre dans le champ de l'appel public à l'épargne. Le champ d'application de l'appel public à l'épargne est défini à l'article 81 de l'Acte uniforme, qui dispose :

> *« Sont réputées faire publiquement appel à l'épargne :*
>
> *- les sociétés dont les titres sont inscrits à la bourse des valeurs d'un Etat partie, à dater de l'inscription de ces titres ;*
> *- les sociétés qui, pour offrir au public d'un Etat partie des titres, quels qu'ils soient, ont recours soit à des établissements de crédit ou agents de change, soit à des procédés de publicité quelconque, soit au démarchage.*
>
> *Il y a également appel public à l'épargne dès lors qu'il y a diffusion des titres au-delà d'un cercle de cent (100) personnes. Pour l'appréciation de ce chiffre, chaque société ou organisme de placement collectif en valeurs mobilières constitue une entité unique. »*

Il convient d'observer que ces critères sont alternatifs. Il en résulte que si un seul desdits critères est établi, la société concernée sera considérée comme soumise au régime de l'appel public à l'épargne avec toutes les conséquences qui en découlent notamment en matière d'information financière.

- Le critère de la cotation en bourse

S'agissant du premier critère de l'appel public à l'épargne, quand bien même la périphrase « sociétés dont les titres sont inscrits à la bourse des valeurs… » figurant à l'article 81 semble viser les sociétés déjà cotées en bourse, ce premier critère vise d'abord les sociétés qui sollicitent leur introduction en bourse, autrement dit l'admission de leurs titres à la négociation sur un marché boursier, tel celui de la Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale (BVMAC), située à Libreville, ou encore celui de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM), établie à Abidjan. Le premier critère vise en outre les sociétés qui, étant déjà cotées en bourse, envisagent une opération d'émission ou de cession de titres au public.

- Le critère de l'offre de titres au public

S'agissant du second critère, qui vise l'offre de titres au public, l'article 83 de l'Acte uniforme précise que cette offre « s'entend du placement de titres dans le cadre soit d'une émission soit d'une cession ». L'émission de titres dans le public ne soulève aucune difficulté particulière. Elle vise la création des titres par l'émetteur, c'est-à-dire la société concernée. En effet, alors que cette émission de titres dans le public est nécessairement le fait de la seule société émettrice, la cession desdits titres peut, en revanche, être réalisée à l'initiative d'un actionnaire quelconque de la société. En ce qui concerne l'émission des titres dans le public, si l'émission est adressée au public, par recours à un établissement de crédit ou un agent de change (intermédiaire en bourse), ou à un procédé de publicité ou au démarchage, on est en présence d'un appel public à l'épargne. En revanche, une incertitude existe en ce qui concerne la cession des titres dans le public. Lorsque la cession des titres émane d'un seul actionnaire qui, *motu proprio*, décide de céder ses titres au public ou sur le marché, doit-on en déduire qu'il y a appel public à l'épargne de la société et qu'en conséquence, ladite société doit se soumettre aux obligations qui en découlent vis-à-vis du marché, alors même qu'elle n'est pas à l'origine de l'opération, voire, qu'elle s'y est opposée ? Une telle cession est quelquefois désignée « cession dissidente »[31]. L'hypothèse est rarissime, dans la mesure où, en règle générale, la société approuve la cession de ses titres au public, même lorsque ladite cession émane d'un seul de ses actionnaires. Néanmoins, pour la doctrine, s'il apparaît que les titres sont effectivement offerts au public ou sur le marché, l'on doit considérer qu'il y a bien appel public à l'épargne de la société[32].

Raisonnons à propos de la publicité visée à l'article 81 de l'Acte uniforme comme procédé d'offre au public. La publicité vise à informer le public de la réalisation d'une émission ou d'une cession de titres[33]. En effet, la publicité liée au régime de l'appel public à l'épargne doit, de manière non équivoque, faire mention de valeurs mobilières dont l'émission ou la cession est proposée au public. Cette publicité peut prendre plusieurs formes : insertion dans la presse, affichage public, radio, télévision, internet, etc. Comme on le voit, la publicité ne produit les effets de l'appel public à l'épargne que lorsqu'elle consiste à porter à la connaissance du public l'émission ou la cession des titres en proposant à ce même public la

[31] A. COURET, H. Le NABASQUE et autres, *op. cit.*, n°274.
[32] *Ibid.*; v. également D. OHL, *op. cit.*, n°58.
[33] A. COURET, H. Le NABASQUE et autres, *op. cit.*, n°275.

souscription desdits titres. Une question surgit alors : *quid* de la société qui informe, par voie de presse, ses propres actionnaires, d'une émission ou d'une cession de titres ? Une telle publicité est-elle susceptible de soumettre ladite société aux règles de l'appel public à l'épargne ? Une réponse positive nous paraît s'imposer. L'on peut prendre appui sur la publicité de l'émission de titres, qui est strictement réglementée en ce qui concerne les sociétés situées hors du champ de l'appel public à l'épargne. En effet, l'article 598 de l'Acte uniforme prévoit que les actionnaires sont informés de l'émission d'actions nouvelles et de ses modalités par un avis contenant différentes indications relatives à la société, aux caractéristiques des titres à émettre, aux modalités de souscription, etc. L'article 599 du même texte dispose : *« L'avis prévu à l'article 598 du présent Acte uniforme est porté à la connaissance des actionnaires par lettre au porteur contre récépissé ou par lettre recommandée avec demande d'avis de réception (...) »*. On voit bien que la publicité est exclue pour les sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne, lesquelles doivent avoir recours soit à une lettre au porteur, soit à une lettre recommandée. Ce qui permet de déduire que pour les sociétés dites « fermées », le recours à la publicité est de nature à entraîner l'application des règles de l'appel public à l'épargne[34].

- Le critère de la diffusion des titres au-delà d'un cercle de cent (100) personnes

Ce critère signifie qu'une société ou autre émetteur dont les titres ont été souscrits par au moins cent (100) personnes doit être considérée, au sens des dispositions de l'Acte uniforme, comme ayant le statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne et, par voie de conséquence, doit être soumise aux obligations qui en découlent.

Il est établi que dans l'espace de la CEMAC[35], plusieurs établissements de crédit, sociétés d'assurances et sociétés d'autres secteurs d'activité, constituées sous forme de sociétés anonymes, regroupent plus de cent actionnaires. En vertu des dispositions de l'article 81 de l'Acte uniforme, ces entités devraient se voir appliquer les règles de l'appel public à

[34] *contra*. A. COURET, H. Le NABASQUE et autres, *op. cit*., n°275, pour qui « lorsqu'une société informe ses propres actionnaires d'une émission ou d'une cession, il ne s'agit pas d'une publicité susceptible de déclencher l'application des règles de l'appel public à l'épargne ». Cette position peut surprendre, compte tenu des dispositions très claires de l'article 156- 13° *in fine* du Décret n°67-236 du 23 mars 1967, qui excluent le recours à la publicité pour les sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne, peut important le fait que l'information soit destinée aux seuls actionnaires, puisque seul le procédé de la lettre recommandée avec demande d'avis de réception est prévu dans le texte pour lesdites sociétés.

[35] Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale, qui regroupe six (6) pays : Cameroun, Centrafrique, Congo, Gabon, Guinée Equatoriale et Tchad.

l'épargne. Quel serait l'enjeu d'une identification et d'un recensement desdites sociétés ? Il semble que l'enjeu essentiel d'une telle démarche, fondamental pour les autorités de régulation des marchés financiers, consisterait d'une part dans la mise en œuvre des obligations d'information auxquelles sont tenus tous les émetteurs sollicitant l'épargne publique et, d'autre part, dans le renforcement de la protection de l'épargne publique.

Quelles pourraient être alors les conséquences immédiates de l'identification des sociétés ayant plus de cent (100) actionnaires ?

A notre sens, à défaut d'avoir pu, au moment de l'offre au public des titres, soumettre ces sociétés à l'obligation d'établir un document d'information soumis au visa de l'autorité de régulation du marché financier, une telle formalité peut être néanmoins exigée à titre de régularisation et de mise en conformité. En effet, l'appel public à l'épargne oblige à un strict contrôle des émetteurs qui y recourent essentiellement dans un souci de protection de l'épargne publique et afin d'éviter que les investisseurs qui ont souscrit les titres d'un émetteur ne soient, par trop, lésés dans leurs droits à une légitime protection, voire purement et simplement spoliés sans pouvoir exercer le moindre recours, dans un contexte fondamentalement marqué par la faiblesse de la culture boursière ambiante. Dès lors, le contrôle ne se limite pas au moment de l'émission ou de la cession initiale des titres. Ce contrôle s'exerce tant que l'émetteur demeure dans le champ d'application de l'appel public à l'épargne.

La première conséquence immédiate devrait être, de notre point de vue, l'exigence, par l'autorité du marché, d'un document d'information, soumis à son visa et publié. La seconde conséquence, consistera à exiger de l'émetteur concerné la production d'informations périodiques ou occasionnelles ressortissant du statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne. Le document d'information exigé dans ce cas devrait respecter les exigences réglementaires et notamment renseigner les investisseurs et le public sur l'évolution de l'activité de l'émetteur depuis l'émission ou la cession des titres au public.

- Visa de l'autorité du marché

Si l'obligation d'établir un document d'information est fondamentale, encore faut-il, pour pouvoir le diffuser dans le public et lever les fonds sollicités sur le marché, que ce document soit, préalablement, soumis au visa de l'autorité de marché.

C'est ce que prévoient les dispositions de l'article 90 de l'Acte uniforme.

En conférant un tel rôle aux autorités de régulation des marchés financiers, l'article 90 consacre la prise en compte, par le législateur OHADA, de l'existence ou de l'émergence de marchés financiers dans son espace géographique. Dès lors, n'y avait-il pas lieu de procéder d'emblée à une véritable distribution des rôles ? En effet, ces autorités de régulation boursière sont dotées de pouvoirs normatifs[36] et quasi-juridictionnels[37] dans leur domaine de compétence, lequel couvre le régime de l'appel public à l'épargne. Cette situation rend, en conséquence, possibles des conflits de compétence, compte tenu de la juxtaposition, dans la zone OHADA, des normes relatives à l'appel public à l'épargne et des organes chargés de les appliquer ou d'en contrôler l'application[38].

L'exigence du visa de l'autorité de contrôle de la bourse des valeurs ne saurait surprendre. Elle participe directement de la mise en œuvre du principe de transparence, car elle impose aux émetteurs de communiquer très largement sur leur situation, leur activité, leurs résultats et leurs perspectives. L'exigence du visa ressortit en outre directement des missions principales des autorités de régulation, à travers le triptyque bien connu : protection de l'épargne – contrôle de l'information financière – garantie du bon fonctionnement du marché.

Bien que soumis au visa préalable de l'autorité de régulation financière, le document d'information doit, en outre, obéir à des règles de forme.

---

[36] La Commission de Surveillance du Marché Financier de l'Afrique Centrale (COSUMAF) est dotée d'un pouvoir réglementaire. En effet, en vertu des dispositions de l'article 10 du Règlement n° 06/03-CEMAC-UMAC du 12 novembre 2003 portant Organisation, Fonctionnement et Surveillance du Marché Financier de l'Afrique Centrale, la COSUMAF prend un Règlement Général ayant pour objet de préciser les modalités pratiques de l'organisation et du fonctionnement du marché.

