

LA BOURSE DE LJUBLJANA (SLOVÉNIE)

DRAŠKO VESELINOVIC *

La Slovénie a une population de seulement 2 millions d'habitants. Elle est située entre l'Italie, l'Autriche, la Hongrie et la Croatie. C'est la partie de l'ex-Yougoslavie qui a eu la chance d'éviter la guerre et de former assez facilement un pays indépendant. Avant l'indépendance déjà, qui date de 1992, la Slovénie avait organisé le trading des valeurs, essentiellement des titres, et monté en 1989 une bourse qui était officiellement la première bourse dans un ex-pays socialiste.

Cinq ans plus tard, nous nous trouvons dans la situation de revaloriser nos performances de marché à tous points de vue dans la mesure où celui-ci et ses besoins quotidiens exigent de nouveaux développements.

Nous nous trouvons toujours devant le problème du manque de diversité des titres cotés et négociables dans la mesure où le processus de privatisation ne fait que commencer. Cela signifie que l'on peut s'attendre à une quantité de nouvelles cotations pour la fin de l'année 1994 ou le début de 1995.

Le marché des valeurs slovène va se trouver segmenté de quatre manières différentes. La partie dite organisée consiste dans la bourse avec trois cotations différentes (cotation Niveau 1, cotation Niveau 2 et Marché libre réglementé) et la partie dite OTC sans conditions de cotation particulières sinon l'approbation de la Commission slovène des Opérations en Bourse (SEC) pour devenir publique (comprenant les rapports des auditeurs, la politique des entreprises, le prospectus d'émission et la divulgation d'une information régulière).

La Bourse est bien réglementée pour la première étape, mais le marché OTC demandera certainement à être encore réglementé avec le temps. Ces deux marchés sont techniquement gérés par la Bourse de Ljubljana et son système électronique complexe (BIS) qui comprend les échanges, la compensation, le règlement, le dépôt: profil de la société, enregistrement des courtiers et fonctions de surveillance. C'est le SEMS adopté par la Bourse d'Alberta, Calgary, du Canada, conçu et réalisé par EFA Software Services Inc., Calgary, Canada, sur IBM AS 400 modèle F 60, F 10 servant de

179

* *Ljubljana Stock Exchange*

ACTIONS EMISES PAR LES SOCIETES	Niveau 1	Niveau 2
Années d'opération	4	2
Garantie	Rapport d'audit financier	
Taille indicateur = capital-actions	DM. 10 M	DM. 5 M
% de capital-actions distribué en bourse	25 %	10 %
Nombre d'actionnaires	min. 300	min. 100
Nombre d'actions cotées	min. 25 000	min. 5000
ACTION EMISES PAR LES BANQUES	Niveau 1	Niveau 2
Années d'opération	4	2
Garanties	Rapport d'audit financier	
Taille indicateur = capital-actions	min. DM. 30 M	min. DM. 10 M
% de capital-action distribué	25 %	10 %
Nombre d'actionnaires en bourse	min. 200	min. 100
Nombre d'actions détenues en bourse	min. 20 000	min. 10000
EFFETS EMIS PAR DES SOCIETES	Niveau 1	Niveau 2
Années d'opération	4	2
Garanties	Rapport d'audit financier	
Dette / capital social	max. 70 %	max. 75 %
Valeur totale des effets vendus	DM. 5 M	DM. 1 M
Nombre d'effets vendus	16000	3000
EFFETS EMIS PAR LES BANQUES	Niveau 1	Niveau 2
Années d'opération	4	2
Garanties	Rapport d'audit financier	
Capital social / capital qui rapporte	20 %	15 %
Valeur totale des effets vendus	DM. 10 M	DM. 5 M
Nombre d'effets vendus	30 000	16 000

substitution. Nous avons choisi ce système en raison de sa complexité et de sa souplesse et parce qu'il a été conclu pour des petits marchés comme le nôtre. Pour gérer au niveau central les fonctions de compensation, d'enregistrement et de dépôt qui sont actuellement effectuées par la bourse, le système devra être revalorisé et réajusté. Ces derniers changements nous permettront aussi d'amorcer le processus de dématérialisation qui a été récemment décidé par le gouvernement slovène.