[37] Art. 12 et articles 60 et s du Règlement n° 06/03-CEMAC-UMAC du 12 novembre 2003 précité.

[38] V. B. BOUMAKANI, « La coexistence de la Cour commune de justice de l'OHADA et de la Cour de justice de la CEMAC : bilan et perspectives », *RDAI*, 2005, p. 86.

- Forme du document d'information

Le document d'information peut prendre la forme d'un document unique ou comprendre deux documents distincts[39]. Dans la première hypothèse, le document unique est dit, selon les pays ou les marchés, « document d'information », « note d'information » ou « prospectus ». Dans la seconde hypothèse, le premier élément du document d'information est souvent désigné « document de référence »[40]. Le second élément est alors la note d'opération. Il convient de préciser que lorsqu'un émetteur choisit la formule d'un document d'information comprenant les deux éléments précités, seul le document de référence est visé par l'autorité compétente. Dès lors, les émetteurs qui envisagent de solliciter de manière récurrente le marché pourraient avoir intérêt à établir chaque année un document de référence.

En ce qui concerne le contenu de ces documents, le document de référence doit renseigner sur les éléments généraux concernant la situation de l'émetteur, visés à l'article 86 de l'Acte uniforme, à savoir : l'organisation de l'émetteur, sa situation financière, son activité, ses perspectives, etc.. La note d'opération, qui complète le document de référence, doit renseigner essentiellement sur la nature et les caractéristiques des titres offerts, les modalités d'émission desdits titres, les éléments comptables nouveaux et les éléments concernant les faits nouveaux significatifs, susceptibles d'avoir une incidence sur l'évaluation des titres offerts[41].

La mise en œuvre du principe de transparence doit-elle se limiter à la publication d'informations, fussent-elles exhaustives, au bénéfice des investisseurs ? La pratique montre que les documents d'information, qui comportent souvent une masse de données sur les émetteurs et les caractéristiques de leurs opérations, se révèlent quelquefois indigestes et ne sont pas toujours exploités à bon escient par leurs destinataires. L'impératif transparentiel ne commande t-il pas de satisfaire un objectif d'accessibilité et d'intelligibilité des informations publiées[42] ? Le législateur de l'OHADA a-t-il porté à son terme la logique de protection des investisseurs destinataires des informations en intégrant une préoccupation d'efficacité de la production informationnelle prescrite aux émetteurs faisant appel public à l'épargne ? Même

[39] Art. 89 de l'AU.
[40] Art.212-13 du R.G. de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF-France).
[41] Art. 89 de l'AU.
[42] Pour faciliter la bonne compréhension des informations figurant dans les documents d'information et contourner le caractère quelquefois diffus de ces éléments, différentes législations étrangères imposent, outre le document d'information, l'établissement d'un résumé dudit document : v. cas de la France, Art. 412-1 du Code monétaire et financier.

si une réponse négative s'impose ici avec évidence, il n'y a là rien de bien troublant, mais simplement, à notre sens, la confirmation d'un choix en faveur d'une distribution des rôles avec les autorités des marchés financiers, en se contentant de fixer un cadre général et en abandonnant aux autorités boursières les considérations liées à l'impératif d'une protection efficace de l'épargne publique.

Outre l'obligation d'établir un document d'information, le statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne commande la publication d'informations périodiques et occasionnelles.

2°) L'obligation de publication d'informations occasionnelles et périodiques

L'Acte uniforme, dans sa logique déjà évoquée de prise en compte, voire d'anticipation de l'émergence des marchés financiers dans la zone OHADA, a consacré tout un dispositif de production informationnelle incombant aux sociétés anonymes faisant appel public à l'épargne, parmi lesquelles figurent le sociétés dont les titres sont inscrits à la bourse des valeurs. Ce dispositif s'articule autour d'informations occasionnelles d'une part et d'informations périodiques d'autre part.

- L'obligation de publication d'informations occasionnelles

L'obligation de publication d'informations occasionnelles prescrit aux sociétés anonymes faisant appel public à l'épargne la publication de notices ou d'avis dans des circonstances particulières.

Ainsi, l'Acte uniforme prescrit la publication d'une notice en cas de constitution d'une société anonyme par appel public à l'épargne[43], en cas de modification du capital social[44] et en cas de placement d'obligations[45].

Dans le cadre de la constitution d'une société par appel public à l'épargne, l'Acte uniforme exige la publication, avant la phase de souscription des titres, d'une notice y afférente dans les journaux d'annonces légales.

[43] Art. 825 de l'AU.
[44] Art. 832 de l'AU.
[45] Art. 842 de l'AU.

Cette notice doit comporter un ensemble de renseignements d'ordre juridique sur la société, ainsi que des éléments concernant notamment les principales caractéristiques des actions offertes à la souscription, la description des apports en nature, avec leur évaluation, les dates d'ouverture et de clôture des souscriptions, l'adresse et le nom ou la dénomination sociale du notaire ou de la banque qui assure la réception des fonds provenant des souscriptions, etc[46].

Outre la publication de la notice, la constitution d'une société par appel public à l'épargne doit donner lieu à l'établissement de circulaires, qui sont destinées notamment à renseigner le public sur les modalités d'affectation et d'utilisation des fonds provenant des souscriptions[47].

La publication d'une notice peut intervenir également en cas de modification du capital social d'une société faisant appel public à l'épargne. Dans cette hypothèse, la notice doit comporter des indications d'ordre juridique sur la situation de la société, ainsi que des renseignements se rapportant notamment au montant de l'augmentation de capital, aux dates d'ouverture et de clôture des souscriptions, aux caractéristiques des actions émises, etc[48].

L'Acte uniforme exige, en outre, la publication d'une notice en cas de placement d'obligations. L'on rappellera que l'activité de placement de titres consiste à rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant de valeurs mobilières[49]. Cette opération est réalisée par un prestataire de services d'investissement ou société de bourse (société de gestion et d'intermédiation sur le marché financier ouest africain), agissant en vertu d'un mandat conféré par l'émetteur ou le cédant des titres[50].

La notice prévue à l'article 842 de l'Acte uniforme en cas de placement d'obligations doit comporter des indications relatives notamment aux caractéristiques des titres obligataires à émettre, au montant de l'émission, au taux et au mode de calcul des intérêts et autres produits ainsi que les modalités de paiement, aux garanties conférées, le cas échéant, aux obligations,

---

[46] Art. 826 de l'AU.
[47] Art. 827 de l'AU.
[48] Art. 833 de l'AU.
[49] Art. 139 R.G. COSUMAF.
[50] A. COURET, H. Le NABASQUE et autres, *op. cit.*, n°278.

aux conditions de remboursement et, éventuellement, aux conditions de rachat des obligations, etc[51].

Outre la publication de notices dans les hypothèses précitées, l'Acte uniforme exige d'autres publications occasionnelles, liées à la convocation des réunions des assemblées d'actionnaires et d'obligataires.

Ainsi, avant la réunion de l'assemblée générale des actionnaires, un avis doit être publié dans un journal habilité à recevoir les annonces légales. Cet avis doit notamment contenir des informations sur la société, sur l'ordre du jour de l'assemblée, sur les projets de résolutions présentés à l'assemblée, etc. L'avis de convocation des obligataires à leur assemblée générale doit obéir aux mêmes conditions de publicité et doit, hormis les informations sur la société, préciser notamment la dénomination de l'emprunt souscrit par les obligataires dont la masse est convoquée en assemblée.

Il convient de relever que ce dispositif d'informations occasionnelles consacré par le législateur de l'OHADA peut être considéré comme non exhaustif. En effet, les autorités de régulation des marchés financiers de l'espace OHADA prévoient, en la matière, un plus large éventail d'obligations, pour tenir compte des exigences d'une saine protection de l'épargne et d'un bon fonctionnement du marché financier. C'est ainsi qu'elles prévoient par exemple, l'obligation pour tout émetteur dont les titres sont inscrits en bourse de publier un communiqué de presse dès la survenance d'un changement ou événement important susceptible d'exercer une influence notable sur le cours ou la valeur de ses titres[52]. De même, lorsqu'une personne prépare une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'une valeur, elle doit, sans délai, informer le public des caractéristiques de ladite opération[53].

Outre les informations occasionnelles, les émetteurs sont tenus à la publication d'informations périodiques.

---

[51] Art. 842 de l'AU.
[52] Art. 68 R.G. COSUMAF.
[53] Art. 71 R.G. COSUMAF.

- L'obligation de publication d'informations périodiques

L'Acte uniforme met à la charge des sociétés dont les titres sont inscrits à la cote d'une bourse des valeurs, aux articles 846 et suivants, la publication d'informations périodiques.

La publication de ces informations périodiques doit obligatoirement se faire dans des journaux habilités à recevoir des annonces légales. Les informations à publier dans ce cadre portent essentiellement sur l'activité et les résultats de la société. Ces informations périodiques comprennent des publications annuelles[54], des publications semestrielles[55] et des publications concernant les filiales des sociétés cotées[56].

La publication des états financiers de synthèse approuvés doit obligatoirement être revêtue de l'attestation des commissaires aux comptes, qu'il s'agisse des comptes de la société cotée elle-même ou des comptes consolidés si la société a des filiales ou participations..

L'exigence de transparence des opérations d'appel public à l'épargne commande également une forte implication des professionnels du contrôle légal des comptes.

3°) L'encadrement de la profession des commissaires aux comptes

Si, comme on l'a vu, l'impératif de transparence s'exprime fondamentalement à travers les nombreuses obligations informationnelles prescrites aux sociétés faisant appel public à l'épargne, le législateur de l'OHADA semble affirmer une volonté de renforcement de la transparence par l'extension du périmètre de la régulation de l'information financière.

L'Acte uniforme consacre des exigences particulières concernant les commissaires aux comptes et qui visent à renforcer le dispositif de contrôle des comptes et de l'information financière des sociétés faisant appel public à l'épargne.

En effet, alors que les sociétés anonymes de droit commun doivent désigner un seul commissaire aux comptes titulaire et un suppléant, l'article 702 de l'Acte uniforme impose la

[54] Art. 847 et s. de l'AU.
[55] Art. 849 et s. de l'AU.
[56] Art. 853 de l'AU.

présence de deux (2) commissaires aux comptes titulaires et de deux (2) suppléants dans les sociétés faisant appel public à l'épargne.

L'on peut considérer cette dernière exigence comme l'illustration topique d'une volonté de renforcer la fiabilité et donc la qualité de l'information financière des sociétés faisant appel public à l'épargne, dans l'intérêt des investisseurs et du marché. Cette exigence du co-commissariat aux comptes pourrait également être perçue comme la volonté de consacrer des pratiques ayant aujourd'hui valeur de standards internationaux et qui sont éprouvées sur les places financières internationales.

Une autre règle consiste dans l'intervention de commissaires aux comptes dans chaque Etat dont le public est sollicité dans le cadre d'opérations financières[57].
Il convient d'observer que c'est davantage dans la réglementation adoptée par les autorités de régulation des marchés financiers que l'on retrouve l'inclination la plus marquée à l'encadrement de la profession des commissaires aux comptes[58].

II° - L'ACTE UNIFORME ET LE FINANCEMENT DES OPERATIONS SUR LES MARCHES FINANCIERS

Avec l'émergence de marchés financiers en zone OHADA, l'appel public à l'épargne, qui constitue une technique de financement des entreprises et autres entités y ayant recours, est appelé à jouer un rôle croissant dans le financement des entreprises et de l'économie[59].

Faire appel public à l'épargne consiste en effet, pour un émetteur, à placer dans le public des valeurs mobilières et à recevoir, en contrepartie, des liquidités nécessaires à ses

[57] Art. 85 de l'AU.
[58] Ainsi, des dispositions spécifiques sont prévues dans les réglementations des marchés financiers régionaux en Afrique Centrale (art. 41 et s. RG COSUMAF) et en UEMOA (Instruction CREPMF n° 31/2005 relative à l'exercice du commissariat aux comptes auprès des structures agréées et des sociétés cotées).
[59] Dans un environnement, celui de l'Afrique Centrale en particulier et dans une moindre mesure celui de l'Afrique de l'ouest, caractérisé par une frilosité des banques maintes fois décriée, à tort ou à raison, en raison du nombre important d'entreprises exclues du crédit bancaire, l'appel public à l'épargne permet aux entreprises de suppléer les banques et de réduire leur dépendance à l'égard des établissements financiers en leur substituant le public.

investissements, puisque les sommes collectées au moment du placement des titres dans le public viennent gonfler les fonds propres desdites entreprises.

Cependant, l'appel public à l'épargne est une technique de financement qui n'est pas ouverte à toutes les catégories d'émetteurs.

Dès lors, dans sa logique de prise en compte de l'émergence des marchés financiers dans sa zone, le législateur de l'OHADA a-t-il mis en place les conditions permettant aux émetteurs sollicitant le marché d'optimiser leur financement ?

La réponse à cette question commande des précisions préalables sur les catégories d'émetteurs autorisés à faire appel public à l'épargne (A°).

La réponse commande en outre une appréciation du régime des valeurs mobilières mis en place afin d'apprécier son degré de souplesse et juger si le législateur de l'OHADA a offert suffisamment de liberté tant en matière de création que de gestion de ces valeurs mobilières afin de permettre aux entreprises d'adapter constamment leurs ressources en fonds propres à leurs besoins réels de financement. Quelques éléments de réponse peuvent être apportés en examinant les valeurs mobilières dont l'émission est autorisée par l'Acte uniforme (B°).

A – Les émetteurs autorisés à faire appel public à l'épargne

On l'a vu, l'appel public à l'épargne se traduit par une levée de capitaux provenant des investisseurs et du public. Dès lors, ses modalités font l'objet d'une stricte réglementation, établie dans le souci d'assurer une efficace protection de l'épargne, tant il est vrai qu'en Afrique, l'appel public à l'épargne a souvent donné lieu à des escroqueries et autres abus.

Dans sa logique de strict encadrement de l'appel public à l'épargne, le législateur de l'OHADA a ainsi entendu encadrer la possibilité de recours à l'appel public à l'épargne en limitant les catégories d'émetteurs autorisés.

1°) Le principe : l'appel public à l'épargne est interdit sauf autorisation expresse

L'article 82 de l'Acte uniforme dispose :

« Il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées (...) de faire publiquement appel à l'épargne par l'inscription de leurs titres à la bourse des valeurs d'un Etat partie ou par le placement de leurs titres dans le cadre d'une émission ».

Ainsi, l'appel public à l'épargne est interdit, sauf lorsque la loi l'autorise expressément. Le principe est donc celui de l'interdiction. L'exception au principe est établie en cas d'autorisation expresse de la loi.

Ce principe d'interdiction repose sur la nécessité de s'assurer que les émetteurs envisageant de mobiliser l'épargne publique présentent des garanties de solvabilité permettant de préserver la valeur des titres acquis par l'investisseur en contrepartie de son apport de fonds[60].

L'on pourrait également observer qu'en énonçant ce principe d'interdiction, le législateur de l'OHADA a entendu préserver, en toutes circonstances, la confiance du public à l'égard des émetteurs autorisés, parce que présentant, par définition, des garanties de solvabilité.

Quelles sont alors les émetteurs autorisées par l'Acte uniforme à faire appel public à l'épargne ?

2°) Les groupements autorisés à faire appel public à l'épargne

Les sociétés anonymes constituent l'unique catégorie de sociétés commerciales expressément autorisée par l'Acte uniforme à faire appel public à l'épargne[61]. Il n'y a là rien de bien surprenant. La société anonyme constitue le modèle par excellence de la société par actions. Elle est en effet traditionnellement constituée en vue de drainer un maximum de capitaux et regrouper de nombreux apporteurs de fonds. Un auteur a d'ailleurs, dans sa thèse de doctorat

---

[60] B. GOURISSE, *L'appel public à l'épargne en France*, Banque édition, 2002, p. 35.
[61] S. THOUVENOT et B. MARTOR, « Les acteurs des marchés financiers et l'appel public à l'épargne dans la zone OHADA », *Revue de droit des affaires internationales*, 2002, N°7, p.763.

soutenue en 1961, mis en évidence le « pouvoir de concentration »[62]comme une particularité de ce type de société. Dans le même ordre d'idées, l'on a pu voir dans l'appel public à l'épargne le « critère de distinction des sociétés de capitaux », dont font partie les sociétés anonymes. L'appel public à l'épargne permet en effet de mobiliser des fonds émanant d'investisseurs multiples[63]. En outre, parmi les sociétés commerciales consacrées dans l'Acte uniforme, la société anonyme est la seule à pouvoir émettre des titres négociables[64]. La négociabilité est considérée par la doctrine comme « le caractère distinctif essentiel des titres financiers au sein de la catégorie des instruments financiers »[65]. Or ces titres financiers recouvrent les valeurs mobilières, lesquelles comprennent, classiquement, les actions et les obligations.

La négociabilité[66] s'entend traditionnellement de la qualité attachée à un titre représentatif d'un droit ou d'une créance qui en permet une transmission rapide et simple parce que dispensée des formalités de la cession de créance relevant du droit civil[67]. Il est vrai que le fonctionnement normal d'un marché financier, qui est tributaire d'une mobilisation optimale de capitaux, ne saurait s'accommoder d'entraves à la libre transmission des titres et à la circulation desdits capitaux[68]. Comme l'observe un auteur, la négociabilité garantit « un produit pur de toute scorie juridique ou aspérité de régime de nature à contrarier la mise en œuvre, par le cessionnaire, des prérogatives de ses titres »[69].

---

[62] Cl. CHAMPAUD, *Le pouvoir de concentration de la société par actions*, thèse Rennes, 1961, Sirey 1962.

[63] B. FRANCOIS, *L'appel public à l'épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux*, Thèse Paris II, 2003.

[64] Art. 51 et 57 de l'Acte uniforme, qui précisent, d'une part, que seules les sociétés par actions, et donc les sociétés anonymes, peuvent émettre des actions et, d'autre part, seules les actions sont des titres négociables. -

[65] T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2e éd., 2005, n°91 ; F.-G. TREBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, Economica, 2002, n° 602.

[66] Sur la notion de négociabilité, v. D. R. MARTIN, « Du titre et de la négociabilité (A propos des pseudo-titres de créances négociables) », D. 1993, chr., p. 20.

[67] *Ibid.*

[68] F. PELTIER et M.-N. DOMPE, *Le droit des marchés financiers*, Presses Universitaires de France, 1998, p. 15, pour qui « les marchés permettent une circulation rapide des capitaux pour financer l'économie, sans faire supporter aux prêteurs une immobilisation de leurs avoirs financiers. Cette fluidité des avoirs financiers afin d'en assurer une gestion optimale est à n'en point douter l'une des composantes majeures du système financier aujourd'hui ».

[69] D. R. MARTIN, « Des droits sociaux dans les actes de l'Ohada, in Droit bancaire et financier », Mélanges AEDBF-France V, 2008, p. 299. Certains auteurs, cependant, contestent la définition traditionnelle de la négociabilité et font observer que la négociabilité n'est pas synonyme d'inopposabilité des exceptions. Selon cette opinion, un titre négociable ne serait, ni plus ni moins, qu'un « instrument qui constate un droit principalement personnel et qui facilite le transport simplifié de ce droit » : F. NIZARD, « Les titres négociables, » *Rev. Banque* édition et Economica, 2003, p. 427.

L'Acte uniforme consacre un titre et plusieurs chapitres aux dispositions spécifiques relatives à l'appel public à l'épargne des sociétés anonymes[70]. Dans son élan visant à conforter les garanties de solvabilité des émetteurs autorisés à faire appel public à l'épargne, le législateur OHADA a édicté des exigences de capital social minimum, en fixant à cent millions (100.000.000) de francs CFA le capital social minimum des sociétés anonymes cotées en bourse ou faisant appel public à l'épargne[71].

Sur la question des groupements autorisés à faire appel public à l'épargne, si, concernant les sociétés anonymes, le doute n'est pas de mise, une opinion isolée[72] a semblé entrevoir des possibilités d'appel public à l'épargne par d'autres formes de sociétés ou de groupements.

Ainsi, est-il permis à une société autre qu'une société anonyme de faire appel public à l'épargne ?

Une réponse négative paraît, à notre sens, s'imposer. En effet, nulle part dans l'Acte uniforme, l'on ne retrouve une autorisation expressément consacrée dans ce sens pour les groupements autres que les sociétés anonymes.

Les dispositions de l'article 824 alinéa 2 de l'Acte uniforme doivent cependant être rappelées :

« Le capital social (de la société cotée en bourse ou faisant appel public à l'épargne) ne peut être inférieur au montant prévu à l'alinéa précédent (100.000.000 de francs CFA), à moins que la société ne se transforme en société d'une autre forme. »

Faut-il en déduire qu'une société autre qu'une société anonyme est en mesure de faire appel public à l'épargne ? En faveur d'une réponse positive, il est soutenu qu'une société anonyme faisant appel public à l'épargne et dont le capital social deviendrait inférieur à 100.000.000 de francs CFA, devrait obligatoirement, en vertu de cette disposition, se transformer en société d'une autre forme « sans pour autant, semble-t-il, être interdite d'appel public à l'épargne »[73].

---

[70] Art. 823 et s. de l'Acte uniforme.
[71] Art. 824 de l'Acte uniforme.
[72] Droit des sociétés commerciales et du GIE, commentaires, EDICEF, éd. FFA-Ernst&Young International, 1998, p. 25.
[73] *Ibid.*

Cette opinion semble admettre d'une part, l'appel public à l'épargne même pour une société dont le capital est inférieur au montant minimum de 100.000.000 de francs CFA fixé dans l'Acte uniforme et, d'autre part, l'appel public à l'épargne d'une société autre qu'une société anonyme.

Sur ces deux points, cette position n'emporte pas l'adhésion.