Les segments de marché mentionnés plus haut varient selon les mêmes facteurs que les autres bourses mondiaux. Ce sont: l'histoire de l'entreprise, les résultats d'audit, le nombre et la dispersion des actions en attente, les gains récents, les actifs corporels nets, le nombre d'actionnaires, les divulgations régulières etc. ainsi que le facteur liquidité. Comme la section de cotation Niveau 1 est la section la plus liquide, le marché OTC n'a pas besoin d'obstacles sur la liquidité. Néanmoins, à la suite des effets de la privatisation, on espère la négociation de valeurs extrêmement liquides sur ce marché également. Les sociétés qui choisissent d'opérer leur privatisation par le moyen d'une offre publique de leurs actions, sont les plus aptes à entrer les premières sur ce marché (environ deux mille sociétés slovènes sont sur le point d'être privatisées et environ 10 pour cent (essentiellement les plus importantes) devraient être cotées en bourse). Après cela, bon nombre des émetteurs déjà privatisés prévoient d'être revalorisés et d'entrer dans l'une des sections de cotation de la Bourse. A la suite de la chute des prix que devrait provoquer la privatisation, certains émetteurs, qui remplissent actuellement les conditions requises - y compris la liquidité - devront sans doute commencer par choisir le marché OTC et attendre que soit dépassée la hausse de l'offre et que les prix se stabilisent pour décider de demander leur admission à la cotation dans les sections Niveau I et II.

181

Le marché OTC slovène est en fait un marché officiel parallèle. Il aurait également pu devenir un segment de marché boursier particulier, mais il est finalement devenu un segment de marché hors bourse mais organisé et géré par elle. Le marché OTC est entièrement informatisé, la bourse un est exploitée électroniquement trois fois par semaine avec le parquet les mardis et jeudis. Les deux segments de marché sont partiellement réglementés, surveillés et contrôlés par le SEC slovène, qui est une agence gouvernementale indépendante, qui rend compte au Parlement et à une commission de surveillance parlementaire spécifique. Son rôle est d'assurer un développement harmonieux du marché sur le long terme. La manière dont il est organisé et dont il fonctionne doit garantir à tous les investisseurs la confiance dans ce marché.

Les deux segments restant du marché des valeurs sont étroitement liés à la privatisation. Puisqu'une partie de la privatisation est censée passer

par des fonds d'investissement qui ramasseront des bons de participation chez les citoyens, ils formeront un type de marché spécial. C'est ce que l'on appelle le marché des fonds de privatisation.

Bon nombre de sociétés slovènes ont choisi ou sont supposées choisir comme mode de privatisation le rachat interne. Ces actions seront transférables à des conditions très spécifiques et au terme d'un certain délai, autrement dit, elles formeront une sorte de segment de marché spécial «plus sauvage» qui échappera au contrôle de la SEC slovène et/ ou de la Bourse de Ljubljana.

Depuis l'installation du trading électronique en décembre 1993, nous avons également amélioré notre liquidité. Nous avons choisi une formule de marché central, ordonné, et une sorte de combinaison entre un marché de cotation et un marché continu. La cotation a été choisie pour commencer - afin d'éviter tout risque de déséquilibre - le reste de la journée étant en trading continu. Il nous semble que la combinaison des deux donne des résultats optimaux pour les petits et moyens marchés. En outre, nous développons également le marché central. IL sert à améliorer la liquidité, la transparence et l'étendue aussi bien que la profondeur du marché. Ces facteurs sont tous d'une importance capitale pour les marchés de petite taille et/ou qui ne font que commencer.

182

La question d'un marché fondé sur les ordres ou sur les prix est un problème, qui peut être dangereux pour un marché naissant ou qui manque de liquidité. D'une part le système de fonctionnement du marché peut par définition améliorer la liquidité du marché; de l'autre, il est difficile d'avoir de bons éléments sur un marché jeune. Ils peuvent même parfois être pour lui un fardeau. Je suis bien conscient que cela peut paraître exagéré, mais nous l'avons nous-mêmes expérimenté.

Références : Grody, Levecq, Weber: *Global Electronic Markets, A Preliminary Report of Findings*, mai 1994, The Institute for the Study of Electronic Markets, The Leonard N. Stern School of Business, New York University Center for Research and Information Systems.

International Washington Corporation: *Emerging Futures and Options Markets: an Overview of Issues and Prospects in Developing Countries*, IFC Washington, 1994.