Sur le premier point, concernant le niveau de capital social requis pour pouvoir faire appel public à l'épargne, l'Acte uniforme énonce un « capital minimum », ce qui amène à exclure toute possibilité d'appel public à l'épargne à l'émetteur dont le capital passe en dessous du seuil légal de 100.000.000 de francs CFA. L'article 824 dans son second alinéa indique simplement que lorsque le capital social devient inférieur au seuil légal, la société doit se transformer en société d'une autre forme, ce qui signifie qu'elle perd, par voie de conséquence, son statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne, dans la mesure où l'une des conditions essentielles pour accéder à ce statut et donc le conserver, consiste dans le niveau de capital social. Le niveau de capital social requis des émetteurs de cette catégorie n'est, en effet, pas anodin. Il doit apporter des garanties de solvabilité aux investisseurs, dont la confiance ne doit pas être rompue. Qui plus est, il serait pour le moins hasardeux de reconnaître une telle possibilité à des groupements autres que les sociétés anonymes, ne remplissant aucun des deux principaux critères prévus, à savoir l'autorisation expresse de l'Acte uniforme et le capital social minimum de 100 millions de francs CFA. La reconnaissance d'une telle possibilité aux émetteurs autres que les sociétés anonymes est d'autant moins justifié qu'en l'absence d'autorisation expresse dans l'Acte uniforme, l'appel public à l'épargne par d'autres groupements pourrait être qualifié d'irrégulier et serait susceptible de tomber sous le coup de sanctions pénales, si, par exemple, les éléments constitutifs traditionnels de l'infraction d'escroquerie étaient réunis.

Sur le second point, qui concerne les catégories de groupements expressément autorisés par l'Acte uniforme à faire appel public à l'épargne, l'Acte uniforme n'autorise expressément l'appel public à l'épargne « qu'aux seules sociétés anonymes dont le capital social n'est pas inférieur à 100 millions de francs CFA »[74]. Dès lors, la seule catégorie de société autorisée

[74] Droit des sociétés commerciales et du GIE, commentaires, EDICEF, éd. FFA-Ernst & Young International, 1998, p. 25.

étant la société anonyme, une société d'une autre forme ne saurait valablement à notre sens, recourir à cette technique de financement sans pouvoir se prévaloir d'une autorisation expresse prévue dans l'Acte uniforme.

Le régime de l'autorisation expresse de la loi est classique en France, où il est consacré à l'article 1841 du Code civil, qui dispose :

« Il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi de faire publiquement appel à l'épargne ou d'émettre des titres négociables, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres émis ».

Cette dernière disposition, qui a visiblement inspiré, quoique de manière partielle, la rédaction de l'article 82 précité de l'Acte uniforme, nous paraît plus satisfaisante notamment parce qu'elle rattache à l'interdiction qu'elle édicte une sanction radicale, la nullité. Le risque d'annulation nous paraît de nature à dissuader les tentatives de fraude pouvant émaner des émetteurs non expressément autorisés par la loi à faire publiquement appel à l'épargne. A cet égard, l'absence de sanction prévue à l'article 82 de l'Acte uniforme limite substantiellement l'efficacité de l'interdiction énoncée.

On le voit, le législateur de l'OHADA se montre particulièrement circonspect en ce qui concerne les catégories d'émetteurs autorisés à faire appel public à l'épargne. Qu'en est-il en matière de valeurs mobilières ?

B – Les valeurs mobilières dont l'émission est autorisée

Les marchés financiers de la zone OHADA, principalement celui de l'Afrique de l'ouest d'une part et celui de l'Afrique Centrale, d'autre part, organisent la convergence entre l'offre et la demande d'un bien particulier qui fait l'objet de négociations : la valeur mobilière. La notion de valeur mobilière, même si elle paraît avoir quelque peu perdu de son imperium sous d'autres cieux[75], occupe une place centrale dans le régime des sociétés par actions de

---

[75] Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2e éd. 2005, n° 81, p. 77, qui, à propos des valeurs mobilières, évoquent une notion qui « n'est plus aujourd'hui le siège d'une catégorie juridique au sens où aucun régime juridique homogène ne découle plus de la qualification » et déplorent l'inexistence d'un régime commun des valeurs mobilières. Relevons cependant que l'Ordonnance du 24 juin

l'espace OHADA, au sein duquel les notions d'instrument financier et de titre financier n'ont pas, à ce jour, été consacrées.

La notion de valeur mobilière dans la zone OHADA n'a pas, pour l'heure, suscité un enthousiasme débordant au sein de la doctrine. Les études consacrées à cette notion fondamentale brillent notamment par leur rareté, il est vrai contrebalancée par la pertinence et la profondeur de certaines réflexions ayant contribué à circonscrire l'état actuel des données de la matière, à en recenser les notions essentielles et à en faciliter la compréhension[76]. Pourtant, la notion de valeur mobilière dans l'espace OHADA est au cœur des mécanismes de financement des sociétés faisant appel public à l'épargne ou dont les titres sont admis en bourse[77].

Les valeurs mobilières peuvent être considérées comme le véritable dénominateur commun des marchés financiers de la zone OHADA, dans la mesure où, d'une part, les marchés financiers sont traditionnellement définis comme des marchés de valeurs mobilières et parce que, d'autre part, la définition de leur régime détermine les règles de protection des épargnants et les mécanismes de sécurisation des transactions de marché.

2004 a introduit une importante réforme du régime des valeurs mobilières, en apportant davantage de lisibilité à la matière, notamment à travers la consécration des actions de préférence et l'unification du régime des valeurs mobilières composées. - La notion de valeur mobilière a été, en France notamment, au cours des deux dernières décennies, au centre de bien des controverses doctrinales. La dématérialisation des valeurs mobilières a eu pour principale conséquence de modifier la représentation de ces titres, qui prennent aujourd'hui la forme d'une inscription en compte, c'est-à-dire d'une écriture informatique. Dès lors, l'une d'elles, et non des moindres, concerne la question de la portée de ladite inscription en compte, question substantiellement liée à celle de la nature de cette inscription en compte. Sur cette question, les auteurs se sont divisés entre, d'une part, ceux attribuant à cette inscription en compte une valeur probatoire (P. DIDIER, *Droit commercial, T. 3, La monnaie, les valeurs mobilières, les effets de commerce*, PUF, 1999, p. 141.) et, d'autre part, ceux voyant dans l'inscription en compte l'instrument financier lui-même, c'est-à-dire la valeur mobilière : D. R. MARTIN, *De la nature corporelle des valeurs mobilières (et autres droits scripturaux)*, D.1996, chr., p. 47 ; *Du gage d'actifs scripturaux,* D. 1996, chr., p. 253 ; *De l'inscription en compte d'actifs scripturaux*, D. 1998, chr., p. 15 ; F.-G. TREBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, Economica, 2002, n° 524 et s.

[76] D. R. MARTIN, « Des droits sociaux dans les actes de l'OHADA », art. préc., p. 299.

[77] L'économie des pays de la zone OHADA, Afrique de l'Ouest et Afrique Centrale en particulier, qui a été jusqu'à nos jours une économie intermédiée, ou marquée par une prégnance du système bancaire, est, depuis quelques années caractérisée par une désintermédiation progressive, à la faveur de l'émergence des marchés financiers régionaux dans les zones UEMOA et CEMAC. Une telle évolution est plus que salutaire dans un contexte marqué par la nécessité d'apporter un appui significatif au développement des entreprises et par l'insuffisance de crédits bancaires au secteur privé. En instituant ces marchés financiers, les pouvoirs publics des deux zones ont souhaité faciliter le financement par les marchés de valeurs mobilières et éviter qu'à l'avenir le financement de l'économie ne soit l'apanage du système bancaire – Sur la nature des valeurs mobilières régies par l'Acte uniforme, v. D. LOUKAKOU, « Les valeurs mobilières dans l'acte uniforme relatif au droit des sociétés commerciales de l'espace OHADA », *Penant* 2003, n°844, p. 261.

Comme on a déjà eu à le déplorer[78], l'Acte uniforme régit les valeurs mobilières sans en proposer une définition *erga omnes*. Certes, l'article 744 de l'Acte uniforme, comme on le verra, en précise les caractéristiques, mais de manière incomplète, puisqu'il ne rend pas compte de certaines caractéristiques fondamentales, telles la vocation d'instruments de financement et la négociabilité, qui participent de l'essence de la notion. Pourtant, des catégories diversifiées de valeurs mobilières peuvent être négociées sur les marchés financiers. Cette diversification des valeurs mobilières est-elle, cependant, consacrée avec évidence dans l'Acte uniforme ? Rien n'est moins certain. Pourtant, la compétitivité des places financières repose sur leur capacité à offrir aux investisseurs les véhicules d'investissement et de placement les plus diversifiés, leur permettant de procéder à des arbitrages et de rechercher la meilleure rentabilité de leurs placements. Cette nécessaire diversification est au cœur du fonctionnement des marchés financiers. Il y a lieu d'examiner si les catégories de valeurs mobilières dont l'émission est autorisée dans l'Acte uniforme sont diversifiées.

En dépit de l'absence de définition générique des valeurs mobilières dans l'Acte uniforme, l'on peut cependant s'accorder, par la combinaison des articles 744 et suivants du même texte, pour voir dans les valeurs mobilières des titres négociables, identiques par catégorie, cotés ou susceptibles de l'être, émis par une même personne morale, en contrepartie d'un apport de capitaux, qui traduit la vocation fondamentale d'instruments de financement des valeurs mobilières.

L'analyse du régime des valeurs mobilières sera volontairement partielle dans le cadre de la présente étude. Elle vise essentiellement à apprécier la pertinence du dispositif mis en place, au regard des exigences de développement des marchés financiers institués dans l'espace OHADA. Cela permettra de vérifier si le législateur OHADA a, peu ou prou, optimisé les moyens et instruments de financement auxquels peuvent recourir les émetteurs faisant appel public à l'épargne.

L'Acte uniforme consacre deux catégories principales de valeurs mobilières dont l'émission est expressément autorisée. Il s'agit des catégories traditionnelles de valeurs mobilières (1°), à

[78] D. LOUKAKOU, « Les valeurs mobilières dans l'acte uniforme relatif au droit des sociétés commerciales de l'espace OHADA », précit., p. 263.

savoir les actions et les obligations. La question de la possibilité d'émettre des valeurs mobilières composées est, elle, controversée (2°).

1°) L'émission de valeurs mobilières traditionnelles

L'article 744 alinéa premier énonce :

> *« Les sociétés anonymes émettent des valeurs mobilières dont la forme, le régime et* les *caractéristiques sont énumérés au présent titre ».*

Or, les seules valeurs mobilières énumérées dans l'Acte uniforme sont les catégories traditionnelles, à savoir les actions[79] et les obligations[80]. L'article 822 de l'Acte uniforme, il est vrai, vise les « autres valeurs mobilières ». Mais, on le verra[81], le législateur OHADA n'a nullement défini ni énuméré ces « autres valeurs mobilières ».

Le titre II du livre IV de l'Acte uniforme traite des valeurs mobilières en ne visant expressément, parmi les catégories contemporaines de valeurs mobilières, que les actions et les obligations ordinaires.

a – L'émission d'actions ordinaires et d'actions de préférence

L'Acte uniforme ne donne aucune définition substantielle des actions. Tout au plus, il en définit les formes[82], précise les droits qui y sont attachés[83], les conditions de leur négociabilité[84], de leur transmission[85], etc.

L'on peut néanmoins définir les actions comme des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions en représentation de leur capital social. L'expression « titres de capital » trouve là toute sa justification. Les actions sont également des titres attribués aux personnes qui réalisent un apport en fonds propres à la société.

---

[79] Art. 748 et s. de l'AU.
[80] Art. 779 et s. de l'AU.
[81] V. *Infra*.
[82] Art. 748 et s. de l'AU.
[83] Art. 751 et s. de l'AU.
[84] Art. 759 et s. de l'AU.
[85] Art. 764 de l'AU.

L'ensemble formé par les actions comprend principalement des actions ordinaires et des actions de priorité.

Les actions ordinaires :

Les actions ordinaires seront, dans le cadre de la présente étude, examinées principalement sous l'angle des droits qu'elles incorporent. L'attention sera portée, sans doute arbitrairement, sur la question des droits pécuniaires, parmi lesquels le droit aux dividendes occupe une place de choix.

Les actions confèrent, en effet, à leurs titulaires, des prérogatives sur l'actif social[86]. C'est ainsi que lorsqu'un bénéfice apparaît à la fin d'un exercice social et que l'assemblée générale des actionnaires décide de le mettre en distribution, chaque actionnaire en recevra une fraction sous forme de dividende. A cet égard, il convient de rappeler que le bénéfice distribuable est constitué par le bénéfice de l'exercice diminué des pertes antérieures reportées ainsi que des sommes portées en réserve en application de la loi ou des statuts et augmenté, le cas échéant, du report bénéficiaire[87].

La distribution des dividendes doit être effectuée, en principe, proportionnellement à la quotité de capital détenue par chaque actionnaire[88]. Toutefois, comme on le verra, l'émission d'actions de priorité ou de préférence, peut se traduire par la stipulation de privilèges sur les bénéfices et donc par une distribution inégale desdits bénéfices.

S'agissant de la forme que doivent revêtir les dividendes, l'Acte uniforme n'énonce aucune exigence particulière[89]. Dès lors, est-il possible d'effectuer un paiement du dividende en actions ?

Cette modalité de versement du dividende présente divers avantages, tant pour la société que pour les actionnaires. Le paiement du dividende en actions permet en effet à la société de

---

[86] Art. 53 de l'AU.
[87] Art. 143 de l'AU.
[88] Art. 754 de l'AU.
[89] P.-G. POUGOUE, A. CISSE et autres, *Sociétés commerciales et GIE*, Bruxelles, Ed. Bruylant, 2002, n° 1014, p. 468.

renforcer ses fonds propres et aux actionnaires de réaliser des plus-values en cas de cession de leurs titres, avec, toutefois, un inconvénient, puisque les actionnaires qui ne consentent pas à cette technique subiront une dilution de leurs droits sur le capital social[90].

L'article 146 de l'Acte uniforme confère à l'assemblée générale des actionnaires le pouvoir de fixer les modalités de paiement des dividendes. Toutefois, en vertu des mêmes dispositions, l'assemblée générale peut déléguer ce pouvoir à la direction générale de la société.

Dès lors que l'Acte uniforme n'énonce aucune exigence particulière liée à la forme que doivent revêtir les dividendes, leur paiement pourrait, de notre point de vue, prendre la forme d'un paiement en espèces, en nature, ou encore en actions de la société. En l'absence de précision dans le texte, faut-il considérer que l'assemblée générale a toute latitude pour décider et imposer la forme que devront revêtir les dividendes ?

Même si l'assemblée générale le décide en vertu des dispositions de l'article 146 précité de l'Acte uniforme, le paiement du dividende en actions nous paraît envisageable seulement lorsque les statuts ont prévu une telle modalité de paiement. Il faudra, bien entendu, en outre, obtenir le consentement des bénéficiaires, de sorte qu'en tout état de cause, il ne nous paraît pas possible d'imposer à un actionnaire une telle modalité de paiement du dividende qui lui revient.

Les actions de priorité :

Ces actions de priorité (en France, dénommées actions de préférence) sont d'un grand intérêt pour les sociétés ayant des besoins de financement en fonds propres, dans la mesure où elles sont généralement émises « pour attirer – principalement – les investisseurs financiers, lesquels n'ont pas toujours la volonté de se comporter comme de véritables associés »[91]. Les bénéficiaires de ces actions de priorité sont en effet généralement des investisseurs davantage guidés par les capacités de retour sur investissement de la société, que par l'idée d'*affectio societatis*. Leur intérêt est également tiré du fait qu'elles organisent « une répartition particulière entre le pouvoir et la finance au sein de la société, soit dans le sens d'une dissociation pour ne pas diluer le contrôle concentré entre les mains des actionnaires pivots

[90] J.-M. MOULIN, *Le droit de l'ingénierie financière*, Gualino, 2009, n° 7, p. 32.
[91] A. COURET, H. Le NABASQUE et autres, *Droit Financier*, *op. cit*., n° 391, p. 211.

tout en ménageant une forte rémunération aux simples bailleurs de fonds, soit dans le sens d'un cumul pour favoriser, au contraire, la pression exercée sur le management[92] ». Ces actions offrent ainsi aux sociétés émettrices « de multiples possibilités de distribuer de manière inégalitaire les prérogatives pécuniaires et extra-pécuniaires[93] ».

Quelles sont, dès lors, les différentes priorités ou préférences autorisées dans l'Acte uniforme ? En d'autres termes, quelles sont les catégories d'actions de priorité dont l'émission est admise ?

Traditionnellement, les avantages inhérents aux actions de priorité peuvent concerner des prérogatives pécuniaires, ou extra-pécuniaires.

*S'agissant des avantages extra-pécuniaires, si, en France, l'Ordonnance du 24 juin 2004[94] autorise l'émission d'actions « avec ou sans droit de vote »[95], en revanche, l'Acte uniforme exclut fermement toute possibilité de suppression du droit de vote.

L'unique catégorie de préférence de nature extra-pécuniaire consacrée dans l'Acte uniforme concerne les actions à droit de vote double[96], également dénommées « prime de fidélité ». Les sociétés par actions peuvent, en effet, attacher à leurs actions un droit de vote double. Le droit de vote double permet de verrouiller le contrôle de la société au profit d'un actionnaire ou d'un groupe minoritaire. Ce dispositif est également utilisé, dans certains pays, comme un

---

[92] J.-M. MOULIN, *Le droit de l'ingénierie financière*, Gualino, 2009, n° 16, p. 36.
[93] J.-M. MOULIN, *Le droit de l'ingénierie financière*, *op. cit*., n° 18, p. 37.
[94] Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières, art. L. 228-11 nouveau du Code de commerce. L'ordonnance du 24 juin 2004 a réformé de manière importante le régime des actions en consacrant, à coté des actions ordinaires classiques, les actions de préférence. Cette ordonnance a eu pour principal objectif de moderniser le droit français en le simplifiant et en le rendant plus lisible, notamment aux yeux des investisseurs étrangers. Ces actions de préférence sont calquées sur le modèle américain des « preferred shares ». Pour une étude complète des actions de préférence issues de l'ordonnance de 2004, v. : A. VIANDIER, « Les actions de préférence », JCP E 2004, n° 1440 ; Th. BONNEAU, « *L'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales. Son application dans le temps* », Dr. Sociétés, Août-Sept. 2004, p. 6 ; « La réforme du régime des valeurs mobilières : création d'une nouvelle catégorie d'actions », Dr. sociétés, Août-Sept. 2004, p. 22 ; M. GERMAIN, « Les actions de préférence », *Rev. Sociétés* 2004. 597.
[95] A. COURET, H. Le NABASQUE et autres, *op. cit*., n° 464, p. 262, pour qui « la suppression du droit de vote est l'innovation majeure de l'ordonnance » ; Th. MASSART, « *Le droit de vote des actions de préférence* », Dr. et patr. oct. 2004 p. 84.
[96] Art. 752, alinéa 1er de l'Acte uniforme.- Un débat est ouvert sur l'opportunité de la suppression du droit de vote double en droit français. Les défenseurs de ce mécanisme font valoir qu'il vise à favoriser les investisseurs dont l'implication à long terme sert les intérêts de la société, au détriment des spéculateurs, aux objectifs à court terme. Les pourfendeurs du dispositif font remarquer que son unique finalité est de protéger les actionnaires et dirigeants en place contre toute prise de contrôle extérieure : M. STORCK et Th. de Ravel d'ESCLAPON, « *Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français* ? », Bull. Joly sociétés, janv. 2009, p. 90.

moyen de défense contre les offres publiques d'acquisition (OPA) inamicales. La création d'actions à droit de vote double n'est toutefois possible qu'à la condition qu'elle soit prévue dans les statuts ou autorisée par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires. En outre, les sociétés ne peuvent conférer un tel avantage qu'au profit de ceux de leurs actionnaires qui détiendraient leurs titres sous la forme nominative depuis au moins deux ans. Il en résulte qu'en cas de conversion d'actions nominatives en actions au porteur, le droit de vote double doit être supprimé[97].

La stipulation d'un droit de vote double étant la seule hypothèse admise par l'Acte uniforme, qu'en est-il d'autres catégories de préférences de nature extra-pécuniaire non prévues dans le texte ? Serait-il par exemple possible d'assortir les actions de préférence d'un « droit de vote distributif », c'est-à-dire d'un droit de vote dont l'exercice serait limité à certaines situations définies à l'avance, telles certaines assemblées d'actionnaires seulement ou certains types de décisions seulement[98] ? Cette faculté, autorisée en droit français, d'aspiration plus libérale, paraît difficilement envisageable dans le cadre défini par l'Acte uniforme OHADA.

Certes, l'article 543, alinéa 2, prévoit la possibilité d'introduire une limitation dans l'exercice du droit de vote. L'article 543 dispose :

> « *Le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité du capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix.*
>
> *Toutefois, les statuts peuvent limiter le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, à condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions sans distinction de catégorie*. »

A la lecture de ces dispositions, une réponse négative semble, à notre sens, s'imposer. En effet, l'article 543 alinéa premier, fixe, comme on le voit, un principe de proportionnalité du droit de vote dans les sociétés par actions[99]. En outre, la limitation prévue à l'article 543,

---

[97] Art. 753 de l'AU.
[98] A. COURET, H. Le NABASQUES et autres, *op.cit.*, n° 460, p. 260.
[99] Ce principe de proportionnalité paraît d'autant plus intangible qu'il est également consacré à l'article 751 de l'AU qui dispose : « A chaque action, est attaché un droit de vote proportionnel à la quotité du capital qu'elle représente et chaque action donne droit à une voix au moins ».

alinéa 2, ne peut être mise en œuvre qu'à la condition qu'elle s'applique à toutes les actions sans distinction de catégorie. Il ne nous paraît donc pas possible, dans l'esprit des dispositions de cet article 543, d'appliquer la limitation de droit de vote aux seules actions de préférence ou de priorité, ou à une seule catégorie d'actionnaires, en excluant les autres. Or, l'idée induite par un droit de vote distributif est celle d'une attribution nécessairement limitée à un actionnaire ou une catégorie particulière d'actions au sein de la société émettrice. Il peut, par exemple, en être ainsi en matière de capital investissement. Les investisseurs en capital peuvent ainsi se voir attribuer des actions de préférence dont le droit de vote serait limité aux seules assemblées ou aux seules décisions susceptibles d'avoir une incidence sur leur investissement. Une telle limitation du droit de vote à certaines assemblées d'actionnaires ou à certaines décisions ne nous paraît pas conforme aux dispositions actuelles de l'Acte uniforme.

Quid des actions à dividende prioritaire sans droit de vote et des certificats d'investissement ?

Ces deux dernières catégories de valeurs mobilières, d'inspiration anglo-saxonne, présentent la caractéristique commune d'être privées de droit de vote. Ainsi, en ce qui concerne les actions à dividende prioritaire sans droit de vote, l'article L. 228-35-3 alinéa 3 du Code de commerce français dispose : « Les titulaires d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote, bénéficient des droits reconnus aux autres actionnaires, à l'exception du droit de participer et de voter, du chef de ces actions, aux assemblées générales des actionnaires de la société ». Pour compenser la suppression de leur droit de vote, les porteurs de ces titres bénéficient d'un dividende prioritaire.

Les deux catégories, actions à dividende prioritaire et certificats d'investissement, ont ainsi pour point commun la faculté de dissocier le pouvoir de contrôle, c'est-à-dire les prérogatives politiques de l'actionnaire d'une part, et les droits pécuniaires attachés à l'action, d'autre part[100].

En France, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote avaient d'ailleurs été instituées « pour aider les entreprises françaises à résoudre le paradoxe résidant dans la volonté de

[100] Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 100, p. 97.

réduire un endettement excessif obérant leur capacité d'investissement sans dilution du contrôle de l'actionnaire majoritaire[101] ».

L'émission de ces deux catégories de titres nous paraît proscrite par les dispositions de l'Acte uniforme[102]. L'Acte uniforme semble en effet faire du droit de vote un attribut essentiel et intangible de l'action, qui prohibe les mécanismes de suppression dudit droit *ab initio*, c'est-à-dire dès l'émission, ou même en cours de vie sociale. L'intangibilité du droit de vote paraît même, dans l'Acte uniforme, un principe général, qui autorise, dans certains cas, des aménagements, mais en aucun cas, une privation du droit de vote. A cet égard, la limitation prévue à l'article 543 alinéa 2 précité ne vise qu'une possibilité de limitation du « nombre de voix » et non la substance du droit de vote lui-même. Qui plus est, il convient à cet égard de rappeler que ladite limitation du nombre de voix doit, pour pouvoir être mise en œuvre, s'appliquer « à toutes les actions sans distinction de catégorie »[103]. Cela exclut la possibilité d'émettre, en droit OHADA, des actions à dividende prioritaire sans droit de vote, dans la mesure où de tels titres représentent, au sein des sociétés émettrices, une catégorie particulière d'actions, la particularité reposant dans le fait qu'elles sont privées du droit de vote, contrairement aux autres catégories et notamment aux actions ordinaires qui, elles, conservent leurs attributs.

*S'agissant des avantages pécuniaires, l'Acte uniforme prévoit la possibilité de créer des actions de priorités assorties de privilèges ou avantages dans les bénéfices. L'article 755 dispose en effet :

> « *Nonobstant les dispositions de l'article 754 du présent Acte uniforme, lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de priorité jouissant d'avantages par rapport à toutes les autres actions. Ces avantages peuvent notamment être une part supérieure dans les*

[101] Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 100, p. 96.
[102] Droit des sociétés commerciales et du GIE, commentaires, EDICEF, éd. FFA-Ernst&Young International, 1998, comm. Art. 543, p. 195. – En France, l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières a supprimé les actions de priorité, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote et les certificats d'investissement ou de droit de vote. L'ensemble de ces instruments a été rassemblé au sein d'une catégorie juridique unifiée autour d'un concept nouveau en droit français : les actions de préférence. Désormais, avec ce nouveau régime, les instruments anciens émis avant l'entrée en vigueur de l'ordonnance continuent à être soumis aux textes qui les régissent. Aucune nouvelle émission de ces titres n'est cependant autorisée. Les actions de préférence s'étant substituées aux trois anciennes catégories de titres citées, ces nouveaux titres sont désormais les seuls instruments privilégiés dont l'émission est autorisée.
[103] Art. 543 alinéa 2 de l'AU.

bénéfices ou le boni de liquidation, un droit de priorité dans les bénéfices, des dividendes cumulatifs ».

Il apparaît que les sociétés par actions peuvent notamment émettre des actions bénéficiant d'un dividende prioritaire ou préciputaire, lequel sera payé aux actionnaires privilégiés (porteurs d'actions de priorité ou de préférence) avant tout service du dividende ordinaire, voire même en complément de la part qui revient normalement au titulaire dans le bénéfice distribué. En effet, l'article 755 précité n'ayant pas défini la nature des avantages pouvant être associés aux actions de priorité, il y a lieu, à notre sens, de considérer que le législateur OHADA a entendu, en cette matière, laisser libre cours à la liberté contractuelle. Au surplus, le texte, en visant, parmi les privilèges pouvant être reconnus, « notamment une part supérieure dans les bénéfices ou le boni de liquidation, un droit de priorité dans les bénéfices, des dividendes cumulatifs » n'a, manifestement, pas entendu limiter les catégories d'avantages susceptibles d'être attribués aux porteurs d'actions de priorité.

L'article 755 autorise également la stipulation d'un dividende cumulatif, c'est-à-dire prélevé sur les bénéfices ultérieurs si les bénéfices ou réserves de l'année en cours sont insuffisants et ne permettent pas de servir les droits des actionnaires privilégiés[104].

Dans le même élan, est-il possible de créer des actions à dividende majoré ?

Ce dispositif n'est pas défini dans l'Acte uniforme.

La pratique du dividende majoré consiste à attribuer une majoration de dividende dans la limite d'un pourcentage défini, à tous les actionnaires justifiant, à la clôture de l'exercice, d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, des actions entièrement libérées qu'ils détiennent[105]. C'est ainsi que l'on évoque, à propos des actions à dividende majoré, l'idée de « prime de fidélité[106] », liée à la période de stage de deux ans préalable à l'attribution de la majoration de dividende.

---

[104] Droit des sociétés commerciales et du GIE, commentaires, EDICEF, éd. FFA-Ernst&Young International, 1998, p. 275.

[105] Sur les actions à dividende majoré, v. : Y. GUYEN, « La loi du 12 juillet 1994 sur le dividende majoré », *Rev. Sociétés*, 1995, 1 ; J.-C. MAY, « Les actions nominatives à dividende majoré », Les Petites Affiches, 8 oct. 1993 ;

[106] P. TROUSSIERE et P. ENGEL, « La prime de fidélité aux actionnaires », JCP, 1995, éd. E, I, 433.

Bien que le dispositif du dividende majoré ne soit pas défini dans l'Acte uniforme, la stipulation d'un tel privilège nous paraît en conformité avec l'esprit et la lettre de l'article 755 précité dudit Acte uniforme. En effet, d'une part, l'article 755 postule une liberté dans la création de catégories d'actions privilégiées, dans la mesure où, on l'a observé, les avantages visés dans ce texte ne sont pas limitatifs mais susceptibles de comporter plusieurs variantes. D'autre part, là encore, la notion d'avantages n'étant pas définie, ni même circonscrite dans l'Acte uniforme, il n'existe pour l'heure aucune limitation de principe à la création, dans l'espace OHADA, d'actions à dividende majoré.

b – L'émission d'obligations ordinaires

Les obligations sont définies dans l'Acte uniforme comme « des titres négociables qui dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale »[107]. Ces titres sont émis en vertu d'un contrat d'emprunt obligataire conclu entre, d'une part, un émetteur, demandeur de capitaux, et, d'autre part, des souscripteurs, offreurs de capitaux, également appelés obligataires. En vertu dudit contrat, le souscripteur se voit conférer un droit de prêteur, qui induit un droit au remboursement à l'échéance fixée au contrat et un droit de percevoir un intérêt[108].

Traditionnellement, plusieurs catégories d'émetteurs recourent à des émissions obligataires pour assurer le financement de leurs activités. Ainsi, outre les sociétés commerciales, il n'est pas rare qu'une collectivité publique sollicite le marché obligataire, notamment par voie d'appel public à l'épargne[109].

L'Acte uniforme n'encadre que les émissions obligataires des sociétés commerciales. A cet égard, la seule catégorie de société visée est la société anonyme.

En effet, on l'a vu, les obligations sont, à l'instar des actions[110], définies comme des titres négociables. Or, l'article 58 de l'Acte uniforme énonce que les sociétés anonymes émettent des titres négociables. Aucune disposition de l'Acte uniforme ne confère aux autres formes

[107] Art. 779 de l'Acte uniforme.
[108] Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 113, p. 125.
[109] Ainsi, il faut citer l'emprunt obligataire émis en décembre 2007 par l'Etat Gabonais, par appel public à l'épargne, sur le marché financier de l'Afrique Centrale pour un montant de près de 82 milliards de francs CFA (1 euro est égal à 655,957 F. CFA).
[110] Art. 759 et s. de l'Acte uniforme.

sociales une telle faculté. Au demeurant, traditionnellement, seules les sociétés par actions, donc, dans l'espace OHADA, les sociétés anonymes, peuvent émettre des valeurs mobilières. Faut-il, dès lors, en déduire que seules les sociétés anonymes sont habilitées, dans l'Acte uniforme, à émettre des obligations[111] ?

Le caractère d'ordre public des dispositions de l'Acte uniforme[112] amène à considérer qu'en l'absence de dispositions habilitant expressément d'autres formes de groupements à émettre des obligations, une réponse positive paraît, au stade actuel, s'imposer.

Si, comme on l'a vu, l'Acte uniforme autorise l'émission de valeurs mobilières ordinaires, dont les caractéristiques sont traditionnelles, qu'en est-il des valeurs mobilières composées ?

2°) L'émission de valeurs mobilières composées

Dans le cadre des efforts tendant à moderniser les sources de financement des entreprises et autres organismes faisant appel public à l'épargne ou dont les titres sont susceptibles d'être inscrits à la cote d'une bourse des valeurs de l'espace OHADA, les valeurs mobilières composées ou complexes pourraient constituer un dispositif pertinent. En effet, ces instruments connaissent un succès à l'étranger et permettent de réaliser de multiples combinaisons, dans un but d'optimisation du financement des émetteurs et afin d'offrir aux investisseurs une panoplie de solutions d'investissement et de placement prenant en compte leurs différentes préoccupations.

Cependant, on le verra, le législateur de l'OHADA n'a pas défini les valeurs mobilières composées, ni même organisé leur régime. En effet, aucune disposition de l'Acte uniforme ne précise les différentes catégories de valeurs mobilières composées susceptibles d'être émises. Aucune règle ne précise les conditions d'émission de telles valeurs, leurs caractéristiques ou encore les mécanismes de protection à mettre en œuvre pour assurer la nécessaire sauvegarde des droits des titulaires de tels instruments. Le législateur de l'OHADA s'est limité à la définition des valeurs mobilières traditionnelles que sont les actions et les obligations

[111] Il convient d'observer qu'en France, l'émission d'obligations est autorisée, sous certaines conditions, notamment aux sociétés à responsabilité limitée (C. com., art. L. 223-11), aux associations (C. mon. fin., art. L. 213-8 et s.), aux fonds communs de créances (C. mon. fin., art. L. 214-43, al. 1 et 4) et aux groupements d'intérêt économique (C. com., art. L. 251-7, al. 1er).
[112] Art. 2 de l'AU.

ordinaires. Certes, dans son livre relatif aux valeurs mobilières, l'Acte uniforme comporte un chapitre intitulé « Autres valeurs mobilières », qui comprend un article unique[113]. Mais, on le verra, les dispositions de cet article laissent l'observateur perplexe. C'est ainsi que la question de la possibilité d'émettre des valeurs mobilières composées sur le fondement des dispositions de l'Acte uniforme demeure pour le moins controversée[114].

Avant tout, que faut-il entendre par valeurs mobilières composées ?

Le concept de « valeurs mobilières composées » n'est pas défini dans l'Acte uniforme[115]. Il est possible de voir dans ce concept toute combinaison de titres associant, suivant des modalités diverses, différentes catégories de titres de capital et/ou de créances existant ou à créer[116].

L'article L. 228-91 du Code de commerce français peut être ici cité, en ce qu'il fournit les éléments caractéristiques du concept. Cet article dispose :

« *Les sociétés par actions peuvent émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance* ».

On le voit, au-delà de leur vertu d'instruments d'optimisation du financement des émetteurs[117], les valeurs mobilières composées représentent souvent des titres hybrides, qui combinent les caractéristiques des actions et des obligations classiques[118]. Toutefois, les valeurs mobilières composées peuvent combiner uniquement des titres obligataires. Il en est

---

[113] Art. 822 de l'AU.

[114] Il convient de relever que de telles valeurs peuvent toujours être émises par les entreprises habilitées sur le fondement de la réglementation des marchés financiers en Afrique Centrale (CEMAC) et en Afrique de l'Ouest (UEMOA).

[115] En France, bien que non utilisé et non défini par le législateur, le concept de « valeurs mobilières composées » renvoie néanmoins à des catégories de titres dont les principaux contours sont encadrés dans la loi, aux articles L. 228-91 et suivants. L'article L. 228-91, notamment, fourni les éléments caractéristiques du concept. Cet article dispose : « Les sociétés par actions peuvent émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance ».

[116] A. COURET, H. Le NABASQUE et autres, *op. cit.*, n° 513, p. 290. – Sur les valeurs mobilières composées, v. : A. COURET et J.-L. MEDUS, *Valeurs mobilières composées et bons de souscription autonomes* : Joly sociétés, Traité, janv. 1997, n° 11.

[117] J.-M. MOULIN, *Le droit de l'ingénierie financière*, Gualino, 2009, p. 79.

[118] Les valeurs mobilières composées peuvent notamment comprendre : les obligations convertibles en actions, les obligations échangeables contre des actions, les obligations avec bons de souscription d'actions, les obligations remboursables en actions.

ainsi des « obligations à bons de souscription d'obligations » (OBSO), dont le régime est directement inspiré de celui des obligations à bons de souscription d'actions (OBSA).

Dans l'Acte uniforme, les seules valeurs mobilières prévues et dont le régime est défini sont les actions et les obligations.

Cependant, parallèlement à ces titres nommés, les articles 744 et 822 semblent viser des titres innommés, en usant, on le verra, d'énonciations qui, selon certains auteurs[119], induisent la possibilité de créer des valeurs mobilières composées.

Des auteurs ont admis la possibilité d'émettre des valeurs mobilières composées, en particulier des obligations convertibles en actions, sur le fondement des dispositions de l'Acte uniforme. Invoquant les dispositions d'un décret n° 53-811 du 3 septembre 1953 portant règlement d'administration publique pour l'application de l'article 1er de la loi n° 53-148 du 25 février 1953 relative à l'émission d'obligations convertibles, ils font valoir que dans la plupart des Etats membres de l'OHADA, ce dernier texte encadrait l'émission d'obligations convertibles en actions et que, conformément aux dispositions transitoires de l'Acte uniforme, ledit décret serait toujours en vigueur, à tout le moins en ce qui concerne ses dispositions non contraires à celles de l'Acte uniforme[120].

Dans la même tendance permissive, sur un fondement différent cependant, reposant sur une interprétation très extensive des dispositions de l'article 744 de l'Acte uniforme, des auteurs soutiennent « Le droit OHADA vise principalement deux catégories de valeurs mobilières, les actions et les obligations, aux cotés desquelles des valeurs mobilières composées peuvent également assurer le financement des sociétés »[121]. Les mêmes auteurs observent avec précaution : « A la lecture de l'Acte uniforme, il semblerait que la création de valeurs mobilières composées…soit ouverte aux sociétés anonymes dans certaines circonstances »[122].

---

[119] B. Le BARS et B. MARTOR, *Management et financement de la société anonyme de droit OHADA*, précit.
[120] J. ISSA-SAYEGH, *Réflexions sur l'émission d'obligations convertibles en actions dans le droit OHADA*, Ohadata D-03-08, site internet Ohada.com. ; P.-G. POUGOUE, A. CISSE et autres, *Sociétés commerciales et GIE*, *op. cit*., n° 1038, p. 476. ; Price Waterhouse Coopers, *Mémento Droit des sociétés commerciales et du GIE OHADA*, Fidafrica, 1998, n° 1093, p. 299 ;
[121] B. Le BARS et B. MARTOR, *Management et financement de la société anonyme de droit OHADA*, JCP, Cahiers de droit de l'entreprise n° 5, 2004, p. 16.
[122] B. Le BARS et B. MARTOR, art. précit., p. 19.

Pour appuyer leur analyse, ces auteurs invoquent ainsi les dispositions de l'article 744 alinéa 2 de l'Acte uniforme, qui, à propos des valeurs mobilières, énoncent :

« Elles confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès directement ou indirectement à une quotité du capital de la société émettrice, ou à un droit de créance général sur son patrimoine… ».

L'interprétation extensive des dispositions relatives aux valeurs mobilières défendue par ces auteurs ne fait pas l'unanimité. D'autres auteurs optent pour une interprétation plus stricte et prudente. Ainsi, il a été observé : « Les dispositions de l'Acte uniforme consacrées aux valeurs mobilières paraissent insuffisantes. Les seules valeurs mobilières dont le régime est clairement défini sont les actions et les obligations »[123].

La controverse conduit à s'interroger sur l'esprit du texte et l'interprétation à faire des dispositions relatives aux valeurs mobilières. Les tenants de la thèse permissive, qui admettent la possibilité d'émettre, sur le fondement de l'Acte uniforme, des valeurs mobilières composées de toute nature, s'appuient, on l'a perçu, sur les arguments suivants :

- la survivance du décret du 3 septembre 1953 autorisant l'émission d'obligations convertibles dans certains pays membres de l'espace OHADA[124] ;
- l'article 744 alinéa 2 de l'Acte uniforme, qui, sur le fondement d'une interprétation très large, autoriserait l'émission de titres composées[125] ;
- l'article 822 de l'Acte uniforme, article unique d'une section intitulée « Autres valeurs mobilières »[126].

---

[123] H.-D. Modi Koko BEBEY, *La réforme du droit des sociétés commerciales de l'OHADA*, *Rev. Sociétés* 2002, p. 266. Rappr. Cabinet Ernst & Young, *Droit des sociétés commerciales et du GIE, Commentaires*, Edicef / éditions FFA, art. 744, p. 271, pour qui « les valeurs mobilières prévues par l'Acte uniforme sont les actions et les obligations ».

[124] J. ISSA-SAYEGH, *Réflexions sur l'émission d'obligations convertibles en actions dans le droit OHADA*, art. précit.

[125] B. Le BARS et B. MARTOR, *Management et financement de la société anonyme de droit OHADA*, art. précit., p. 19, qui soutiennent « le caractère général du texte de l'article 744, alinéa 2, de l'Acte uniforme semble autoriser les sociétés anonymes à émettre d'autres titres que des actions ou des obligations ».

[126] *Ibid.*

Toutes ces analyses sont discutables, d'une part parce qu'elles conduisent à des solutions traduisant une véritable insécurité juridique, liée aux incertitudes grevant leur mise en œuvre, d'autre part en raison de la lecture tronquée faite de certaines dispositions.

*S'agissant de l'application du décret du 3 septembre 1953, les auteurs qui la justifient invoquent le maintien, par le législateur de l'OHADA, des dispositions législatives nationales non contraires aux dispositions de l'Acte uniforme. En effet, en vertu des dispositions de l'article 1er alinéa 3 de l'Acte uniforme, les sociétés commerciales et les groupements d'intérêt économique demeurent soumis aux lois non contraires à l'Acte uniforme qui sont applicables dans l'Etat partie où se situe leur siège social.

L'argument consistant à invoquer l'application du décret du 3 septembre 1953, sur le fondement des dispositions de l'article 1er alinéa 3 de l'Acte uniforme, pour justifier l'émission de valeurs mobilières composées et, plus précisément, d'obligations convertibles en actions, n'emporte guère la conviction.

Les dispositions de l'article 1er alinéa 3 précité soulèvent une question essentielle : qu'est-ce qu'une loi ou une disposition contraire à l'Acte uniforme ?

La Cour Commune de Justice et d'Arbitrage (CCJA) de l'OHADA a eu l'occasion de résoudre la difficulté. Saisie par le gouvernement de Cote d'Ivoire, elle a répondu : « Les dispositions contraires s'entendent de tout texte législatif ou réglementaire contredisant dans la forme, le fond et/ou l'esprit les dispositions d'un Acte uniforme »[127].

L'avis ainsi formulé n'a pas, loin s'en faut, épuisé le débat, puisque, comme on a pu l'observer, le maintien de dispositions nationales, fussent-elles non contraires, engendre « une situation de concurrence entre les actes uniformes et les dispositions de droit interne qu'il va falloir régler »[128].

L'avis de la CCJA laisse en effet perplexe. En effet, se contenter de dire qu'une disposition contraire s'entend d'une disposition qui contredirait l'Acte uniforme ne règle pas la difficulté.

---

[127] V. Avis CCJA du 30 avril 2001.
[128] P. DIEDHIOU, *L'article 10 du Traité de l'OHADA : quelle portée abrogatoire et supranationale ?*, Ohada.com / Ohadata D-08-05, p. 18.

Cet avis soulève lui-même des incertitudes. La CCJA eût été mieux inspirée de préciser les critères ou éléments déterminant l'opposition ou la contradiction à l'Acte uniforme. En effet, s'il faut entendre par contredire « aller à l'encontre de » ou « être en opposition avec », ne serait-t-on pas, alors, en droit de considérer que l'adjonction de catégories de valeurs mobilières à celles énumérées dans le texte va à l'encontre des dispositions de l'Acte uniforme et donc le contredit ?

Par ailleurs, invoquer le maintien et l'application de lois nationales non contraires présente un inconvénient majeur. Dans la mesure où les dispositions nationales non contraires à celles des Actes uniformes resteraient en vigueur, cette position oblige chaque Etat membre de l'OHADA à recenser d'une part, ses textes abrogés par ce que contraires et, d'autre part, ceux maintenus parce que non contraires[129]. A ce jour, seuls quelques pays membres de l'OHADA ont procédé à ce travail de recensement et d'identification. Il y a là une véritable source de désordres et d'insécurité juridique. En effet, la solution se traduirait par des disparités pour le moins troublantes dans un processus d'unification du droit poursuivant un objectif de sécurité juridique et judiciaire et dont l'aboutissement est tributaire d'une parfaite convergence des pratiques liées à l'identification et à l'application du droit applicable.

Le risque est d'autant plus grand que, comme le relève un auteur, « la contrariété ou la non contrariété de textes dépend le plus souvent de l'interprétation qu'on leur donne »[130]. Or, on l'a justement observé, « l'interprétation peut être rendue difficile par la maladresse avec laquelle certaines dispositions du Traité et des Actes uniformes sont rédigées »[131].

En définitive, compte tenu, d'une part, du caractère d'ordre public des dispositions de l'Acte uniforme et, d'autre part, du risque de compromettre la sécurité juridique des opérations et en raison des incertitudes et limites soulevées, il paraîtrait bien hasardeux d'invoquer les dispositions du décret précité du 3 septembre 1953 pour justifier l'émission d'obligations convertibles en actions ou d'autres valeurs mobilières composées. L'esprit et la lettre de l'Acte uniforme semblent écarter une telle solution.

---

[129] P. MEYER, « La sécurité juridique et judiciaire dans l'espace OHADA », *Penant* n° 855, avril-juin 2006, n°13.
[130] *Ibid.*
[131] P. DIÉDHIOU, art. précit., Ohada.com / Ohadata D-08-05, p. 2.

*S'agissant des catégories de valeurs mobilières dont l'émission est autorisée par l'Acte uniforme, d'aucuns[132] tentent, on l'a vu, de mettre en avant une interprétation large des dispositions de l'article 744, alinéa 2, de l'Acte uniforme pour justifier la possibilité d'émettre des valeurs mobilières composées.

Certes, les énonciations de cet article 744, alinéa 2, semblent autoriser l'émission de tous types de titres donnant accès au capital social de l'émetteur et donc l'émission de valeurs mobilières composées de cette nature. Mais le caractère très général des termes employés dans cette disposition et sa contradiction très nette avec le principe fixé à l'alinéa premier du même article, en vertu duquel les seules valeurs mobilières dont l'émission est autorisée sont celles « dont la forme, le régime et les caractéristiques sont énumérés » dans l'Acte uniforme, semblent écarter la possibilité d'émettre des valeurs mobilières composées sur le fondement des dispositions de l'Acte uniforme. Qui plus est, il convient, dans ce sens, de rappeler la nécessité de procéder à une lecture stricte des dispositions de l'Acte uniforme, en conformité avec leur caractère d'ordre public des dispositions de l'Acte uniforme proclamé par le législateur de l'OHADA et dans un souci de sécurité juridique des opérations.

L'interprétation dans ce sens semble d'ailleurs justifiée par les énonciations utilisées dans certaines dispositions de l'Acte uniforme, qui semblent ne laisser place au moindre doute à ce sujet.

Ainsi, dans le titre II du Livre IV de l'Acte uniforme, l'article 745 introduit une section II, relative à la forme des valeurs mobilières, en ne visant que la forme des actions et des obligations. Il dispose en effet :

> « *Les actions et les obligations revêtent la forme de titres au porteur ou de titres nominatifs qu'elles soient émises en contrepartie d'apports en nature ou d'apports en numéraire* ».

Nulle part, dans l'Acte uniforme, n'est indiquée la forme attachée à d'autres catégories de valeurs mobilières, ce qui pourrait laisser entendre que le législateur de l'OHADA n'a nullement envisagé d'autres catégories de valeurs mobilières.

---

[132] B. Le BARS et B. MARTOR, *Management et financement de la société anonyme de droit OHADA*, précit.

Par ailleurs, dans le Livre IV précité de l'Acte uniforme, le titre II, qui traite des valeurs mobilières, comporte essentiellement des « dispositions relatives aux actions » et des « dispositions relatives aux obligations ».

Il pourrait cependant s'agir de maladresses du législateur de l'OHADA, puisque, bien que n'ayant encadré que les émissions d'actions et d'obligations classiques, le législateur de l'OHADA vise, de manière incidente et sans les définir, à l'article 822 de l'Acte uniforme, d'autres valeurs mobilières dont certaines pourraient être des valeurs mobilières composées.

Cet article 822 dispose :

> « *Lors de l'émission de valeurs mobilières représentatives de créances sur la société émettrice ou donnant droit de souscrire ou d'acquérir une valeur mobilière représentative de créances, il peut être stipulé que ces valeurs mobilières ne seront remboursées qu'après désintéressement des autres créanciers, à l'exclusion des titulaires de prêts participatifs* ».

Les termes « Lors de l'émission de valeurs mobilières…donnant droit de souscrire ou d'acquérir une valeur mobilière représentative de créances… » semblent admettre la possibilité de création de titres composés.

L'on rappellera qu'en effet, les valeurs mobilières composées peuvent, par essence, donner accès au capital (par exemple les obligations convertibles en actions) ou donner droit à l'attribution de titres de créances (par exemple les obligations avec bons de souscription d'obligations).

Des énonciations de l'article 822 précité, il semble cependant que le législateur de l'OHADA ne vise, parmi les valeurs mobilières composées, que celles donnant droit à l'attribution de titres de créances et n'envisage nullement celles donnant droit à l'attribution de titres de capital.

Nous sommes là, manifestement, en présence d'une reproduction maladroite des dispositions de l'ancien article L. 339-7 de la loi française du 24 juillet 1966, en vigueur à l'époque de l'adoption de l'Acte uniforme[133].

En effet, alors que le droit français des valeurs mobilières, en dépit des incohérences qui le caractérisaient alors[134], avait très nettement consacré le principe de la liberté de création de valeurs mobilières de tous types, y compris les valeurs mobilières composées ou complexes[135], l'article L. 339-7 précité s'inscrivant dans le cadre d'un ensemble de dispositions qui visaient aussi bien les valeurs mobilières donnant accès au capital que celles donnant droit à l'attribution de titres représentatifs de créances, l'article 822 de l'Acte uniforme paraît, lui, au contraire, bien isolé dans le dispositif OHADA, lequel dispositif, d'une part, on l'a vu, repose essentiellement sur les catégories classiques de titres que sont les actions et les obligations et, d'autre part, ne prévoit pas expressément un principe général de liberté d'émission de tout type de valeurs mobilières, y compris composées, donnant accès au capital.

A la vérité, l'article 822 consacre avant tout la faculté de subordination de créances, autrement dit la possibilité de créer des titres subordonnés. Les titres subordonnés sont considérés comme « des obligations assorties d'une clause de subordination autorisée par la loi »[136]. Est ainsi admise l'émission par une société anonyme d'obligations classiques ou de valeurs mobilières composées de type obligations avec bons de souscription d'obligations (OBSO), assortie d'une clause de subordination aux termes de laquelle ces obligations ne seront remboursées qu'après désintéressement des autres créanciers, à l'exclusion cependant

---

[133] L'article L. 339-7 de la loi de 1966 est depuis codifié à l'article L. 228-97 du Code de commerce français.

[134] V. Le régime des valeurs mobilières en France a été en effet longuement caractérisé par la coexistence de textes disparates encadrant aussi bien des titres nommés que des titres innommés. Le régime résultait de strates législatives successives, sans aucune coordination d'ensemble. Une importante rationalisation a été opérée avec l'adoption de l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004, laquelle a, notamment, unifié les règles disparates antérieures encadrant les instruments financiers.

[135] Ce principe de liberté de création de valeurs mobilières, assorti de l'autorisation conférée aux entreprises d'émettre des valeurs mobilières composées ou complexes, est issu de la loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985, qui avait, à cette occasion, complété la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, en y ajoutant les articles 339-1 et suivants, désormais codifiés au Code de commerce aux articles L. 228-91 et suivants.

[136] Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, *op. cit.*,n° 115.- Les titres subordonnés présentent l'avantage de pouvoir être intégrés aux fonds propres des entreprises émettrices, ce qui permet d'améliorer leur structure bilancielle. Ils permettent donc de renforcer les capitaux propres sans incidence sur la structure du pouvoir et la géographie du capital. en cas de liquidation de la société émettrice, sont remboursables après tous les autres créanciers à l'exclusion des titulaires de prêts participatifs. Ces titres représentent donc des créances d'avant-dernier rang.

des titulaires de prêts participatifs. Les titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) constituent l'exemple topique en la matière.

L'évocation, à l'article 822, des « valeurs mobilières donnant droit de souscrire ou d'acquérir une valeur mobilière représentative de créances », est faite de manière purement incidente.

Il convient néanmoins de reconnaître que cette disposition semble admettre la possibilité d'émettre une catégorie particulière de valeurs mobilières composées, à savoir celles « donnant droit de souscrire ou d'acquérir une valeur mobilière représentative de créances ». Ne sont pas visées les valeurs mobilières donnant droit de souscrire ou acquérir des titres de capital, telles les obligations convertibles en actions ou les obligations avec bons de souscription d'actions. Le dispositif, fait de maladresses et de contradictions, n'est pas satisfaisant. Il ne s'appuie sur aucun cadre organisé et cohérent, ni sur un principe de liberté de création de valeurs mobilières composées. En outre, l'évocation précitée de l'article 822 n'est pas corroborée par d'autres dispositions de l'Acte uniforme assurant notamment, compte tenu de la nature des droits inhérents à ces titres composés, la nécessaire sauvegarde des droits des porteurs desdites valeurs mobilières composées.

En définitive, s'il est hautement souhaitable de reconnaître aux entreprises une liberté de création en matière de valeurs mobilières, cette liberté doit cependant être très nettement consacrée et organisée avec cohérence dans l'Acte uniforme, notamment dans le but de permettre aux émetteurs de moderniser et optimiser leur financement en toute sécurité juridique.

CONCLUSION

S'il y a lieu, bien entendu, de se réjouir de la consécration, par le législateur de l'OHADA, de mécanismes inhérents à l'organisation et au fonctionnement des marchés financiers, la question de la prise en compte, dans l'Acte uniforme, de l'émergence de marchés financiers dans la zone OHADA laisse, toutefois, l'observateur perplexe.

Si, en matière d'obligations de transparence des émetteurs faisant appel public à l'épargne ou dont les titres sont inscrits à la cote d'une bourse des valeurs, le législateur de l'OHADA se montre pointilleux et cohérent, à travers un ensemble de dispositions illustrant, sans

équivoque, une volonté nette d'imposer un encadrement des opérations, en revanche, en matière de financement desdits émetteurs, le résultat est en deçà de ce qu'il y a raisonnablement lieu d'attendre pour pouvoir œuvrer efficacement dans le sens de l'attractivité, la compétitivité et le développement des marchés financiers de l'espace OHADA.

En effet, s'agissant des valeurs mobilières dont l'émission est autorisée par l'Acte uniforme, de trop nombreuses incertitudes sont relevées, qui posent, d'une part, au juriste la question de la validité des titres dont « la forme, le régime et les caractéristiques » ne sont pas définis dans le texte, et d'autre part, au législateur de l'OHADA la question de l'opportunité d'une clarification.

Pour répondre à toutes les interrogations soulevées dans la présente étude et dans un souci de sécurité juridique des opérations, n'y aurait-il pas lieu, en effet, de définir de manière substantielle les valeurs mobilières et d'en énoncer les différentes catégories avec les régimes y afférents ? N'y aurait-il pas lieu, en outre, de délimiter, en relation avec d'autres institutions ou organisations d'intégration régionale dotées de compétences normatives, telles l'UEMOA et la CEMAC, les sphères de compétences afin d'éviter la concurrence normative et les conflits de compétences ?

Libreville, le 1er décembre 2010